

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة د. الطاهر مولاي سعيدة

كلية الحقوق و العلوم السياسية

قسم الحقوق



## التعامل بالأوراق المالية بين الشريعة والقانون

مذكرة لنيل شهادة الماستر

التخصص: قانون الأعمال

تحت إشراف الأستاذ:

د. طيطوس فتحي

من إعداد الطالب:

نصر الله صادق

لجنة المناقشة:

الدكتور بوزيان بوشنتوف - أستاذ محاضر - أ - رئيسا.

الدكتور طيطوس فتحي - أستاذ محاضر - أ - مشرفا ومقررا.

الدكتور بن عيسى أحمد - أستاذ محاضر - أ - عضوا مناقشا.

الدكتور هني عبد اللطيف - أستاذ محاضر - أ - عضوا مناقشا.



# إهداء

أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع

إلى الذي كان لي عوناً وسنداً وصاحباً وأخاً وأباً، إلى الذي علمني سلوكه خصالاً اعتر بها في حياتي

والذي العزيز، فما أصعب علي أن أذكر اسمك يا " أبي " إلا وأتبعه بـ " يرحمه الله "

فاللهم اغفر له وارحمه وجدد عليه الرحمات في كل لحظات

إلى من حملتني وهنا على وهن وتألّمت لألمي وفرحت لفرحي إلى التي جعل الله الجنة تحت أقدامها

إلى أمي

فاللهم اجعلني براً بوالدتي ولا تجعلني جباراً شقياً

إلى من تقاسمني عناء الحياة بحلوها ومرها ، و تعينني على مصائبها ، إلى زوجتي الغالية

أسأل الله أن يبارك لي فيها ويبارك لها في

إلى أبنائي وفلذات أكبادي

أسأل الله أن يجعلهم من ورثة الأنبياء

إلى أخي وسندي في الحياة وجميع أفراد عائلته

أسأل الله أن يحفظها عليه

إلى أختي العفيفة الصبورة وجميع بناتها

أسأل الله أن يتعمد زوجها وأبناءها برحمته وأن يبارك لها في بناتها

صادق

# كلمة شكر و عرفان

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات

قال الله تعالى

﴿رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ  
وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ﴾

الآية 19 من سورة النمل

فالشكر له على أن وفقنا لإتمام هذا العمل بفضله ومنه وكرمه

أتقدم بالشكر الجزيل والتقدير الفائق إلى أستاذاي الفاضل "د. طيطوس فسحي "

لاختياره لي في انجاز هذا البحث وإشرافه عليه كما أشكره على ملاحظاته القيمة وتوجيهاته السديدة

ونصائحه الطيبة التي لم يرضن بها علي

كما لا يفوتني أن أتوجه بأوفر الدعاء وأعطر الشاء لأعضاء اللجنة المناقشة الذين كلفوا على أنفسهم

عناء دراسة البحث

وجزيل الشكر موصول أيضا إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد من أساتذة وزملاء في تقديم يد العون

لي

صادق

المقدمة

الحمد لله الذي أحل البيع والشراء ، وجعلهما سببا من أسباب اليسر والرخاء ، وطريقا مشروعاً للربح والشراء ، وأشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له ، وعد الميسرين على عباده ثوابا عظيما ، وأعد للمنفقين منزلا عليا كريما ، وأشهد أن محمدا عبده ورسوله ، تاجر فعرف بالصدق والأمانة ، ونهى عن الاستغلال والجشع والخيانة ، صلى الله عليه وعلى آله وصحبه ومن تبعه من أهل الإحسان والإعانة ، صلاة وسلاما يتعاقبان تعاقب الليل والنهار ، إلى أن يرث الأرض الله الواحد القهار .

أما بعد :

فقد أولى الإسلام عناية منقطعة النظير بالحضارة و التقدم ، و الرقي ، و التمدن ، وترك البداوة ، وحث على النشاط المالي وتوفير الرفاهية والغنى للجميع ، بل إن الإسلام بذل مجهودا كبيرا لإزالة الأوهام المستقرة في نفوس العرب حول الأسواق والأعمال التجارية ، حيث كانوا يظنون أنها لا تتناسب مع هيبة الأنبياء ، والقادة ، والرؤساء ، فنزل الوحي ليدفع هذا الوهم ، وليبين بكل وضوح أن جميع الرسل كانوا يدخلون في الأسواق فقال تعالى ﴿ وَقَالُوا مَالِ هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَّعَامَ وَيَمْشِي فِي الْأَسْوَاقِ ۗ لَوْلَا أُنزِلَ إِلَيْهِ مَلَكٌ فَيَكُونُ مَعَهُ نَذِيرًا ۗ<sup>1</sup> ، فرد الله عليهم بقوله عز وجل ﴿ وَمَا أَرْسَلْنَا قَبْلَكَ مِنَ الْمُرْسَلِينَ إِلَّا إِنَّهُمْ لَيَأْكُلُونَ الطَّعَامَ وَيَمْشُونَ فِي الْأَسْوَاقِ ۗ وَجَعَلْنَا بَعْضَكُمْ لِبَعْضٍ فِتْنَةً أَتَصْبِرُونَ ۗ وَكَانَ رَبُّكَ بَصِيرًا ۗ<sup>2</sup> ، فصحح النظرة إلى السوق بأنها لا تتنافى مع الهيبة ، ولا تتعارض مع الرسالة والنبوة ، والشرف ، والرفعة ، والعزة ، والمكانة .

كما أولى الخلفاء الراشدون عناية خاصة ببناء الأمصار ، وازدهار أسواقها ، حتى أضحت مراكز حضارية ووسائل للتنمية المالية في العالم الإسلامي ، وهذه العناية من تمام إقامة الواجب في حفظ المال ، وتنميته وذلك أحد مقاصد الشريعة .

<sup>1</sup> - سورة الفرقان ، الآية 07 .

<sup>2</sup> - سورة الفرقان ، الآية 20 .

وإن عصرنا الحاضر شهد طفرة جديدة في تطور الأسواق المالية ، وازدهرت آلياتها ازدهارا رائعا ، وتطورت أدواتها وأساليب التعامل فيها ، وأدخلت فيها أنظمة متقدمة من حيث الربط والاتصال ، إلا أن الأسواق المالية كما هي عليه الآن ليست الأنموذج الأمثل الذي كانت تنشده الشريعة الإسلامية من أجل تحقيق الكسب الحلال، واستثمار المال ، وتنمية المدخرات بما يحقق الحلال الطيب ، ولذلك أولى أهل العلم الثقات عنايتهم واجتهادهم للوصول إلى صورة متكاملة لسوق مالية إسلامية تتلاءم مع الشروط والضوابط الشرعية.

وإن بلدنا الجزائر حفظها الله من كل سوء ، ما هي إلا لبنة من هذا العالم الإسلامي ، والتي ننشد أن يكون سوقها المالي يتواءم مع ما هو مشهود في باقي البلدان العربية والإسلامية - حتى لا نقول الغربية منها - والتي قطعت شوطا كبيرا ، وباعا طويلا في التعامل بالأوراق المالية ، وبرعت في تطوير تداول هذه الأوراق المالية ، وتنشيط أسواقها المالية ، من دون أن تنسلخ عن شريعتها وهويتها الإسلامية.

إن الغرض المرجو من هذا البحث ، هو إعطاء نظرة فاحصة عن ما هو عليه حال التعامل بالأوراق المالية في منظور الشريعة الإسلامية ، و واقع حال سوق الأوراق المالية في الجزائر بالخصوص ، مع الرغم من أن الظاهر من عنوان بحثنا الموسوم بـ ( التعامل بالأوراق المالية بين الشريعة والقانون ) جاء عاما ، إلا أنني اقتصرته في الجانب القانوني على ما جاء به التشريع الجزائري في هذا المجال ، ولتبيان ذلك كان لابد من الإجابة على إشكالية ذات شقين وهما :

**الإشكالية الأولى :** إلى أي مدى أسهمت الشريعة الإسلامية في تطوير التعامل بالأوراق المالية ؟.

**الإشكالية الثانية :** هل يضطلع التشريع الجزائري اليوم بدوره في تطوير سوقه المالي ، والرفع من

تعاملات الأوراق المالية فيه ، بما يتلاءم مع ما وصل إليه الموروث الفقهي الإسلامي ؟.

وللخوض في الإجابة عن هاتين الإشكاليتين ، تطلب الأمر مني أن انتهج منهجا استقرائيا ، ومقارنا في نفس الوقت ، أصبو من خلاله للوصول إلى الغاية من هذا البحث ، وذلك من إجراء مقارنة بين الإطار الشرعي للتعامل بالأوراق المالية ، والإطار القانوني للتعامل بالأوراق المالية - وفق ما جاء في التشريع الجزائري - ، والبحث فيما استنبطه فقهاء الشريعة في التعامل بهذه الأوراق ، واستقراء ما جاء في نصوص التشريع الجزائري عن واقع التعامل بالأوراق المالية في السوق المالية الجزائرية - البورصة - ، وطريقتنا في هذا البحث :

➤ التطرق إلى واقع السوق المالي في منظور الشريعة الإسلامية ، و واقع التعامل بالأوراق المالية في هذه السوق.

➤ إلقاء نظرة عن نشأة السوق المالية في الجزائر ، ومناقشة القوانين والمراسيم والأوامر مناقشة قانونية للبحث عن واقع تداول الأوراق المالية ، والتعامل فيها في هذه السوق.

ولذا بدأت بحثي في الفصل الأول بالتطرق إلى الإطار الشرعي للتعامل بالأوراق المالية ، وآثرت إلى أن أبدأ في مبحثه الأول وقبل الخوض في التعامل بهذه الأوراق ، إلى أن أعطي مفهوما عن السوق المالية في منظور الشريعة الإسلامية ، و ما هي الأدوات المالية التي يمكن تداولها في هذه السوق ؟ ، و ما هي البدائل الشرعية لبعض الأوراق المالية المحضرة شرعا ؟ ، ثم عرجت في الشق الثاني من الفصل إلى إجراءات تداول الأوراق المالية ، بداية من الهيئة الشرعية المخول لها تنظيم ومراقبة عمل السوق المالي ، وصولا إلى طرق تداول هذه الأوراق.

ثم تناولت في الفصل الثاني بداية بإعطاء نظرة عن تاريخ نشأة السوق المالية - البورصة - عامة وفي الجزائر خاصة ، ثم تعرضت إلى تعريف هذه السوق مبينا الأدوات المتداولة فيها ، وبينت من لهم الحق بإصدار هذه الأوراق المالية وفق ما رخص به التشريع الجزائري ، وبعده قمت باستقراء إجراءات التعامل بهذه الأوراق



المالية في الجزائر من لجنة تنظيم ومراقبة هذه السوق المالية - البورصة - ، ومن خول لهم المشرع الحق في تداول هذه الأوراق المالية.

و أما الخاتمة فسأحاول أن أخص فيما انتهيت إليه من خلال هذا البحث ، لكي أخرج باقتراحات وتوصيات ممكنة ، والتي أرجو أن تساعد الباحثين والمتمهين بموضوع الأسواق المالية والتعامل بالأوراق المالية ، بأخذ على الأقل بفكرة ولو مجملة عن الإطار الشرعي للتعامل بالأوراق المالية ، و واقع التعامل بهذه الأوراق في الجزائر.

بالإضافة وقبل أن يفوتني قمت بإنهاء بحثي بفهرس المصادر والمراجع التي اعتمدت عليها في غمار هذا البحث ، وأخيرا فهرسا عاما لموضوعات البحث.

وقد جاءت خطة بحثي كالاتي :

الخطة

المقدمة

الفصل الأول: الإطار الشرعي للتعامل بالأوراق المالية

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها وفق الشريعة

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية

المبحث الثاني: إجراءات التعامل بالأوراق المالية في الأسواق المالية الإسلامية

المطلب الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية الإسلامية وآلية عملها

المطلب الثاني: العمليات الواردة على الأوراق المالية وفق الشريعة الإسلامية

## الفصل الثاني: الإطار القانوني للتعامل بالأوراق المالية

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها وفق القانون

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية في الجزائر

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر

المبحث الثاني: إجراءات التعامل بالأوراق المالية في سوق الأوراق المالية بالجزائر

المطلب الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية بالجزائر وآلية عملها

المطلب الثاني: عمليات التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر

## الخاتمة

والله أسأل أن يعصمني من الخطأ والزلل في القول والعمل ، وأن يجعل هذا العمل خالصا لوجهه

الكريم ، إنه خير مسؤول ونعم المولى ونعم النصير.

# الفصل الأول

الإطار الشرعي للتعامل

بالأوراق المالية

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها وفق الشريعة

إن الأسواق المالية موجودة بوجود المجتمعات البشرية منذ القدم ، ولكنها كانت تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقية ، كما أن وسائل وأساليب بيع وشراء هذه السلع تتم بطريقة بدائية وبسيطة كتبادل سلعة بسلعة وهذا ما كان يسمى بالمقايضة ، وفي ظل التطور الحضاري الكبير تطورت الأسواق بشكل كبير وشهدت طفرة واسعة في السنوات الأخيرة و هذا بسبب التقدم التقني التكنولوجي الواسع ، ضف إلى ذلك تطور وسائل الاتصال حيث أصبح بإمكان البائع أو المشتري أن يبيع أو يشتري بمجرد إجراء اتصال هاتفي ، أو بواسطة وسطاء ، إلى أن وصلنا إلى ما يعرف بالتجارة الإلكترونية كإحدى نتائج هذا التطور ، لذلك فإن مفهوم السوق المالية أصبح لا يقتصر على مكان محدد أو على سلعة معينة ، أي أن المكان أصبح لا يشكل شرطاً أساسياً لعمليات البيع والشراء ، وعليه فالأسواق بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص تعد لب أي اقتصاد في العالم بغض النظر عن هوية هذا الاقتصاد أو مدى تقدمه ، بل هي المحرك الرئيسي للاقتصاد ، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها نحو قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي ، وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده مما يعود بالفائدة على المجتمع بأسره ، لذا أصبحت هذه الأسواق تمثل الوسيلة الرئيسية في توفير التمويل اللازم وذلك من خلال المؤسسات المالية المختلفة المتواجدة في هذه الأسواق ، وما تملكه من أدوات مالية متنوعة .

إلا أن ما يؤخذ على هذه الأسواق أن أساس تعاملها هو الربا المحرم شرعاً في ديننا الإسلامي ، ومن هنا ظهرت الحاجة إلى وجود سوق مالية إسلامية بديلة للسوق المالية الربوية يكون أساس تعاملها وفق الضوابط الشرعية ، ومن هنا جاء اهتمام الإسلام بالأسواق المالية حيث خصها بعنايته بما يتناسب مع دورها في حياة الأفراد و الدول ، ولذا لا بد لنا في البداية أن نتعرف على المفهوم العام لهذه الأسواق المالية من المنظور الشرعي.

### المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها وفق الشريعة

تعتبر السوق المالية الإسلامية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي ، ولذلك فهي تحظى بأهمية كبيرة بالنسبة للدول الإسلامية ، لذا كان الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ما سيتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة ، وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية.

#### المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية

إن لفظ السوق المالية مصطلح مركب من كلمتين ، هما: السوق و المال ، وعليه يحسن التعريف بهما قبل التعريف بالسوق المالية ثم نلج إلى تعريف السوق المالية الإسلامية.

#### الفرع الأول: تعريف السوق

تقبل تعريف السوق لا مناص من اللجوء إلى التعريف اللغوي للسوق ، ومن بعد نتعرف على التعريف الاصطلاحي .

#### أولاً : تعريف السوق في اللغة

تعرف السوق لغة : موضع البياعات<sup>1</sup>. (جمع بياعة ، بالكسر، وهي السلعة)<sup>2</sup>.

قال ابن سيده<sup>1</sup>: ( السوق : التي يتعامل فيها تذكر وتؤنث والجمع أسواق ) ، وفي القرآن الكريم قال تعالى ﴿ وَمَا أَرْسَلْنَا قَبْلَكَ مِنَ الْمُرْسَلِينَ إِلَّا إِنَّهُمْ لَيَأْكُلُونَ الطَّعَامَ وَيَمْشُونَ فِي الْأَسْوَاقِ ۗ وَجَعَلْنَا

<sup>1</sup> - محمد بن أحمد الأزهرى ، تهذيب اللغة ، تحقيق عبد السلام هارون ، الدار المصرية للتأليف والترجمة ، 1964 ، الجزء 9 ، ص 232.

<sup>2</sup> - محمد يعقوب الفيروز آبادي ، القاموس المحيط ، مؤسسة الرسالة ، بيروت ، ط 5 ، 1996 ، مادة البيع ص 911.

بَعْضُكُمْ لِبَعْضٍ فِتْنَةٌ أَتَصْبِرُونَ ۗ وَكَانَ رَبُّكَ بَصِيرًا ﴿٢﴾ ، وتصغير السوق: سويقة ، سميت السوق سوقا لأن التجارة تجلب إليها ، وتساق المبيعات نحوها ، وتسوق القوم إذا باعوا واشتروا ، وسوق فلانا أمره بمعنى ملكه إياه ، وأما سوق البضاعة بمعنى طلب لها سوقا فهي محدثة<sup>3</sup> .

### ثانيا: تعريف السوق اصطلاحا

تستعمل كلمة السوق في الاصطلاح الاقتصادي المعاصر بمجرد وجود تعامل على سلعة أو خدمة معينة لإطلاق لفظ السوق ، سواء قد تم هذا التعامل بالالتقاء المباشر بين الباعين والمشتريين ، أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال : كالبريد ، والهاتف ، والانترنت ، وغيرها ، وقد عرف بن حجر العسقلاني السوق : " هو اسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع ، فلا يختص الحكم المذكور بالمكان المعروف بالسوق مكانا معيننا تباع وتشتري فيه الأشياء ، بل يعم كل مكان يتم فيه التبايع "<sup>4</sup> ، ويعرفه الاقتصادي الإنجليزي مارشال " لا يقصد الاقتصاديون باصطلاح السوق مكانا معيننا تباع وتشتري فيه الأشياء ، بل كل الإقليم الذي يكون فيه الباعون والمشترون على اتصال حر ، يؤدي إلى مساواة أثمان السلع التي من نوع واحد وبسهولة وبسرعة "<sup>5</sup> .

وعليه فالسوق بمعناه الاصطلاحي ليس له مكان معين خاص به ، إذ يكفي وجود صلة بين البائع والمشتري الذين تتلاقى رغباتهم في تبادل سلعة معينة ، أو خدمة محددة لإطلاق لفظ السوق.

ومما سبق يمكن توضيح مفهوم السوق في الاصطلاح من خلال ما يأتي:

<sup>1</sup> - هو أبو الحسن علي بن إسماعيل ، المعروف بابن سيده المرسي ، كان إماما في اللغة والعربية ، حافظا لهما وقد ألف في ذلك كتاب (الحكم) ، وكتاب (المخصص) ، وكتاب الأنيق وكان ضريرا مات سنة 458هـ وعمره ستون سنة . انظر محمد بن أحمد الذهبي ، سير أعلام النبلاء ، مؤسسة الرسالة، بيروت ، لبنان ، ط11 ، 2001، ج18، ص144-146 .

<sup>2</sup> - سورة الفرقان، الآية 20.

<sup>3</sup> - محمد يعقوب الفيروز آبادي ، المرجع السابق ، مادة البيع، ص1157.

<sup>4</sup> - أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، فتح الباري بشرح البخاري، الجزء4، المكتبة السلفية، مصر ، 2001، ص431.

<sup>5</sup> - يسري محمد أبو العلا، المعاملات الاقتصادية للأسواق في النظام الإسلامي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 258.

- 1- الشرط في السوق أن يكون هناك اتصال وثيق بين الباعين والمشتري ، سواء حصل هذا الاتصال بالمقابلة المباشرة ، أو عن طريق الهاتف ، أو شبكة المعلومات ( الانترنت ) ، أو بالمراسلات ، أو غير ذلك من الوسائل ، وعلى ذلك فلا يشترط في السوق أن تكون مكانا معيناً<sup>1</sup>.
- 2- كما يمكن أن تكون السوق محلية ، ويمكن أن تكون على مستوى الدولة الواحدة، كما يمكن أن تكون على مستوى العالم ، فتوصف بأنها عالمية ، مثل سوق الذهب ، وسوق البترول.
- 3- وحدة الثمن للسلع المتماثلة ، وهو ما يتم كلما كان الباعون والمشترون أكثر اتصالا ببعضهم ، وكانت حرية المنافسة سائدة بينهم ، على أنه لا يؤثر في ذلك اختلاف الثمن الذي يرجع إلى اعتبارات معينة ، مثل مصاريف النقل والشحن أو نحو ذلك .

### الفرع الثاني : تعريف المال

لقد عنت الشريعة الغراء بالمال وجعلته من مقاصد الشريعة الخمس ، وفي موضوعنا هذا سنتحدث عنه لأنه هو عصب نشاط السوق ، لذا سندرس التعريف به من جانبه اللغوي والاصطلاحي ، وفي الأخير نوضح المعنى الشرعي له كالاتي.

### أولا : تعريف المال في اللغة

عرف المال في لغة العرب بأنه كل ما يقع عليه الملك من جميع الأشياء . جاء في لسان العرب (المال معروف : ما ملكته من جميع الأشياء )<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - عبد العزيز فهمي هيكل ، موسوعة المصطلحات الاقتصادية و الإحصائية ، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1987، ص543.

قال أبو عمر بن عبد البر<sup>2</sup>: "المعروف من كلام العرب أن كل ما تمول وتملك فهو مال " واستشهد لذلك بشواهد منها قوله صلى الله عليه وسلم "يقول ابن آدم : مالي مالي ، قال : وهو لك يا ابن آدم من مالك إلا ما أكلت فأفنيته ، أو لبست فأبليت ، أو تصدقت فأمضيت "<sup>3</sup>. ثم قال : وهذا أبين من أن يحتاج فيه إلى استشهاد<sup>4</sup>.

كما يطلق المال على الصامت من الذهب والفضة ، ويقصد بأموال العرب : أنعامهم ، وبعض العرب - وهم دوس - يخصون المال بالثياب والمتاع ، وقد جاء ذلك في كلام أبي هريرة رضي الله عنه وهو من قبيلة دوس فقد أخرج مالك رحمه الله في موطنه عن أبي هريرة رضي الله عنه قال : "خرجنا مع رسول الله صلى الله عليه وسلم عام خيبر فلم نغنم ذهباً ولا ورقاً ، إلا أموالاً : الثياب والمتاع "<sup>5</sup>.

### ثانياً : تعريف المال اصطلاحاً

يطلق المال على كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع كما يعد كل ما يقوم به بالثمن مالا ، أيا كان نوعه أو قيمته ، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> - محمد بن مكرم بن منظور ، لسان العرب ، دار صادر ، بيروت ، ط1 ، 1990 ، مادة (مول) ج 11 ، ص635.

<sup>2</sup> - هو أبو عمر يوسف بن عبدالله بن محمد بن عبدالبر بن عاصم النمري ، القرطبي ، المالكي الحافظ ، أنظر د- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، من أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع ، المملكة العربية السعودية ، ط1 ، 2005 ، ج1 ، ص30.

<sup>3</sup> - مسلم بن الحجاج القشيري ، صحيح مسلم ، بيت الأفكار الدولية ، الرياض ، 1998 ، مجلد واحد ، كتاب الزهد و الرقائق ، قم 2958 ، ص1187.

<sup>4</sup> - د-مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، المرجع السابق ، ص30.

<sup>5</sup> - الإمام مالك بن أنس ، الموطأ ، تحقيق ، نجيب ماجدي ، المكتبة العصرية ، صيدا ، بيروت ، ط2000 ، رقم 997 ، ص259.

<sup>6</sup> - د. شوقي عبده الساهي ، المال وطرق استثماره في الاسلام ، المكتبة الفيصلية ، مكة المكرمة ، ط2 ، 1984 ، ص23.



ثالثاً: تعريف المال شرعاً

هو كل ما يمكن حيازته والانتفاع به على وجه معتاد، أو هو اسم لما يباح الانتفاع به حقيقة وشرعاً ، وقد ذكر لفظ المال في نصوص القرآن والحديث ، مثل قول الله تعالى ﴿ وَأَتَوْهُمْ مِّن مَّالِ اللَّهِ الَّذِي آتَاكُمْ ۗ ١ ﴾ ومعنى الأمر للاستحباب في بذل قدر من المال للمكاتب ، والمقصود بالمال كل ما يملك مما هو متعارف عليه ، وأن المالك الحقيقي لكل الأشياء هو الله ، وأما الإنسان فإنما هو مخول فيما امتلكه من مال الله الذي منحه إياه ، وقال تعالى ﴿ الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا ۗ وَالْبَاقِيَاتُ الصَّالِحَاتُ خَيْرٌ عِندَ رَبِّكَ ثَوَابًا وَخَيْرٌ أَمْلاً ٢ ﴾ .

و الفائدة من ضبط ماهية المال في الاصطلاح الشرعي هي الحصول على أحكام محددة وواضحة في القضايا المتعلقة بالمال، فما لا ينتفع به شرعاً لا يعد مالا، وما لا يمكن حيازته لا يعد مالا.

1-تعريف المال في الفقه

يعرف المال عند الشافعية والمالكية : ما يملك ويمكن الانتفاع به ، فيدخل في تعريفه المنافع مثل: سكنى الدار فإنها تعد مالا، وأما ما لا يمكن حيازته فلا يعتبر مالا ولو أمكن الانتفاع به كالهواء وضوء الشمس وحرارتها ، وأما ما يمكن حيازته فيعد مالا كالحيوان في الفلاة ، والسماك في الماء ، والطير في الهواء ، والعرف هو الذي يحدد ما هو مال شرعاً وما ليس بمال واختلاف الفقهاء في تحديد ماهيته يرجع إلى الاجتهاد الذي تبناه العرف ، فالمال عند الجمهور هو كل ما له قيمة يلزم متلفه ضمانه ، وأما عند الحنفية فإنهم يفرقون بين المال وبين الملك ، فالمال عندهم : ما يملك من الأعيان ويمكن ادخاره لوقت الحاجة ، وأما الملك فهو المنافع

<sup>1</sup> - سورة النور، الآية 33.

<sup>2</sup> - سورة الكهف، الآية 46.

والحقوق فمنافع الأعيان كسكنى الدار وركوب الدابة لا تعد مالا لعدم إمكان إحرازه ، والحقوق كحق الحضانة وحق الولاية وحق التأليف وحق الاختراع وغيرها لا يعد مالا عند الحنفية .

## 2-تعريف المال عند الحنفية

ذكر في البحر الرائق ما روي عن محمد بن الحسن أن المال: كل ما يملكه الناس من نقد وعروض وحيوان وغير ذلك، إلا أنه يتبادر في العرف من اسم المال: النقد أي: الذهب والفضة ، و العروض<sup>1</sup>. وذكر ابن عابدين في باب زكاة المال: أن المراد بالمال: غير السائمة لأن زكاتها غير مقدرة به<sup>2</sup>.

فالمال : ما يمكن تملكه شرعا من كل شيء وكل ما يمكن **وحيازته** وإحرازه والانتفاع به عادة. فلا يعد مالا ما لا يمكن حيازته كالأموار المعنوية مثل العلم والصحة. وكل ما لا يمكن الانتفاع به لا يعد مالا كلحم الميتة والطعام المسموم والخضر العفنة.

## 3-تعريف المال عند جمهور الفقهاء

يعرف المال عند جمهور الفقهاء سوى الحنفية بأنه: هو كل ما يمكن **حيازته** والانتفاع به على وجه معتاد. أو هو اسم لما يباح الانتفاع به حقيقة وشرعاً. أو هو: كل ما له قيمة مالية يلزم متلفه ضمانه. فيشترط أن يكون له قيمة مالية يثبت بها **الضمان** على من أتلفه قليلا كان أو كثيرا، وأن يكون مملوكا، وأن يكون الانتفاع به **مباحا** شرعا، أما ما كان الانتفاع به **حراما** شرعا كالخمر ولحم الخنزير والميتة فإنه لا يكون مالا.

فالمنافع عند الجمهور تعد مالا إذ ليس من الواجب في المال إمكان إحرازه بنفسه ، بل يكفي بإمكان حيازته بجيازة أصله ولا شك أن المنافع يمكن حيازتها ، فالمستأجر للدار يملك حق الانتفاع بالسكنى ، ولا

<sup>1</sup> - زين الدين بن إبراهيم ابن نجيم ، البحر الرائق شرح كنز الدقائق ، دار الكتاب الإسلامي ، ط 2 ، الجزء 2 ، ص 243.

<sup>2</sup> - محمد أمين بن عمر ابن عابدين ، رد المحتار على الدر المختار، دار الكتب العلمية ، 1992 ، ص 296.

يملك الدار. فالمنافع والحقوق عند الجمهور هي مال ، لأنها هي المقصودة من الأعيان، ولولاها لما رغب الناس فيها.

### الفرع الثالث : تعريف السوق المالية الإسلامية

بعد التطرق في الفرع السالف إلى مفهوم كل من السوق والمال كل على حدا ، وقبل الخوض في تعريف السوق المالية الإسلامية سنعطي تعريفا عاما للسوق المالية ثم من بعدها نتحدث عن هذه السوق من منظورها الإسلامي.

#### أولا : تعريف السوق المالية

قد وردت تعريفات كثيرة بينت مفهوم وحقيقة الأسواق المالية منهم من عرفها " الجهاز أو المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض وبالوحدات ذات العجز " <sup>1</sup> ، وتعريف آخر يرى بأنها " المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية ، من خلال إجراءات قانونية ، وإدارية ، ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي " <sup>2</sup> ، ومنهم من يعرفها " بالإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشترتها بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع ، أو المكان الذي يتم فيه ، بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه " <sup>3</sup> ، وما يمكن أن يصاغ من تعريف من خلال التعاريف السابقة : " أن السوق المالية هي الإطار أو المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض التمويلي والوحدات ذات

<sup>1</sup> - أحمد أبو الفتوح الناقه، نظرية النقود و البنوك والأسواق المالية ،مؤسسة شباب الجامعة ، مصر، 1998، ص16.

<sup>2</sup> - محمد عثمان إسماعيل حميد ، أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار النهضة، مصر، 1993، ص41.

<sup>3</sup> - محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية ، دار وائل ، الأردن ، 2006 ، ص164.

العجز التمويلي ، من خلال إصدار أدوات مالية معينة ، وقد يكون هذا الاتصال إما بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق وسائل الاتصال المختلفة كالهاتف ، البريد ، الانترنت...الخ<sup>1</sup>.

### ثانيا : تعريف السوق المالية الإسلامية

وردت عدة تعريفات للسوق المالية الإسلامية ومنها " أسواق لتبادل الثروات المالية التي ترتبط قيمتها بحركة الأموال في المستقبل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية ، وتعتمد على المشاركة في الربح والخسارة " كما تعرف أنها " سوق تقوم على الالتزام الشرعي في كل عناصر السوق من بضاعة وحقوق للمتعاملين وأساليب إجراء الصفقات والمعاملات دون التقيد بوجود مكان معين "<sup>2</sup> ، وقد عرفها بعضهم " بأنها سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعا وشراء لمختلف الأوراق المالية ، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة " ، والمقصود بالسوق المنظمة أنها تخضع لقوانين ولوائح تنظم إدارتها وتحكم عملياتها ، ويقصد بالتعامل الشرعي أن يجري التداول على أوراق مالية يصح إصدارها شرعا وبصيغ مشروعة ، و أن تتم كافة عملياتها وفق الإطار الشرعي للمعاملات ، أما بخصوص دور هذه السوق المالية الإسلامية يتجسد في المساهمة بإحداث تنمية اقتصادية وهذا من خلال تجميع المدخرات وتمويل المشروعات الناجحة<sup>3</sup>.

ومن مجمل هذه التعاريف يمكننا أن نرى هذه الجوانب المختلفة للسوق المالية الإسلامية:

<sup>1</sup> - شافية كتاف ، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة سطيف 1 ، 2013-2014 ، ص9.

<sup>2</sup> - ولد عالي محمد أمين ، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية ، دار بن حزم ، بيروت ، 2011 ، ص120.

<sup>3</sup> - أحمد محي الدين أحمد ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي ، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي ، مجموعة دلة البركة ، إدارة التطوير والبحوث ، قسم البحوث والدراسات الشرعية ، الكتاب 2 ، ص24.

1- أن السوق المالية الإسلامية تستمد مفهومها من مفهوم السوق المالية بشكل عام ، لأنها تمثل الآلية

التي يتم

منها حشد وتجميع المدخرات من أصحاب الفائض التمويلي (المستثمرين) وتحويلها إلى أصحاب العجز

التمويلي (المدخرين) ، وهذا من خلال إصدار أدوات مالية معينة وتداولها ( مع الاستعانة بالوسطاء ) .

2- يجب أن تكون الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالية الإسلامية تتوافق وأحكام الشريعة

الإسلامية إصدارا وتداولاً .

3- يجب أن تكون كل العمليات و المعاملات التي تتم في السوق المالية الإسلامية خالية من كافة

المخالفات الشرعية كالغش ، والجهالة ، والغرر، والاحتكار ، المقامرة...الخ .

4- أن تهدف السوق المالية الإسلامية إلى المساهمة الفعلية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية

بالأخص في

البلدان الإسلامية ، وهذا من خلال تركيزها على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي .

**المطلب الثاني : الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية**

إن ما يتداول في سوق رأس المال الإسلامية نوعان من الأدوات أو الأوراق المالية ، أحدهما يعبر عن الملكية

وهي الأسهم ، والآخر يعبر عن المديونية وهي السندات وتحديد المنظور الإسلامي لها وما يهمنا في الجانب

الشرعي ما يسمى بالصكوك الإسلامية .

**الفرع الأول: التعريف بالأسهم وأنواعها وحكمها الشرعي**

من خلال هذا الفرع سنبين تعريف الأسهم من النظرة الشرعية وكل أنواعها بالإضافة إلى الأحكام الشرعية الواردة عليها بالتدقيق.

### أولاً : التعريف بالأسهم وأنواعها

#### 1-التعريف :

إن السهم هو جزء من رأس مال شركة المساهمة ، حيث يقسم رأس مال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية ، بحيث يمثل كل جزء منها سهم ، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له ، وعرف بأنه " عبارة عن صكوك متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة ، وقابلة للتداول بالطرق التجارية ، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها ، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة"<sup>1</sup>.

فالسهم هو حق الشريك في الشركة ، ولهذا السهم قيمة اسمية ، وقيمة إصدار ، وقيمة حقيقية ، وقيمة سوقية ، وقيمة تصفية وما يهمننا هنا في دراستنا .

➤ القيمة الاسمية هي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة ، وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكه ، ومجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم تكون رأس مال الشركة .

➤ قيمة الإصدار و هي القيمة التي يصدر بها السهم ، وهذا سواء عند تأسيس الشركة ، أو في حالة زيادة رأس المال ، وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب - وقد تكون أكثر منها - .

➤ القيمة السوقية وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق المالي ، وهذه القيمة تتغير بقانون السوق بحسب حالة العرض والطلب ، وهي تتأثر بوضع الشركة الخاص ، أو بالوضع الاقتصادي العام ، وقد تكون هذه القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية ، كما قد تكون أقل أو أعلى منها .

<sup>1</sup> - وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دمشق، سوريا، دار الفكر، ط1، 2002، ص366.

2- أنواعها :

تنقسم إلى عدة أنواع وهذا باعتبارات مختلفة .

1- بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك وهي إما نقدية تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقودا ، والأسهم العينية التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا ( كأرض، أو مبنى، أو بضاعة ، أو مصنع ) .

2- بالنظر إلى شكلها وهي أسهم اسمية تحمل اسم مالكة بحيث يدون اسم المالك على شهادة السهم ، وأسهم لحاملها وهي التي لا يذكر فيها اسم مالكة ، بل يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها حيث يعتبر حاملها مالكة ، والسهم لأمر وهو الذي يذكر فيه اسم مالكة مع النص على كونه لإذنه أو لأمره.

3- بالنظر إلى حقوق حملتها وهي أسهم عادية يتكون منها رأس مال الشركة ، وتحول حاملها حقوق منها جملة من الحقوق منها : حق حضور الجمعية العامة للشركة ، وحق التصويت على قراراتها ، وحق الترشح للعضوية في مجلس الإدارة (إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم)، وحق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها ، وله حق الإطلاع على دفاتر وأوراق الشركة وحق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر، والأسهم الممتازة أو كما يعبر عنها بالفضلة وهي أسهم يكون لحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح ، ولهم حق الأولوية في الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية ، ومنها أسهم ممتازة مجمعة أو متراكمة الأرباح ، وأسهم ممتازة مشاركة في الأرباح ، وأسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

4- بالنظر إلى استهلاكها واسترداد قيمتها ، وهي أسهم رأس مال التي يقدمها المساهم للشركة ، ولا ترجع إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة أي لا تستهلك قيمتها<sup>1</sup> ، وأسهم التمتع أو الاستهلاك وهي أسهم استهلكت قيمتها الاسمية إلى المساهم تدريجياً ، أو دفعة واحدة أثناء حياة الشركة وهو ما يسمى بإطفاء السهم.

### ثانياً : الحكم الشرعي للأسهم

**1- الأسهم النقدية :** أجمع الفقهاء على جواز الشركة بالأثمان المطلقة التي لا تتعين في المعاوَضات كالنقدين ، قال ابن رشد : " فأما محل الشركة فمنه ما اتفقوا عليه ومنه ما اختلفوا فيه ، فاتفق المسلمون على أن الشركة تجوز في الصنف الواحد من العين أعني الدينار و الدرهم " ، وإذا كان الفقهاء قد نصوا على جواز الشركة بالدرهم والدينار ، لأن الناس تعارفوا عليها وجعلوها قيماً للأموال وأثماناً للمبيعات ، ولذلك رأى بعض الفقهاء من الحنفية والمالكية جواز الشركة بالفلوس لأنها العملة الرائجة ويجعلها مقبولة بين الناس ويمكن تداولها كأثمان للمبيعات<sup>2</sup> ، وقال شيخ الإسلام ابن تيمية : " وأما الدرهم والدينار فما يعرف له حد طبيعي ولا شرعي بل مرجعه إلى العادة والاصطلاح ، وذلك لأنه في الأصل لا يتعلق المقصود به بل الفرض أن يكون معياراً لما يتعاملون به ، والدرهم والدينار لا تقصد بنفسها بل هي وسيلة إلى التعامل بها ، ولهذا كانت أثماناً بخلاف سائر الأموال ، فإن المقصود الانتفاع بها نفسها فهذا كانت مقدرة بالأموال الطبيعية أو الشرعية ، والوسيلة المحضة التي لا يتعلق بها غرض لا بمادتها ولا بصورتها يحصل بها المقصود كيف ما كانت " <sup>3</sup>.

### 2- أما الأسهم العينية جاءت الآراء فيها مقسمة إلى :

<sup>1</sup> - سليم قط ، مفاضلة بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة مقارنة- ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة بسكرة 2015-2016 ، ص 204.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه ، ص 201.

<sup>3</sup> - أحمد بن تيمية ، مجموع الفتاوى شيخ الإسلام ابن تيمية ، جمع وترتيب عبد الرحمان ابن محمد بن قاسم ، وزارة الشؤون الإسلامية والأوقاف والدعوة والإرشاد بالمملكة العربية السعودية ، الجزء 19 ، ص 251-252.



➤ **الرأي الأول :** ذهب الإمام مالك والإمام أحمد بن حنبل إلى جواز الشركة بالأسهم العينية ، وهذه الأسهم أو الحصص العينية في القانون الوضعي يعبر عنها في الفقه الإسلامي باصطلاح الشركة بالعروض ، وقد ورد في التاج والإكليل<sup>1</sup>: " الشركة بالعرضين من صنف واحد جائزة شرعا... " وذكر في المغني "وعن أحمد رواية أخرى عن الشركة والمضاربة تجوز بالعروض وتجعل قيمتها وقت رأس المال ، قال أحمد : إذا اشتركا في العروض يقسم الربح على ما اشترطا ... " وقد بين في المغني وجه جواز الشركة بالعروض فقال : "لأن المقصود الشركة جواز تصرفها في المالين جميعا وكون ربح المالين بينهما ، وهذا يحصل في العروض كحصوله في الأثمان فيجب أن تصح الشركة والمضاربة بهما كالأثمان " بمعنى هذا الرأي أجاز العروض مطلقا دون شرط التشابه أو الاختلاف.

➤ **الرأي الثاني :** ذهب الأحناف والحنابلة في ظاهر المذهب إلى القول بعدم صحة الشركة بالعروض مطلقا ودليلهم في ذلك ما روي عن رسول الله صلى الله عليه وسلم : " لا يجل سلف ولا بيع ، ولا شرطان في بيع ، ولا ربح ما لم يضمن ، ولا ما ليس عندك "<sup>2</sup>، ووجه الدلالة في ذلك أن الشركة بالعروض تؤدي إلى الربح بدون ضمان ومن المعلوم بأن الربح يتطلب المال ، أو العمل ، أو الضمان ، ففي حالة ما إذا باع كل واحد من المتشاركين رأس ماله واختلف الثمنان فإن أحدهما سيحصل على زيادة في الربح بقدر زيادة رأس ماله عن صاحبه وهذا الربح يكون بما لم يضمن ، وما لم يملك بخلاف الدراهم والدنانير ، ضف إلى أن قيمة العروض وتقويمها تختلف باختلاف المقومين، ويؤدي ذلك إلى الجهالة ، والجهالة تفضي إلى المنازعة والفساد، وهذا غير جائز شرعا .

<sup>1</sup> - محمد بن محمد المغربي ، المعروف بالخطاب ، مواهب الجليل لشرح مختصر خليل - التاج والإكليل - ، تحقيق زكريا عميرات ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، لبنان ، ط1 ، 1995 ، ص458.

<sup>2</sup> - أبو عيسى محمد بن عيسى الترمذي ، سنن الترمذي (جامع الترمذي)، دار السلام ، الرياض ، المملكة العربية السعودية ، ط 1 ، 1999 ، كتاب البيوع، باب ما جاء في كراهية بيع ما ليس عنده، رقم 1234 ، ص 300.

➤ **الرأي الثالث :** ما يراه الشافعية ومحمد بن الحسن من الأحناف أنه تصح الشركة في المثليات من العروض وذلك لأن المثلي إذا اختلط بجنسه ارتفع معه التمييز فأشبهه بالنقدين.

➤ **والراجع حسب ما يراه كثير من الفقهاء والباحثين المعاصرين هو الرأي الأول** وهذا بظهور النقود كوسيط دائما قد قضى على سبب الخلاف في المسألة والواقع يؤكد أن معظم الشركات صارت تتم وفق الحصص النقدية ، وفي حالة ما إذا اقتضت أن تكون الشركة بالأسهم العينية فإنها تخضع لمعايير دقيقة لتقييم العروض بالأثمان والنقود تقييما يرفع التمييز والتفاضل بين الأعيان ، وعليه تصبح الحصة العينية تحت ضمان الشركة بمجرد تقديمها ، ومن ثم يجوز تقديم الحصة العينية طالما يمكن معاينتها وتقويمها تقويما صحيحا في صورة نقدية<sup>1</sup>.

**3-حكم إصدار الأسهم الاسمية :** إصدار هذا النوع من الأسهم جائز واستدل على جوازها بأنها صكوك تحمل اسم صاحبها ، وتثبت ملكيته لها ، وهذا هو الأصل في الشركة شرعا ، لأن الشريك هو الذي ساهم في الشركة بتقديم حصة فيها فهو الذي يملك الأسهم ، وهو بدوره الذي له الحق في أن تحمل الصكوك المثبتة لحقه اسمه<sup>2</sup> ، ومن باب الفائدة فإن حفظ الحقوق عن طريق توثيقها بالكتابة جاء الأمر به في الديون وهذا في قوله تعالى ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ ۗ ﴾<sup>3</sup>.

ومع ذلك فقد ذهب جمهور أهل العلم إلى أن هذا ليس بواجب<sup>4</sup> ، لقوله تعالى ﴿ فَإِنْ أَمِنَ بَعْضُكُم بَعْضًا فَلْيُؤَدِّ الَّذِي أُؤْتِمِنَ أَمَانَتَهُ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ ۗ ﴾<sup>5</sup>. هذا في مسألة الديون ، أما في غير ذلك خارج الديون

<sup>1</sup> - سليم قط ، المرجع السابق ، ص200.

<sup>2</sup> - د.عبد العزيز عزت الحياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي ، مؤسسة الرسالة ، بيروت ، ط2 ، 1983 ، ص220.

<sup>3</sup> - سورة البقرة ، الآية رقم 282.

<sup>4</sup> - محمد بن أحمد الأنصاري القرطبي ، الجامع لأحكام القرآن ، دار إحياء التراث العربي ، بيروت ، لبنان ، ط2 ، 1985 ، الجزء3 ، ص383.

<sup>5</sup> - سورة البقرة الآية 283.

، فالنص الشرعي واضح في عدم الكتابة لقوله تعالى ﴿إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً حَاضِرَةً تُدِيرُونَهَا بَيْنَكُمْ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَلَّا تَكْتُبُوهَا﴾<sup>1</sup>.

ومما يستفاد من هذه الفائدة أن الشارع رغب في حفظ الحقوق وتوثيقها عموماً ، ويكون ذلك بالكتابة ونحوها مطلوباً شرعاً ، لكنه ليس بواجب ، والمستخلص مما سبق قوله إن الشارع لما رغب في توثيق الحقوق وحفظها بالكتابة وغيرها ، ولكنه لم يحدد لذلك شكلاً معيناً ، فإذا تم ذلك في شركات المساهمة وهذا بإصدار أسهم مكتوب عليها أسماء الشركاء ، كان هذا الأمر جائزاً حتى وإن لم تكتب الأسماء أصلاً لا في الصكوك ولا في غيرها فإن ذلك جائز .

#### 4-حكم إصدار الأسهم لحاملها : هذا النوع من الأسهم اختلف في حكم إصداره على قولين بالجواز

وهذا ما جاء به قرار مجمع الفقه التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بنصه " بما أن المبيع في السهم لحامله هو حصة شائعة في موجودات الشركة ، وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة ، فلا مانع شرعاً من إصدار أسهم في الشركة بهذه الطريقة وتداولها"<sup>2</sup>.

أما القول الثاني بعدم الجواز فقد أخذ به جملة من الباحثين المعاصرين نذكر من أبرزهم الدكتور عبد العزيز الخياط ، وقد جاء رأيهم واضحاً في توصيات ندوة الأسواق المالية من الواجهة الإسلامية المنعقدة في الرباط<sup>3</sup> ، فقد ذهب الدكتور عبد العزيز الخياط إلى القول بفساد الشركة التي تصدر أسهماً لحامله بقوله : "وعلى هذا فيجب اعتبار الأسهم لحامله في أية شركة باطلة ، ويجب رد قيمتها إلى من ساهم فيها أولاً ، أو استبدالها بأسهم اسمية ، فإذا لم تفعل الشركة ذلك كانت شركة فاسدة"<sup>4</sup> ، وقد استدلووا بعدم الجواز بما يأتي:

<sup>1</sup> - سورة البقرة الآية 282.

<sup>2</sup> - د.مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، المرجع السابق ، ص178.

<sup>3</sup> - المرجع نفسه ، ص178.

<sup>4</sup> - د.عبد العزيز عزت الخياط ، المرجع السابق ، ص221.

- أن في هذا النوع من الأسهم من جهالة الشريك ، فقد يكون هذا الشريك فاقدا للأهلية .  
- إصدار الأسهم لحاملها يؤدي إلى النزاع والخصومة ، وهذه مفسدة والقاعدة تقول بأن درء المفسدة أولى من جلب المصلحة .

- أن هذا النوع من الأسهم يؤدي إلى إضاعة الحقوق في حال سرقتها أو ضياعها .  
والقول المرجح القول بالجواز وذلك لأن الصك لا يعدو أن يكون وثيقة لإثبات الحق ، ولما كانت الكتابة في أصلها غير واجبة شرعا فإنه لم يلزم إذا هي وجدت أن تلزم صفة بعينها ، وقد رد المرجحين للجواز على أدلة المانعين بأن : في القول بجهالة الشريك فإنه لا يصح ما ذكر من جهالة الشريك لأن الشريك معلوم في ابتداء الشركة ومعلوم عندما يشتري السهم ، ومعلوم عندما يتقدم بالسهم حاملا له ، فكيف تجهل أهليته ؟ أما مسألة النزاع والخصومة في حالة ما إذا استولى عليها مغتصب أو ضاعت ، فإنه يناقش على أنه يعتبر مالكا من جهة الظاهر ، لكون اليد دليل الملك - الحيازة في المنقول سند الملكية - فإذا أقام مالكا البينة على أنها ملكه حكم له بها.

ومع ذلك كله فإن الأولى عدم إصدار هذا النوع من الأسهم ، لما قد يؤدي إليه من المخاذير المذكورة من استيلاء غير مالكا عليها ، مع قدرة المالك على إثبات حقه ، وبالخصوص أنه قد لا يعلم غاصبه أو سارقه بعينه حتى يقيم عليه الدعوى ، والمهم في ذلك كله أن التحريم حكم شرعي ، لا يصار إليه إلا بدليل واضح<sup>1</sup>.

#### 5- الأسهم لأمر (الإذنية) : هذا النوع من الأسهم جائز من غير خلاف لأن الشريك يكون معروفا في

مبتدأ الشركة وهو لا يحول السهم إلا إلى شخص معروف لديه .

#### 6- الأسهم العادية : أسهم مشروعة ويجوز إصدارها ، فصاحب السهم العادي شريك بطريقة شرعية لا

محذور فيها ، ولا خلاف بين جمهور الفقهاء عليها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - د.مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، المرجع السابق ، ص183.

**7- الأسهم الممتازة :** وفيها الأسهم الممتازة ذات الأولوية في الأرباح ، وذات الأولوية في أموال الشركة عند تصفيتها ، فالحكم فيها التحريم وعدم الجواز و به صدر مجمع الفقه التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورة مؤتمره السابعة : " لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية ، تؤدي إلى ضمان رأس المال ، أو ضمان قدر ربح ، أو تقديمها عند التصفية ، أو عند توزيع الأرباح ، ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية ، أو الإدارية "2، واستدلوا في ذلك على ما يأتي : بأن أصحاب الأسهم الممتازة ليس لهم مال أو عمل زائد يستحقون به هذه الزيادة في الربح ، كما أن النسبة الثابتة من الأرباح التي يتحصلون عليها حقيقتها ربا - زيادة بلا مقابل - زيادة إلى الضرر اللاحق بالمساهمين الآخرين وظلم لهم وبخس لحقوقهم ، وذلك غير جائز شرعا ، ضف إلى ذلك أن الشركة تقوم على المخاطرة إما ربح وإما خسارة والخسارة تكون في رأس المال ، فإذا ضمن لأصحاب هذه الأسهم حق استرجاع قيمتها كان منافيا لمعنى الشركة وفيه ضرر للشركاء وهو غير جائز شرعا .

السهم الممتازة ذات الصوت المتعدد والقول فيها بالجواز إذا كان هذا الامتياز في التصويت لغرض صحيح مثل أن يكون صاحبه معروفا بسداد الرأي ، أو الخبرة بشرط أن يكون ذلك منصوبا عليه في نظام الشركة ، والامتياز الجائز أيضا هو منح صاحب السهم حق أولوية في الاكتتاب باسم الشركة الجديدة لأنه من الشركاء الأولون و لا يصح أصلا إصدار أسهم جديدة دون موافقتهم .

**8- أسهم رأس المال :** هذا النوع هو الأصل و القاعدة في الشركات في الإسلام وهذا النوع جائز

شرعا.

<sup>1</sup> - أحمد محي الدين احمد ، المرجع السابق ، ص178.

<sup>2</sup> -د.مبارك بن سليمان آل فواز ، الأسواق المالية من منظور إسلامي ، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز ، المملكة العربية السعودية ، ط 1 ، 2010 ، ص 23 .

**9- أسهم التمتع ( الاستهلاك ) :** فهي جائزة في ثلاثة حالات ، بأن يعطي المساهم القيمة الاسمية أقل من القيمة الحقيقية يبقى له الحق في موجودات الشركة حسب النسبة الباقية من قيمة أسهمه غير المستردة ، وفي التصفية الجزئية المستمرة بإعطاء كل من المساهمين نسبة معينة من قيمة أسهمهم بالتساوي ، وفي حال اقتطاع مبلغ معين من أرباح الشركة سنويا وإيداعه باسم المساهمين حتى يبلغ قيمة الأسهم جميعا إلى حين انتهاء الشركة أو انتهاء امتيازها فيأخذوه<sup>1</sup>.

وهي غير جائزة - أسهم التمتع - في حال استرداد القيمة الاسمية لسهم وكانت أعلى من القيمة الحقيقية للسهم كونه استوفى رأس المال المدفوع بالكامل ، فلا يحصل على أي ربح و لا يتحمل أي خسارة، و كما سبق الإشارة فإن الربح في الشركات يستحق بإحدى الأسباب بالمال ، أو العمل ، أو الضمان.

### الفرع الثاني: التعريف بالسندات وأنواعها وحكمها الشرعي

بعد تطرقنا سالفًا لتعريف الأسهم وبيننا الأحكام الشرعية الواردة عليها سنتناول في هذا الفرع تعريف السندات وأنواعها وحكم الشريعة فيها والبدائل الشرعية فيما بعد.

#### أولاً : التعريف بالسندات وأنواعها

##### 1-التعريف

إن السند هو عبارة عن أداة مالية تصدرها الحكومات والشركات وذلك عندما تريد اقتراض مقدار كبير من المال يتعذر عليها عادة في أن تتحصل عليه من فرد واحد ، أو مؤسسة واحدة ، فتقوم بتجزئة القرض إلى أجزاء متساوية ، وتصدر في مقابل كل جزء صكاً يحمل قيمة اسمية مساوية لذلك الجزء ، ومجموع قيم هذه الصكوك يكون هو مقدار المال الذي تريد اقتراضه ، ثم تقوم بعرض هذه الصكوك على الراغبين في الإقراض

<sup>1</sup> - سليم قط ، المرجع السابق ،ص205.

سواء أفراد أو مؤسسات ، ليشاركوا في تقديم القرض كل حسب قدرته ورغبته ، بحيث تمثل هذه الصكوك بالنسبة لكل منهم سندا يثبت له مديونيته للشركة بالقدر الذي أقرضه ، وعلى هذا اصطلاح تسمية هذه الصكوك بالسندات .

ومنهم من عرف السندات " هي الصكوك القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو المؤسسات ويمثل هذا الصك قرضا طويل الأجل يعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام"<sup>1</sup>.

وفي تعريف آخر للسند " صك قابل للتداول ، ويثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة ، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة ، واقتضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاء مدة القرض"<sup>2</sup> ، ويلتزم مصدر السند بالإضافة إلى التزامه بتسديد قيمته في التاريخ المحدد بأن يدفع لحامله على فترات زمنية محددة سواء سنوية أو نصف سنوية في الغالب فائدة على القرض ، ويتم تحديدها عادة بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند ، ولا يتوقف دفع قيمة هذه الفائدة على حصول الربح في المشروع الذي أصدرت هذه السندات لتمويله ، بل يلزم دفع هذه الفائدة على أي حال .

### 2- أنواع السندات

تتنوع السندات إلى عدة أنواع ، يمكن ذكر المعروف منها وفق التقسيمات الآتية :

#### أ-تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها

و يمكن تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها إلى:

<sup>1</sup> - سليم قط ، المرجع السابق ،ص11.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه ،ص205.

➤ سندات ذات التاريخ المحدد للوفاء بمعنى يلتزم فيها المصدر للقيمة الاسمية للسند بالوفاء بها عند تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في العقد ، ولا يحق له إلزام حامل السند قبول الوفاء به قبل هذا التاريخ<sup>1</sup>.

➤ السندات التسلسلية التي يتفق على لزوم استحقاقها على تواريخ زمنية متسلسلة حتى تاريخ الاستحقاق النهائي ، ويتم تسديد هذه السندات بطريقتين ، الأولى من خلال تسديد عدد من السندات سنويا يكون اختيارها عن طريق السحب بالقرعة ، والطريقة الثانية بتسديد جزء من قيمة كل سند سنويا حتى يتم الوفاء بكل القيمة عند حلول أجل القرض .

➤ السندات القابلة للاستدعاء وهي التي يستطيع المصدر رد قيمتها إلى حاملها قبل تاريخ الاستحقاق إذا رأى مصلحة في ذلك على أن يتم النص على هذا الحق في عقد الإصدار ، وفي الغالب يتم استدعاء السند بقيمته الاسمية مع زيادة تسمى علاوة الاستدعاء<sup>2</sup>، كما يمكن أن تقوم الشركة بتسديد مثل هذا النوع من السندات عن طريق شرائها مباشرة من السوق بالسعر السائد عندما تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الاسمية<sup>3</sup>.

➤ السندات القابلة للتحويل وهي التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة وهذا بعد مضي مدة محددة ، وذلك برغبة حاملها في ذلك وعليه يصبح بمجرد عملية التحويل من دائن للشركة إلى شريك مساهم ، وهذا بالطبع بناء على شروط وقواعد قد حددت في العقد ، وفي حالة ما لم يرغب في ذلك يكون من حقه استرداد قيمتها في أجل الاستحقاق.

### ب-تقسيم السندات من حيث الدخل

بمعنى من حيث نوع العوائد المالية التي تعود على حامل السند وتنقسم إلى:

<sup>1</sup> - د.مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، المرجع السابق ، ص204.

<sup>2</sup> - د.منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف ،الإسكندرية ،1995ص32.

<sup>3</sup> - د.مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، المرجع السابق ، ص205.



➤ سندات ذات معدل فائدة ثابت تكون نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية تدفع لحامل السند بشكل دوري حتى حلول أجل الاستحقاق ويتم الوفاء بالقيمة الاسمية للسند.

➤ سندات ذات معدل فائدة متغير (عائم) وهي غير محددة نسبة الفائدة، وإنما تتغير تبعاً لتغير أسعار الفائدة الجارية في السوق و في الغالب تكون مرتبطة بنسبة فائدة في تعامل محدد، مثل سعر الفائدة على القروض المعمول به في مصارف لندن المعروف ب (ليبور)<sup>1</sup>، كما بالإمكان القيام بربط معدل الفائدة على السند بمؤشر تكاليف المعيشة<sup>2</sup>، الذي يكون مربوط على قياس ارتفاع و انخفاض في أسعار سلعة من السلع الأساسية.

➤ السندات التي لا تحمل معدلاً للفائدة أو التي تعرف بالسندات ذات الكوبون الصفري و هذا النوع من السندات تباع بخخص قيمتها الاسمية، فهي لا تكون بمعدل فائدة وإنما الفرق بين قيمتها الاسمية التي يقبضها المشتري عند أجل الاستحقاق، وبين السعر الذي قد اشتراها به، و هي الفائدة الحقيقية على القرض، لأنها تباع عند الإصدار بسعر يقل عن القيمة الاسمية لها، ومصدرها ملزم بدفع تلك القيمة الاسمية عندما يجل أجل استحقاقها<sup>3</sup>.

➤ سندات الدخل هي عبارة عن سندات تكون فوائدها مرتبطة بتحقيق الشركة أرباحاً في تلك السنة، بمعنى لا يحق لحملتها بالمطالبة بالفائدة في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً كافية، ولكن يمكن أن ينص عقد إصدار السند على دفع فوائد السنوات التي لم تتحقق فيها أرباح من أرباح السنوات اللاحقة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - د. منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 33-34.

<sup>2</sup> - مؤشر تكاليف المعيشة "هو الرقم القياسي لنفقات المعيشة الذي يعكس تكلفة سلّة ثابتة من السلع والخدمات التي يفترض شراؤها من قبل مستهلك نموذجي، وتتكون من الملابس والمأكل والمنزل والمواصلات والطاقة (مثل الكهرباء) ووقود التدفئة والرعاية الصحية والترفيه (أنظر، د. نزيحمة، قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد ص 493).

<sup>3</sup> - د. منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 33.

<sup>4</sup> - المرجع نفسه، ص 34.

➤ سندات المشاركة وهي عبارة عن سندات تعطي لحاملها الحق في جزء من أرباح الشركة وهذا عندما تصل هذه الأرباح إلى معدل معين ، بالإضافة على الفوائد الدورية<sup>1</sup>.

### ت-تقسيم السندات من حيث الضمان و عدمه

وتنقسم بدورها على قسمين :

➤ السندات المضمونة برهن أصول معينة من بين الأصول التي تمتلكها الشركة ، كعقار محدد بعينه ، أو على جميع ممتلكات الشركة من عقارات ومصانع وآلات ، ففي حال ما إذا عجزت الشركة عن الوفاء بالتزامها كتأخرها في دفع الفائدة ، أو عدم سداد أصل الدين عند أجل الاستحقاق فعندئذ تباع هذه الأصول ، ويوفى أصحاب هذه السندات المضمونة حقوقهم من قيمتها ، الأمر نفسه في حال تصفية الشركة فإنه تكون لحملة هذه السندات الأولوية في استيفاء حقوقهم من قيمة تلك الأصول قبل غيرهم من حملة السندات الأخرى وباقي الدائنين<sup>2</sup>.

➤ السندات غير المضمونة برهن أصول معينة أو كما تعرف بالسندات العادية والتي لا تكون مضمونة بشيء معين ، وإنما يكمن الضامن الوحيد لحملتها في سمعة الشركة من حيث مركزها المالي ، وفي حال تصفية

<sup>1</sup> - المرجع نفسه ، ص34 .

<sup>2</sup> - د.مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، المرجع السابق ، ص209.

الشركة يعامل حملة هذا النوع من السندات معاملة كغيرهم من دائني الشركة ، فتستوفي حقوقهم من موجودات الشركة إذا لم تكن هذه الموجودات ضامنة بالطبع لسندات أخرى<sup>1</sup>.

### ث-تقسيم السندات من حيث شكلها

وهي عبارة عن ثلاثة أشكال ، السند الاسمي ، والسند لحامله ، والسند لأمر، وتأخذ نفس تعاريف أنواع الأسهم من حيث الشكل<sup>2</sup>.

### ثانيا : حكم إصدار السندات

#### 1- حكم إصدار السندات

إن إصدار السندات وتداولها يؤخذ حكم الحرمة وهذا على جميع أنواع السندات سواء أكانت تتضمن اشتراط رد المبلغ المقترض بزيادة على أي وجه أخذت بالزيادة عند سداد أصل القرض ، أو دفعت على أقساط شهرية ، أو سنوية ، أو كانت هذه الزيادة تمثل نسبة من قيمة السند كما هو معمول به في أغلب السندات ، أو خصما منها ، كما في سندات الكوبون الصفري .

وهذا ما أقره مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي ، فقد جاء في قراره رقم 60(6/11) " بعد الإطلاع على أن السند شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق ، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند ، أو ترتيب نفع مشروط سواء أكان جوائز توزع بالقرعة، أو مبلغا مقطوعا قرر ما يأتي :

<sup>1</sup> - المرجع نفسه ، ص 209.

<sup>2</sup> - أنظر ماذكر سابقا ص 18.

➤ إن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه ، أو نفع مشروط ، محرمة شرعا من حيث الإصدار ، أو الشراء ، أو التداول ، لأنها قروض ربوية ، سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة ، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية ، أو ادخارية ، أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحا ، أو ريعا ، أو عمولة ، أو عائدا .

➤ تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل قيمة من قيمتها الإسمية ، ويستفيد أصحابها من الفروق ، باعتبارها حسما لهذه السندات .

➤ كما تحرم أيضا السندات ذات الجوائز ، باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين ، أو لبعضهم لا على التعيين ، فضلا عن شبهة القمار<sup>1</sup> .

### الفرع الثالث: البديل الشرعي للسندات

مما سبق ذكره فإن إجماع الفقهاء المعاصرين على اعتبار السندات " قروض ربوية " تقع في دائرة الحرام، استلزم عليهم توفير البديل الشرعي الذي يحقق الغرض بعيدا عن الأضرار التي تقترب بذلك المحرم ، ويبعد الناس عن الوقوع في المحذور ، إذ أن إيجاد البدائل الإسلامية للسندات من الضرورات الشرعية والاقتصادية ، وذلك لإخراج المسلمين من دائرة الربا المحرمة ، وكذلك لفتح الباب الأيسر و الأفضل لجذب أموال المسلمين الممتنعين عن التعامل بالسندات المحرمة للاستفادة منها في التنمية ، وقد استحدثت صيغتان شرعيتان رئيسيتان تكونان كبدايات شرعية : الأولى: القرض الحسن ، والثانية : المشاركة في الأرباح والخسارة ، طبقا لقاعدة الغنم بالغرم.

و بالطبع فإن طرح و اختيار صيغة من صيغ البدائل الشرعية يعتمد على نوع المعاملة ، أو المشروع أو الحاجة ، فإذا كانت الدولة هي المحتاجة إلى المال أو أي جهة تقدم خدمة عامة للمجتمع ، وهذا لسد عجز

<sup>1</sup> - د.مبارك بن سليمان آل فواز ، المرجع السابق ،ص24.

الميزانية أو لسد نفقات المرافق العامة من تعليم و صحة ونحوهما مما لا ينتج ريعا ، فبالإمكان طرح عدة بدائل منها 1، على سبيل المثال (تعجيل الزكاة ، القرض الحسن من الأفراد ، الحض على بذل التبرعات و الإنفاق في سبيل الله ، تنشيط الوقف ) .

و أما إذا كانت الجهة شركة أو مؤسسة تريد زيادة رأسمالها لتوسيع مشاريعها ، وهذا ما يهمننا في بحثنا فيمكن توفير هذا التمويل عن طريق إنشاء مشاركات جديدة تكون شرعية .

### أولا: الصكوك الإسلامية القائمة على عقود المشاركة

#### 1- سندات المقارضة أو صكوك المضاربة :

وهي عبارة عن صكوك محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه وهذا بغية تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح ، ويحصل مالكوها على نسبة محددة من أرباح المشروع ، ولا تنتج هذه السندات - الصكوك - أي فوائد ، وتكفل الجهة المصدرة للصك - الدولة - بتسديد قيمة السندات الاسمية الواجب استهلاكها بالكامل في الآجال المقررة ، وتصبح المبالغ المدفوعة بذلك قروض ممنوحة للمشروع من دون فائدة مستحقة الوفاء فور الإطفاء الكامل للسندات 2.

وتقوم سندات المقارضة على العناصر الآتية :

➤ تمثل سندات المقارضة حصص شائعة في رأس مال المضاربة متساوية القيمة ، وحامل السند مالك

لحصة شائعة في المشروع.

<sup>1</sup> - نبيل خليل طه سمور ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، رسالة ماجستير ، الجامعة الإسلامية ، غزة ، 2007 ، ص 64.

<sup>2</sup> - وهبة الزحيلي ، المرجع السابق ، ص 387-388 .

➤ يمثل الاكتتاب في هذه السندات إيجاب ، والقبول هو موافقة الجهة المصدرة ، وذلك كالإيجاب والقبول في عقد المضاربة ، لذا يجب في الحالين مراعاة شروط صحة المضاربة ، كالعلم برأس المال ، ونسبة توزيع الأرباح.

إن سندات المقارضة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

يحق لصاحب السند استرداد قيمته تدريجيا من صافي أرباح الجهة المصدرة ، بحيث تخصص نسبة منها لاستهلاك قيمة السند الأصلية ، بشرط أن يتم ذلك شرعا بحسب القيمة السوقية للسند وليس على أساس القيمة الاسمية.

تكون الدولة ضامنة كطرف ثالث لرأس مال المكتتبين بحيث لا يتعرضون للخسارة ، ويحصلون على أموالهم كاملة ، سواء ربح المشروع أم خسر ، تشجيعا للاكتتاب في هذه السندات.

وقد تم عرض هذا البديل على مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره الرابع بجدة ، وجاء في قراره أن الصورة المقبولة شرعا لسندات المقارضة بوجه عام ، لا بد أن تتوفر فيها العناصر الآتية : 1.

➤ أن يمثل هذا السند صك ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه وتمويله.

➤ لا بد من اشتغال نشرة الإصدار على كافة البيانات المطلوبة شرعا في عقد المضاربة.

➤ يجب أن تكون صكوك المضاربة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب.

➤ على من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع وصف المضارب ، أي

عامل المضاربة ولا يملك من المشروع إلا بقدر ما يسهم به من شراء بعض الصكوك.

و بهذه الضوابط اعتبر مجمع الفقه الإسلامي سندات المقارضة صكوك مضاربة شرعية.

## 2- الأنواع المختلفة لصكوك المضاربة<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - نبيل خليل طه سمور ، المرجع السابق ، ص 65.

أ- صكوك المضاربة طويلة الأجل :

وهي التي تتراوح مدتها من عشر إلى عشرين سنة وتكون غير مخصصة لمشروع معين ، وإنما تخول مستثمرها الذي هو المضارب حق الاستثمار المطلق ، ويبين في كل سنة الأرباح التي تحصل عليها أو الخسائر التي لحقت به ، وبذلك يحصل كل صك على حصته من الإرباح أو الخسائر.

ب- صكوك المضاربة لمشروع معين :

وهي التي تكون محددة بمدة عمر مشروع محدد ، حيث يقسم ما يحتاج إليه المشروع على صكوك متساوية محددة القيمة تقوم بإصدارها جهة معينة كالبنك مثلا ، ثم تطرح هذه الصكوك في الأسواق ، وبعد عملية الطرح لتلك الصكوك يقوم طرف ثالث كضامن بالوعد بالتبرع دون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في حال تعرض المشروع للخسارة ، ويتفرع من هذا النوع عدة أنواع مختلفة :

➤ صكوك المضاربة المستردة بالتدرج : وهي التي ترد قيمتها من أرباحها في مدة زمنية محددة كنسبة من قيمة الصك كل سنة مثلا.

➤ صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع : وهي التي ترد قيمة الصكوك فيها بالإضافة إلى الأرباح ، أو الخسائر إن وجدت في آخر المشروع.

➤ صكوك المضاربة المنتهية بالتملك : وهي التي ترد قيمة الصكوك فيها من خلال التعويض عنها بجزء من المشروع.

➤ صكوك المضاربة على شكل فئات متنوعة : مثل 100 دولار أو أكثر أو أقل لمدة محددة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

ت- شهادات الاستثمار الإسلامي :

<sup>1</sup> - المرجع نفسه ، ص 66.

هذه الشهادات تقوم على أحكام المضاربة فأصحاب الودائع أو الشهادات يمثلون رأس المال ، وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب ، مع الاتفاق على نسبة الربح وتحمل صاحب المال الخسارة ، وتصدرها المصارف والمؤسسات المالية لتمويل تجارة الدول الإسلامية ، ولا يقل أجلها عن سنة ، وهي نوعان<sup>1</sup>.

➤ شهادات الاستثمار المخصص (الإصدار الأساسي): وهي عبارة عن مجموع الشهادات التي تصدر وقت تأسيس المحفظة الاستثمارية ، وتقتصر ملكيتها على البنوك أو المؤسسات المالية الإسلامية.

➤ شهادات الاستثمار العام ( الإصدارات اللاحقة ): وهي عبارة عن مجموع الشهادات التي تصدر عقب تأسيس محفظة الاستثمار، وتطرح للاكتتاب العام وهذه الشهادات تمتاز بإمكانية تسليمها.

### 3- صكوك المشاركة :

وتتمثل صكوك المشاركة في القيام بأساليب المشاركة بمختلف أشكالها من المشاركة بالأموال ، والمشاركة الحقيقية في الأرباح ، أو الخسائر، أو المشاركة بالمال من جانب و العمل و الخبرة من جانب آخر ، و هذا الأساس في المشاركة يمثل الضمان لتقليص خطر التعرض للخسارة ، وهو صورة من صور التكافل و التعاون التشاركي - التضامني - ، وهذا من خلال تخصيص جزء معين من أرباح الشركة للمخاطر ، وبذلك يتنازل المساهمون عن نصيب ضئيل من أرباحهم من أجل تغطية الخسارة التي قد تلحق ببعض الصفقات.

إلا إن الإشكال الشرعي يظهر بالنسبة للمودعين المستثمرين ، لأن هؤلاء لا يتحملون الخسارة إلا التي تكون قد تحققت في أموالهم وحسب سنوات المشاركة ، وعليه يكون العلاج الشرعي في إحدى الطرق الآتية<sup>2</sup>:

➤ أن يدخل طرف ثالث ويعد بالتبرع (كضامن) لمثل هذه الخسارة في حال تحققها، كما في صكوك

المضاربة.

<sup>1</sup> - نبيل خليل طه سمور ، المرجع السابق ، ص66.

<sup>2</sup> - نبيل خليل طه سمور ، المرجع السابق ، ص67.



➤ الأمر الثاني بأن يتم تحديد مشروع معين يكون المضاربون مشتركين فيه ، ويلتزمون بالمدة المحددة له ، وعندها يتفقون على تخصيص جزء من الأرباح لمثل هذه المخاطر، ثم يتم توزيع الأرباح جميعاً حتى الاحتياطي منها على الجميع حسب النسب التي تم الاتفاق عليها.

#### أ- صور صكوك المشاركة :

➤ الصورة الأولى: وهي صكوك المشاركة في مشروع معين والتي تكون الإدارة فيها لمصدرها ، أو لجهة أخرى بنسبة من الإرباح.

➤ الصورة الثانية : وهي صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة ، وهي بدورها تأخذ عدة صور : صكوك المشاركة المستردة بالتدرج ، و المستردة خلال زمن محدد ، والمنتھية بالتملك.

#### 4- صكوك المزارعة :

وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة يكون القصد في استخدامها في تمويل مشروع للمزارعة ، ويكون بذلك لحملة هذه الصكوك حصة في المنتج (المحصول) ، وأهم ضوابط إصدار مثل هذا النوع من الصكوك ما يأتي 1 :

- أن يكون مصدر هذه الصكوك مالكا للأرض ، أو له حق الانتفاع عليها ، والمكتتبون على هذه الصكوك هم المزارعون ، أما حصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة.
- كما يمكن أن يكون مصدر هذه الصكوك صاحب العمل أما المكتتبون فهم أصحاب الأرض ، وبذلك يتحصل حامل الصك على الحصة المتفق عليها من المنتج ، وكمثال على ذلك بأن تقدم شركة متخصصة في الزراعة بتوفير اليد العاملة واللوازم الزراعية ، بالمقابل تطلب من المكتتبين شراء ما تصدره من صكوك قصد تمويل شراء مساحات كبيرة من الأرض ، أو قصد استصلاحها .

#### ثانيا : الصكوك الإسلامية القائمة على عقود البيع

#### 1- صكوك السلم<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - سليم قط ، المرجع السابق ، ص222.

<sup>2</sup> - السلم في الاصطلاح الفقهي هو بيع أجل بعاجل ، أو بيع شيء موصوف في الذمة بلفظ السلم أو السلف ، وهو مستثنى من بيع المعلوم أو ما ليس عند الإنسان ، فالسلم نوع من البيوع يتأخر فيه المبيع ويسمى المسلم فيه، ويتقدم فيه الثمن ويسمى رأس السلم، فهو عكس البيع بثمن مؤجل، ويسمى البائع(المسلم إليه)، ويسمى المشتري(المسلم)، ويتفق الفقهاء على أن عقد السلم مباح شرعا بشروطه وأهمها: تسليم رأس المال للمسلم إليه في مجلس العقد، وأن يكون المسلم فيه مما يمكن ضبطه بالوصف الذي تختلف فيه الأغراض، بحيث تنتفي الجهالة عنه، وأن يكون معلوم الجنس والنوع والقدر والصفة للمتعاقدين، وأن يكون المسلم ديناً أي شيئاً موصوفاً في الذمة غير معين، وأن يكون مقدوراً على تسليمه بأن يغلب على الظن وجود نوعه عندما يحين وقت استحقاقه وكذلك تعيين الأجل الذي يجب عنده تسليمه، وتعيين موضع تسليمه إذا كان الموضع الذي جاء العقد فيه لا يصح لذلك، أو كان يصلح للتسليم ولكن لنقل المسلم فيه إليه كلفة ونفقة (نبيل خليل طه سمور ، نفس المرجع ، ص68).

وهي كما عبرت عليها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية<sup>1</sup> " هي صكوك متساوية القيمة، يتم إصدارها من أجل تحصيل مال السلم ، وتصبح بذلك سلعة السلم مملوكة لحملة هذه الصكوك" ، وذلك على أساس بيع الإنتاج في المستقبل مع تنظيم بيوع السلم الأول والبيوع الموازية من أجل الموازنة بين الكميات المسلم فيها بالبيع والمطلوبة بالشراء مع مراعاة القواعد الشرعية فيها ، هذا من حيث المشاركة، و عدم ضمان المصدر لرأس المال أي وجود مخاطرة ، وعدم تحديد أية نسبة من الفوائد، وإنما ربطها بالأرباح الحقيقية ، إضافة إلى شروط عقد السلم من حيث المواصفات ، وتسليم الثمن في مجلس العقد.

## 2- صكوك المراجعة :

قبل التعريف بهذه الصكوك لابد من توضيح مفهوم المراجعة ، والتي هي بيع السلعة بثمن شرائها بزيادة ربح معلوم يتم الاتفاق عليه ، بمعنى تحديد ثمن البيع بتكلفة الشراء بإضافة المصاريف المتعلقة بالشراء ، وتضاف لها قيمة الربح المعلومة والمتفق عليها ، وبالتالي فإن عملية البيع تتضمن ائتماناً تجارياً يمنحه البائع للمشتري الذي سيسدد الثمن إما مرة واحدة ، أو على أقساط بعد أجل محدد .

أما فيما يخص صكوك المراجعة في عبارة عن صكوك متساوية القيمة يكون الهدف من إصدارها تمويل

عملية شراء سلعة المراجعة ، بحيث تصبح هذه السلعة (سلعة المراجعة) مملوكة لحاملي صكوك المراجعة ، فالمصدر لصكوك المراجعة هو البائع للسلعة المراجعة ، والمكاتبون هم المشترون لهذه السلعة ، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن سلعة المراجعة وبذلك يمتلك حملة الصكوك السلعة ويستحقون ثمن بيعها والربح الناتج عن عملية البيع ويجب

توفر جملة من الشروط للبيع بالمراجعة :

- العلم بالثمن الأول بما في ذلك مصاريف الشراء.
- تحديد مقدار الربح ، أو نسبته بناء على الثمن الأول.
- تبيان العملة التي تنعقد عليها العملية.
- تبيان أجل الشراء ، لأنه مهم قصد استلام سلعة المراجعة ولتفادي وقوع الخلاف في الربح ،

أو المدة المتفق عليها .

## 3- صكوك الإستصناع:

<sup>1</sup> - قط سليم ، المرجع السابق ، ص223.

وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها من أجل تصنيع سلعة ، وبها يصبح المصنوع مملوكا لحملة هذا النوع من الصكوك ، بمعنى أن مصدر هذه الصكوك هو الصانع أو البائع ، أما المكتتبون على هذه الصكوك هم المشترون للعين المصنعة ، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة العين المصنعة ، وبذلك يمتلك المكتتبون العين المصنعة ، ويستحقون ثمن بيعها وقيمة ثمنها في حال الإستصناع الموازي .

### ثالثا : الصكوك الإسلامية القائمة على الإجارة

إن فكرة صكوك الإجارة هي عبارة على عملية تصكيك الأصول ، أو المنافع ، أو الخدمات ، من أجل إصدار أوراق مالية قابلة للتداول ، تكون مبنية على مشاريع استثمارية قائمة ، أو سيتم إنجازها وتدر أرباحا ، من خلال تحويل الأعيان والمنافع المتعلقة بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية ، والتي تجري عليها عمليات التبادل في السوق الثانوية .

#### 1- صكوك الإيجار :

وهي تأخذ شكلين:

#### أ- صكوك الإيجار المتناقصة :

وهي عبارة عن شهادات تشبه شهادات الاستثمار المخصص ، إلا أنها تختلف عنها في كونها تمثل نوعا من المساهمة المتناقصة ، بحيث تشمل أقساط الإيجار أرباح المؤجر بالإضافة إلى استهلاك رأس المال ، و بالتالي فإن شهادات الإيجار - صكوك الإيجار - هذه سوف تصفى تدريجيا إلى أن تنتهي تماما مع آخر الأقساط.

#### ب- صكوك الإيجار الثابتة :

وهي عبارة عن شهادات إيجار غير متناقضة القيمة عكس الأولى ، بحيث تقدم كلها معدل ربح أعلى من الشهادات المتناقضة بسبب إعادة استثمار الأقساط المدفوعة ، وذلك كون أن الجهة التي تصدرها كالمصارف والمؤسسات المالية ، والإنتاجية ، والتجارية تقوم باستثمار حصيلة الأقساط المدفوعة في عقود إيجارات جديدة.

## 2- صكوك إجارة منافع الأعيان:

وتنقسم إلى صكوك إجارة منافع الأعيان المؤجرة الموجودة ، وصكوك إجارة منافع الأعيان الموصوفة في الذمة .

### أ- صكوك إجارة منافع الأعيان المؤجرة الموجودة:

وهي عبارة عن صكوك إجارة يكون فيه الشخص -طبيعي أو معنوي - معينا يملك عينا موجودة بالفعل سواء أكانت عقارا أو منقولا ، بحيث يقوم هذا المالك بتصكيك قيمة العين المؤجرة ، ويطرح تلك الصكوك للبيع ويصبح حملة الصكوك مالكين لتلك العين المؤجرة على وجه الشيوخ أما الأجرة تقسم عليهم بقدر حصصهم في الاكتتاب .

### ب- صكوك إجارة منافع الأعيان الموصوفة في الذمة :

وهي صكوك إجارة واردة على عين غير موجودة لدى المؤجر وإنما موصوفة في ذمة ، بمعنى أن المؤجر يحتاج إلى مدة زمنية محددة حتى يوفر ما تم الاتفاق عليه ، أما تداول هذا النوع من الصكوك لا يتم إلا بعد تحويل حصص الاكتتاب إلى أعيان معينة وغير موصوفة في ذمة ، لكونها لا زالت تمثل نقودا لذا تطبق عليها قواعد الصرف وفق الشرع.

### ت- صكوك إجارة منافع الخدمات والأعمال :

وهي تنقسم بدورها إلى صكوك إجارة منافع خدمات و أعمال معينة وقائمة ، وصكوك إجارة منافع خدمات و أعمال موصوفة في ذمة<sup>1</sup>.

➤ صكوك إجارة منافع خدمات وأعمال معينة وقائمة: وهي عبارة عن صكوك إجارة تصدرها مؤسسة خدمية تكون متساوية القيمة من أجل تقديم خدمة معينة لفترة زمنية محددة ، ويذكر نوع هذه الخدمات في نشرة الاكتتاب ، ثم تعرض هذه الصكوك على الجمهور من أجل الاكتتاب فيها ، و به يصبح هؤلاء المكتسبين هم المستأجرين للخدمة والمؤسسة الخدمية هي المؤجر ، هذا بخصوص صكوك الإجارة المتعلقة بخدمة معينة

➤ أما صكوك الإجارة المتعلقة على عمل من الأعمال : التي في الغالب على أعمال مثلا صيانة لمباني أو أجهزة بحيث تكون هذه الصيانة باهضة الثمن ، فتقوم الجهة المحتاجة لهذا العمل إلى القيام بالتعاقد بالإجارة مع الشركات المتخصصة في هذه الأعمال مقابل أجر يتفق عليه الطرفان ، مع وجوب إلزامية تحديد نوع الأعمال .

➤ صكوك إجارة خدمات ومنافع أعمال موصوفة في ذمة : وهذه الصكوك تختلف عن الصيغة السابقة بأن الخدمات والأعمال في هذا النوع من صكوك الإجارة غير موجودة ومتوفرة أثناء التعاقد ، وللتوضيح تطرح هذه الصكوك للاكتتاب لما تحتاج مؤسسة إلى خدمة أو أعمال مستقبلية ، وتكون هذه الصكوك بخصص متساوية شائعة ، وهذا وفق الأسس التي تم الاتفاق عليها بين المؤسسة المحتاجة للخدمة أو العمل والشركة المقدمة لهذه الخدمة ، إلا أن هذه الصكوك لا يجوز تداولها بيعا وشراء بقيمة تختلف عن القيمة الاسمية لها حتى يتم تحويل الخدمة الموصوفة في الذمة إلى خدمة حقيقية معينة وقائمة ، لأنها تعد قبل ذلك نقودا تطبق عليها قواعد الصرف وفق الشرع.

### المبحث الثاني : إجراءات التعامل بالأوراق المالية في الأسواق المالية الإسلامية

<sup>1</sup> - محمد مبارك البصمان ، صكوك الإجارة الإسلامية دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية ، دار النفائس ، عمان ، الأردن، 2011، ص32.

الأصل في المعاملات جميعها الجواز ما لم يرد نص شرعي يدل على تحريمها ، وبناء على ذلك تكون المعاملات المالية جميعها جائزة إلا ما ورد النص الصريح الصحيح بتحريمها ، أو استدل على تحريمها بالقياس أو الاجتهاد المبني على أساس صحيح ، فالحرمة في المعاملات استثناء ، ولأن الأسواق التجارية هي مما استحدثت في المعاملات المعاصرة ، ولم يكن لها صورة يتعامل بها الصحابة في السابق ، فإنه لم يرد لها حكم صريح بالجواز أو الحرمة عند الفقهاء ، إلا أنها تبقى على الأصل الذي عليه المعاملات المالية كلها ، وهو الإباحة فالأصل في الأسواق المالية والبورصة والشركات المساهمة بأشكالها وأنواعها جميعها هو الجواز ، شريطة أن تكون خالية مما يقلب الحكم الشرعي لها إلى حرمة.

### المطلب الأول : تنظيم سوق الأوراق المالية الإسلامية وآلية عملها

حتى تصبح سوق المال تسير على طريق سليم وبمنحى لا يخالف الشرع ، كان ولا بد من قيام هيئة شرعية ترعى عملية تنظيم ومراقبة هذه السوق ، وهذا وفق إجراءات محددة وهذا ما سنتناوله في الآتي

### الفرع الأول : هيئة الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية

إن سوق الأوراق المالية الإسلامية كغيرها من الأسواق الإسلامية الحديثة ، تحتاج إلى وجود هيئة شرعية تنظم عملها، و تميزها عن الأسواق المعاصرة في مجال الأوراق المالية بالإضافة إلى هيئة إدارة و هيئة مراقبة محاسبية ،

لذا تعتبر الرقابة الشرعية من أهم الوظائف الرقابية التي لا تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية من دونها<sup>1</sup>.

### أولاً: تعريف الرقابة الشرعية

يمكن تعريف الرقابة الشرعية بأنها " التأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسة المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية ، حسب الفتاوى الصادرة و القرارات المعتمدة من جهة الفتوى"<sup>1</sup>، كما تعرف بأنها "هي

<sup>1</sup> - قط سليم ، المرجع السابق ، ص140.

الأعمال التي تقوم بها هيئة الرقابة و التي هي جهاز مستحدث في المؤسسات و الأسواق المالية الإسلامية ، وهذا من خلال مراقبة مدى تطابق أعمال المؤسسات الإسلامية بما في ذلك البورصة لأحكام الشريعة الإسلامية " ، كما تعرف الرقابة الشرعية بأنها " متابعة و فحص و تحليل كافة الأعمال و التصرفات و السلوكيات التي يقوم بها الأفراد والجماعات و المؤسسات و الوحدات و غيرها ، للتأكد من أنها تتم وفقا لأحكام و قواعد الشريعة الإسلامية "

### ثانيا : أعضاء الرقابة الشرعية

لامناس قبل التطرق إلى كيفية تعيين ، وتشكيل هيئة الرقابة الشرعية لأسواق الأوراق المالية الإسلامية من ذكر أهم هيئات الرقابة الشرعية الموجودة على مستوى أسواق المال الإسلامية في الدول الإسلامية ، و من بين هذه الهيئات هيئة المراجعة و المحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، و مجلس الخدمات المالية الإسلامية ، الوكالة الدولية للتصنيف ، والمجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الإسلامية ، و مركز التحكيم الدولي للمؤسسات المالية الإسلامية في دبي .

أما في خصوص أعضاء هيئة الرقابة الشرعية يتم تعيينهم عادة من طرف الجمعية العامة ، أو مجلس إدارة السوق الإسلامية ، كما يحدد القانون المنظم للسوق أعضاء هذه الهيئة وصفاتهم و اختصاصاتهم ، وكذلك يحدد طرق عملهم من حيث الاجتماعات و طرق التصويت على القرارات.

### ثالثا : صلاحيات هيئة الرقابة الشرعية

تطلع هيئة الرقابة الشرعية بعدة وظائف تؤديها في مجال تنظيم أسواق الأوراق المالية الإسلامية و هي

كالآتي :

<sup>1</sup> - سليم قط ، المرجع السابق ، ص 139 .

- 1- مراقبة أنشطة السوق و التأكد من أن المعاملات تتم وفق أحكام الشريعة الإسلامية ، و تعمل الهيئة الشرعية للرقابة مع هيئة الإدارة للسوق من أجل تطوير موارد السوق و أدواتها وفقا للشريعة.
  - 2 -تعتبر الهيئة مركز للاستشارة ، و المراجعة لهيئة إدارة سوق الأوراق المالية الإسلامية ، كما أن هيئة الرقابة الشرعية أيضا مسؤولة عن إبداء النصيحة المباشرة للمستثمرين المسلمين ، لاسيما مساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية، و هو المعمول به في سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا.
  - 3- إن الهيئة المحولة بالرقابة الشرعية تعتبر هي الجهة الوحيدة المكلفة بإصدار القرارات فيما يتعلق بكافة القضايا الشرعية في الأسواق.
  - 4- الرد على الأسئلة و الاستفسارات المطروحة ، و التي لها علاقة بالسوق لاسيما الأحكام الفقهية ، و الرد
- على الأسئلة الواردة من أعضاء هيئة الإدارة أو المتعاملين في السوق ، و عموما يمكن تقسيم عمل هيئة الرقابة الشرعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية إلى جانبين كبيرين مهمين هما :
- أ- دراسة و تحليل الأدوات المالية القائمة في الأسواق التقليدية ، و العمل على تكييفها وفق أحكام الشريعة ، خاصة بالنسبة للأدوات الاستثمارية التي تتعارض مع أحكام الشريعة مثل الأسهم الممتازة و السندات و غيرها من الأدوات التقليدية التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة.
  - ب- استحداث أدوات مالية شرعية جديدة ، و التي لا يتعامل بها في الأسواق التقليدية بل تكون هذه الأوراق موجهة بالخصوص للتداول ، و التنمية ، و تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية.
- وتلعب هيئة المراقبة الشرعية دورا عظيما في إيجاد هذه الأدوات الحديثة والبديلة للأدوات المحرمة و المتداولة في الأسواق التقليدية .

الفرع الثاني : الوساطة في الأوراق المالية وحكمها الفقهي



إن من يتولى عملية الوساطة في تداول الأوراق المالية نوعان رئيسان من الوسطاء، هما: السماسرة، وصناع السوق، وسنتطرق للتعريف بكل منهما، وبيان الأحكام الفقهية المتعلقة بهما :

أولاً: التعريف بالسماسرة، والحكم الفقهي للسمسرة في الأوراق المالية :

### 1- التعريف بالسماسرة :

السماسرة في اللغة : جمع مفرده : السمسار، والمرأة: السمسارة، والمصدر: السمسرة.

ولفظ السمسار : هو لفظ فارسي معرب، وقد استعمل في اللغة لعدة معان، منها: المتوسط بين البائع والمشتري ، أي: الذي يدخل بينهما متوسطاً لإمضاء البيع ، والسمسرة في اللغة: البيع والشراء.

أما في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية فقد عرف السمسار بأنه: " الشخص أو الهيئة الذي يتخصص في إيجاد الصلة بين الراغبين في شراء الأسهم ، والسندات في بورصة الأوراق المالية (سوق رأس المال) وبين الراغبين في بيعها " ، وقد عرف سمسرة سوق الأوراق المالية بأنهم وكلاء بالعمولة ، يقومون بالتوسط لبيع الأسهم ، والسندات ، والأوراق المالية الأخرى في الأسواق المالية وشرائها ، ومن خلال هذين التعريفين فإن عمل السمسار يقتصر على التوسط بين البائع ، والمشتري أي الجمع بينهما، دون أن يباشر العقد بنفسه. لكن المعمول به في جميع الأسواق المالية أن السمسرة هم الذي يبرمون العقود نيابة عن عملائهم ، ولا يسمح بدخول العملاء إلى قاعات التداول ، ولذلك جاء وصفهم في التعريف الأخير بأنهم وكلاء.

### 2- الحكم الفقهي للسمسرة في الأوراق المالية

سيتم تناول الحكم الفقهي للسمسرة في الأوراق المالية وفق الآتي:

أ- حكم السمسرة في البيع والشراء (كأصل عام): اتفق الفقهاء من أصحاب المذاهب الأربعة على جواز السمسرة في البيع والشراء ، وأخذ الأجر عليها من حيث الأصل ، وإن وجد خلاف بينهم فيها من

حيث نوع العقد الذي يرد عليها كما سنذكر لاحقاً ، وقد نقل جوازها عن بعض السلف كما نقلت كراهتها عن بعضهم ، ويمكن حمل ذلك على كراهة التنزيه لا التحريم لما يشوب السمسرة عادة من الحلف واللغو .

ومما يدل على جواز السمسرة من حيث الأصل، ما يأتي :

➤ شيوع التعامل بها وانتشاره في عهد النبي عليه الصلاة والسلام من غير أن ينهى عنها ، مما يدل على جوازها إذ لو كانت غير جائزة لنهى عنها ، وأنكر على من يتعامل بها ، ومما يدل على انتشارها في عهده عليه الصلاة والسلام ، ما جاء في حديث ابن أبي غزوة - رضي الله عنه - قال: كنا في عهد رسول الله ، نسمى السماسرة ، فمر بنا رسول الله ، فسمانا باسم هو أحسن منه ، فقال: " يا معشر التجار ، إن البيع يحضره اللغو والحلف ، فشوبوه بالصدقة " <sup>1</sup>.

➤ حديث ابن عباس - رضي الله عنهما - قال : قال رسول الله صلى الله عليه وسلم : " لا تلقوا الركبان ، ولا يبيع حاضر لباد " قال : فقلت لابن عباس : ما قوله لا يبيع حاضر لباد ، قال : لا يكون له سمساراً <sup>2</sup> ، قال ابن حجر رحمه الله : مفهومه : أنه يجوز أن يكون سمسار في بيع الحاضر للحاضر <sup>3</sup>.

➤ أن السمسرة عمل مباح يمكن أن يكون محلاً لعقد الإجارة ، أو الجعالة <sup>4</sup> ، أو الوكالة بأجر، فكان

جائزاً.

و هذا ما استدل عليه ابن قدامة - رحمه الله - بقوله : "بأنها منفعة مباحة ، تجوز النيابة فيها ، فجاز

الاستتجار عليها ، كالبناء" <sup>1</sup>. إذا علم ذلك ، فإن التعاقد مع السمسار على السمسرة في البيع أو الشراء ، أو

<sup>1</sup> - أبو داود سليمان بن الأشعث السجستاني ، سنن أبي داود، دار بن حزم ، بيروت ، لبنان ، ط1 ، 1991 ، كتاب البيوع ، باب في التجارة يخالطها الحلف واللغو ، ص517.

<sup>2</sup> - محمد بن إسماعيل البخاري ، صحيح البخاري ، بيت الأفكار الدولية ، الرياض ، كتاب البيوع ، باب هل يبيع حاضر لباد بغير أجر ، وهل يعينه أو ينصحه ، ص405.

<sup>3</sup> - أحمد بن علي بن حجر العسقلاني ، فتح الباري ، تحقيق محب الدين الخطيب ، المكتبة السلفية ، القاهرة ، ط3 ، الجزء 4 ، ص528.

<sup>4</sup> - الجعل - بضم فسكون - ما يجعل للإنسان بفعله ، فهو أعم من الأجرة والثواب ، وقيل : الجعل والجعالة ما يجعل للعامل على عمله. والجعل هو الرشوة، وفي حديث ابن عمر رضي الله عنهما: "ذكر عنده الجعائل فقال: لا أغزو على أجر، ولا أبيع أجرى من الجهاد" والجعل هو الأجرة على الشيء فعلاً أو قولاً (د. أحمد الشرياصي ، المعجم الاقتصادي الإسلامي ، دار الجيل ، 1981 ، ص 97).

فيهما معا ، لا يخلو من أن تكون السمسرة مقدرة بالزمن ، وذلك بأن يستأجر الراغب في البيع أو الشراء السمسار مدة معلومة ، يبيع له فيها ويشترى بحيث يستحق الأجر إذا عمل في المدة المحددة سواء أتم البيع ، أو الشراء أم لا ، أو أن تكون السمسرة مقدرة بالعمل بحيث لا يستحق السمسار الأجر، إلا إذا تم البيع أو الشراء فعلا.

#### ب- حكم السمسرة المقدرة بالزمن :

نص أصحاب المذاهب الثلاثة: الحنفية والمالكية والحنابلة، على جواز السمسرة في البيع والشراء ، إذا كانت مقدرة بمدة معلومة ، ظاهر مذهب الشافعية الجواز، حيث نصوا على جواز الاستئجار على السمسرة في البيع والشراء من غير تفصيل.

#### ت- حكم السمسرة المقدرة بالعمل :

اختلف أهل العلم في ذلك على ثلاثة أقوال :

#### ➤ القول الأول :

جواز ذلك مطلقا، أي سواء كان العمل قليلا ، أم كثيرا ، وإليه ذهب بعض الحنفية في ظاهر قولهم، وهو المشهور عند المالكية ، و الظاهر من مذهب الشافعية والحنابلة ، حيث لم يفرقوا بين القليل والكثير .  
واستدلوا في قولهم بحديث ابن أبي غرزة رضي الله عنه <sup>2</sup>. حيث دل هذا الحديث على جواز السمسرة، كما سبق بيان ذلك ، وقد نوقش الاستدلال بهذا الحديث من قبل الحنفية ، فقالوا: "هو محمول على ما إذا كانت المدة معلومة" ، وأجيب عن ذلك بأن هذا الحمل لا دليل عليه فيبقى الدليل على عمومته حيث لم

<sup>1</sup> - عبد الله بن أحمد بن قدامة ، المغني ، تحقيق د.عبد الله بن عبد المحسن التركي و عبد الفتاح محمد الحلو ، دار هجر ، ط2، 1992، الجزء8، ص42.

<sup>2</sup> - أنظر المذكرة ص45.

يوجد ما يدل على التخصيص ، كما أن السمسرة في البيع أو الشراء عمل يجوز عقد الإجارة عليه مقدرا بالزمن ، فجاز مقدرا بالعمل.

### ➤ القول الثاني :

القول بعدم الجواز ، وهو مذهب الحنفية ، وقد استدلوا بأن الجهالة في قدر منفعة البيع والشراء ، أي أن العمل المعقود عليه - وهو البيع أو الشراء - عمل مجهول ، لأنه قد يتم بكلمة واحدة ، كما أنه قد لا يتم إلا بعشر كلمات ، ومن شرط صحة الإجارة ، أن تكون على عمل معلوم ، أو إلى أجل معلوم.

و القول السابق يرد عليه من وجهين:

➤ الوجه الأول : أن الجهالة المانعة من صحة العقد وجوازه هي الجهالة التي تفضي إلى النزاع ، وإذا ما سلمنا بوجود الجهالة في البيع أو الشراء ، إلا أنها ليست جهالة مفضية إلى النزاع في العادة ، ثم إن الجهالة هنا تعتبر يسيرة فإن المتعاملين بذلك يعلمون ( بسبب خبرتهم ) ما يتطلبه تولي البيع والشراء من جهد ووقت في الغالب ، والجهالة اليسيرة مغفرة كجهالة أساس الحيطان في البناء ، وباطن الثوب... الخ.

➤ الوجه الثاني : أنه يمكن العقد على السمسرة في البيع أو الشراء بعقد الجعالة ، وهو من العقود التي شرعت أساسا في الأعمال المجهولة التي يصعب ضبطها مثل رد الجمل الشارد ، والسيارة المفقودة ، فإذا لم يصح فيها عقد الإجارة فإنه يصح فيها عقد الجعالة.

- على أن هذا الوجه لا يصلح كدليل في مواجهة الحنفية لأنهم لا يقولون بجواز الجعالة أصلا ، غير أن العبرة بالصحيح في هذه المسألة ، وهو جواز الجعالة ، فيبقى لغير الأحناف أن يستفيد من هذا الوجه من الجواب.

- عدم المقدرة على التسليم ، وذلك أن البيع أو الشراء لا يتم للسمسار إلا بمساعدة غيره ، وهو البائع أو المشتري ، بمعنى أنه غير قادر على إيفاء المنفعة بنفسه فيصبح كما لو استأجر رجلا ليحمل خشبة بنفسه ، وهو لا يقدر على حملها بنفسه.

ولكن قياس البيع أو الشراء على المثال المذكور فهو قياس مع الفارق ، كون حمل الخشبة الكبيرة متعذر ، بخلاف البيع أو الشراء ، فإنه لا يكاد يتعذر عن راغب ، ولهذا جازت المضاربة ، وهي لا تكون إلا بالبيع والشراء وما ذاك إلا لإمكان ذلك في العادة ، ويمكن أن يناقش هذا الجواب بأن القياس على المضاربة - جوابا عن هذا الدليل - لا يصح على إطلاقه ، لأنه وإن صح في العقد على السمسرة على وجه الجعالة ، فإنه لا يصح في العقد عليها على وجه الإجارة ذلك كون الإجارة عقد لازم ، لا يحتمل فيها مثل هذا الغرر بخلاف المضاربة والجعالة ، فإن كلا منهما عقد جائز ، يتمكّن العامل فيهما من الفسخ إذا تبين له عدم إمكان البيع أو الشراء فاحتمل فيها ذلك<sup>1</sup>.

### ➤ القول الثالث :

جواز ذلك إذا كان العمل قليلا ، وعدم جوازه إذا كان العمل كثيرا ، وهذا ما ذهب إليه بعض المالكية بناء على أحد القولين لهم في الجعالة إذ السمسرة عندهم من باب الجعل لا من باب الإجارة ، وجاء في كلام الإمام مالك - رحمه الله - ما يقتضي هذا القول في البيع دون الشراء ، حيث أطلق القول بالجواز في مسألة الشراء ، أما في مسألة البيع فقد قال بجواز الجعل في السلع القليلة دون الكثيرة<sup>2</sup> ، وأدلتهم في ذلك - أن من حكم الجعالة بأن لا يستحق العامل شيئا قبل تمام عمله ، فإذا كان العمل كثيرا انشغل السمسار به عن مصالحه ، مع أنه قد يبيع أو يشتري بعضا ويعجز عن بيع أو شراء الباقي ، فلا يستحق شيئا من العوض ، وفي ذلك ضرر وغرر بالنسبة له ، حيث يذهب عمله بالباطل هباء منثورا.

<sup>1</sup> - د. مبارك بن سليمان آل فواز ، المرجع السابق ، ص53.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه ، ص52.

ومن خلال ما ذكر فإن التعاقد مع السمسار على السمسرة في بيع أو شراء الأوراق المالية بعوض ، يمكن أن يكون إجارة ، ويمكن أن يكون جعالة ، ويمكن أن يكون وكالة بأجر ، كما أن السمسار يمكن أن يكون أجيروا ويمكن أن يكون عامل جعالة ، ويمكن أن يكون وكيلًا بأجر ، ولا يصح أن تحمل السمسرة على أحد هذه العقود بإطلاق ، بل لابد من النظر في الصيغة التي يتم بها التعاقد بين الطرفين ، للاستدلال بما على نوع العقد ، بأن يصرح المتعاقدان بالإجارة أو الجعالة ، أو يذكر حكم أحد هذه العقود ، كأن يجعل أحدهما للآخر الحق في الفسخ متى شاء ، أو يكون العرف قد جرى بهذا ، فيكون ذلك جعالة.

وقد ورد في الشرح الكبير - عن الجعالة " إنما تتميز عن الإجارة بما يدل على الجعالة ، بأن يصرح بها ، أو يقول : ولك بتمام العمل كذا " <sup>1</sup> ، والجعالة نوع إجارة ، وهذا لوقوع العوض في مقابلة منفعة وإنما تتميز بكون الفاعل لا يلتزم بالفعل.

## ثانياً: صناعات السوق وأحكامهم الفقهية

### 1- تعريف صانع السوق

صانع السوق هو شخص مرخص له من إدارة السوق بالتعامل في أسهم شركة أو شركات معينة ، حيث يحتفظ بمخزون معين من أسهم تلك الشركات ، ويقوم بالشراء والبيع مباشرة إما لحسابه الخاص ، وإما لصالح عملائه من الوسطاء والسماسرة وغيرهم.

ويلتزم صانع السوق بشروط وضوابط معينة، الهدف منها مد السوق بالمرونة ، والسيولة اللازمة في أي وقت من الأوقات، ومن ذلك إلزامه بالشراء عندما يكون هناك من يود البيع ، والبيع عندما يكون هناك من يود الشراء ، وفي مقابل ذلك لا يقوم صانع السوق بدفع عمولة على العمليات التي يقوم بها.

<sup>1</sup> - أحمد بن محمد العدوي الشهير بالدردير، الشرح الكبير ، تحقيق محمد عبد الله شاهين ، دار المكتبة العلمية ، بيروت ، لبنان ، ط1 ، 1996 ، الجزء 5 ، ص 358.

وبالنظر في الأسواق العربية فإنه لا يوجد صانع سوق بهذا المعنى ، بينما يوجد في السوق الأمريكي من يقوم بهذا الدور.

## 2- الحكم الفقهي لصانع السوق

كما تقدم يتضح أن صانع السوق يقوم بعدد من الأعمال من أهمها:

➤ السمسرة في بيع وشراء الأوراق المالية، وقد سبق بيان أحكامها الفقهية آنفا.

➤ البيع والشراء لمصلحة نفسه، أي: المتاجرة بالأوراق المالية.

➤ التخصص في أسهم شركة أو شركات معينة ، بيعا وشراء ، وسمسرة .

وهذا - في أصله - جائز شرعا ، ما دام التخصص في الأوراق المالية التي يجوز إصدارها ، كالأسهم ، بخلاف الأوراق التي لا يجوز إصدارها - كالسندات - فإنه لا يجوز التخصص فيها بيعا وشراء ، للأدلة التي سبق ذكرها عند الكلام عن حكم تداول هذه الأوراق ، كما لا يجوز التوسط فيها، لأن ذلك من التعاون على الإثم ، وقد قال الله تعالى ﴿وَتَعَاوَنُوا عَلَى الْبِرِّ وَالتَّقْوَىٰ ۖ وَلَا تَعَاوَنُوا عَلَى الْإِثْمِ وَالْعُدْوَانِ ۗ وَاتَّقُوا اللَّهَ ۖ إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ ۗ﴾<sup>1</sup>.

## الفرع الثالث: المضاربة في الأوراق المالية وحكمها الفقهي

بعد تطرقنا لصورة الوساطة في عملية تداول الأوراق المالية وتعرفنا من يقوم بهذه العملية سنتحدث في الآتي عن عملية المضاربة على الأوراق المالية.

### أولا: التعريف بالمضاربة في الأوراق المالية

إن مصطلح المضاربة - في الاستعمال المعاصر - ترجمة لكلمة أجنبية هي (سبكيلشن) ، والتي معناها التفكير والتأمل كما يقصد منها التخمين والحزر ، ومن هذا المعنى بنى بعض الباحثين تعريفهم للمضاربة ،

<sup>1</sup> - سورة المائدة ، الآية 02.

بقولهم بأن المضاربة لغة هي : "تقدير فرص الكسب لانتهازها ، واحتمالات الخسارة لاجتنابها " ، كما عرفها آخرون بقولهم : بأنها هي : (التنبؤ)، أي : أن الإنسان يتنبأ بالفرص المواتية وغير المواتية ، ينتهز الأولى ويحقق من ورائها الربح، ويتجنب الثانية حتى لا تحل به الخسارة ، والملاحظ من هذين التعريفين الإشارة إلى المعنى الاصطلاحي، الذي يرتبط بالبيع والشراء لغرض تحصيل الربح ، ومن هنا عرفت المضاربة في الاصطلاح الاقتصادي المعاصر بالتعريفات الآتية :

فقد عرفت بأنها: "بيع أو شراء ، لا لحاجة راهنة ، ولكن للاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن تنبؤ في تغيرات قيم الأوراق المالية" ووفقا لهذا التعريف ، فإن من يشتري أوراقا مالية مثلا، لا بقصد الاحتفاظ بها ، واستيفاء أرباحها عند توزيعها، وإنما بقصد بيعها والحصول على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع عندما تتحقق توقعاته ، فهو مضارب ، وعلى إثر ذلك عرف المضارب بأنه "شخص يقوم بمغامرة كبيرة نسبيا على أمل تحقيق مكاسب ، ويكون هدفه الأول زيادة رأس المال، لا الدخل الذي توفره حصص الأرباح".

وما يوضح هذا المعنى بدقة التعريف التالي الذي يعرف المضاربة بأنها: "عمليات بيع وشراء ، يقوم بها أشخاص لا بقصد استلام أرباح الأسهم أو فوائد السندات ، وإنما لجني ربح من الفروق الطبيعية التي تحدث في الأسعار بين وقت وآخر، وتسمى أرباحا رأسمالية" ووصف الفروق بالطبيعية احتراز من الفروق المصطنعة التي تنشأ عن الممارسات التي يسلكها بعض المضاربين للتأثير على الأسعار مثل الإشاعات ، وعقد الصفقات الوهمية ، وغير ذلك ، ويبدو أن هذا القيد لا حاجة إليه لأن البيع أو الشراء بقصد الحصول على الفروق المصطنعة لا يتنافى مع المضاربة من حيث حقيقتها ، وغاية ما في الأمر أن المضاربة تكون معه غير مقبولة ، وهو أمر آخر غير الحقيقة ، وقد ورد هذا القيد في تعريف آخر، مع إضافة قيد آخر، وهو التعريف الذي يعرف المضاربة بأنها "عملية بيع أو شراء تتبع بعملية أخرى عكسية ، يقوم بها أشخاص ، بناء على معلومات مسببة ، مجتهدين في الاستفادة من الفروق الطبيعية لأسعار السلع ، سواء كانت أوراقا مالية، أو بضائع،



وذلك في الزمان أو المكان ، بغرض الربح من جرائها " وعليه فوصف المعلومات بالمسببة ، يشير إلى أن المضاربة المقبولة هي المبنية على معلومات دقيقة ، تعطي التصور الصحيح والكامل عن الشركة مصدرة الورقة المالية ، وهذا من حيث متانة مركزها المالي ، وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها ، وتمويل استثماراتها ، وتحقيق أرباح مناسبة في المستقبل بحيث يكون التعامل في أسهم هذه الشركة مبنيا على أساس حسابات دقيقة ، وتكون الأسعار الناتجة عن ذلك مبررة من الناحية الاقتصادية.

أما في حالة الإقدام على التعامل في أسهم شركة معينة ، دون أن يكون ذلك مبنيا على مثل هذه المعلومات ، والتي يكون الباعث عليها ذلك الحدس أو التخمين المجرد ، فإن ذلك يكون إلى المقامرة أقرب منه إلى المضاربة ، وهذا وفقا للمعنى الذي تعرف به المقامرة ، حيث يعرفها بعض الباحثين بقوله " عندما يستخدم هذا المصطلح (المقامرة) في سوق الأسهم، فإنه يعني: بيع الأسهم والسندات أو شراءها بشكل عشوائي، دون تقصي احتمالات الربح والخسارة" ، ومن هنا عرف المقامر بأنه " الذي يقوم بعقد الصفقات اعتمادا على الحظ دون أية خبرة أو دراسة ، بل بالتخمين والاندفاع، والبورصة في نظره عبارة عن مائدة القمار".

وفي الأصل فإن التفريق بين المضاربة والمقامرة ، أو بين المضارب والمقامر ليس بهذا الوضوح ، ذلك أنه ليس مبنيا على طبيعة عقد البيع أو الشراء الذي يرمه المضارب أو المقامر، وإنما يعتمد التشبيه بالمقامر، بجماع أن المتعامل الذي لا يبنى تعامله على دراسة ونظر و تبصر فإنه يشبه المقامر الذي يقدم على التعامل مع الخطر الكبير و الغرر البين ، أو كما يقول التعريف السابق " اعتمادا على الحظ " .

ومن تعريفات المضاربة تعريفها بأنها "الشراء أو البيع في الحاضر، بأمل الشراء أو البيع في المستقبل عندما تتغير الأسعار"، وكذا تعريفها بأنها " شراء بقصد البيع بسعر أعلى، أو بيع بغرض تعويض ما باعه بسعر أقل " ، ومن هنا فإنه إذا روعي في معنى المضاربة العمل الذي يقوم به المضارب ، وهو البيع والشراء بقصد الربح ، تكون المضاربة - بالاصطلاح المعاصر - نوعا من المتاجرة والسعي لطلب الكسب ، وهي - بهذا المعنى

اشتقاق - لغوي صحيح ، قال في لسان العرب " ضرب في الأرض يضرب ضربا، وضربانا، و مضرابا ، بالفتح :خرج فيها تاجرا، أو غازيا، وقيل :أسرع، وقيل :ذهب فيها ، وقيل :سار في ابتغاء الرزق، يقال :إن لي في ألف درهم لمضرابا أي :ضربا، والطير الضوارب: التي تطلب الرزق، وضربت في الأرض أبتغي الخير من الرزق، قال الله عز وجل ﴿وَإِذَا ضَرَبْتُمْ فِي الْأَرْضِ﴾<sup>1</sup>. أي :سافرتم، وقوله تعالى ﴿لَا يَسْتَطِيعُونَ ضَرْبًا فِي الْأَرْضِ﴾<sup>2</sup>. يقال :ضرب في الأرض، إذا سار فيها مسافرا ، فهو ضارب ، والضرب يقع على جميع الأعمال إلا قليلا ، ضرب في التجارة ، وفي الأرض، وفي سبيل الله ، وضاربه في المال ، من المضاربة ، وهي القراض ، والمضاربة في الاقتصاد :عملية من بيع أو شراء يقوم بها أشخاص ذو خبرة بالسوق للانتفاع من فروق الأسعار.

### ثانيا : أنواع المضاربين

- أ- 0 والمعاشات ، والبنوك ، ويؤثر عملهم في عملية المضاربة على السوق من ناحية قدراتهم المالية وثقلهم في التعامل ، إضافة إلى أن عملهم قائم على دراسات وتحليلات لأحوال السوق<sup>3</sup>.
- ب- صغار المتعاملين الذين لديهم القدرة على دراسة أحوال السوق والتنبؤ بالأسعار وفق أسس فنية علمية ، إلا أن حجم تعاملاتهم لا يمكنهم من التأثير على السوق<sup>4</sup>.
- ت- الأفراد والجهات من صغار المتعاملين الذين ليس لديهم القدرة على دراسة السوق ، بالإضافة إلى أن حجم تعاملاتهم لا يمكنهم من التأثير على السوق<sup>5</sup>.

### 2-من حيث الدراية والمعرفة :<sup>6</sup>

<sup>1</sup> - سورة النساء ، الآية 101.

<sup>2</sup> - سورة البقرة ، الآية 273.

<sup>3</sup> - د.أحمد العازمي، المضاربة الوهمية في الأسواق المالية صورها وآثارها،مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق ، جامعة الإسكندرية ، العدد 2014 ، ص 946.

<sup>4</sup> - المرجع نفسه،ص946.

<sup>5</sup> - المرجع نفسه ،ص947.

<sup>6</sup> - المرجع نفسه ،ص947.

أ- المضارب المحترف:

هو من تتوفر لديه الخبرة والإلمام الواسع بالسوق ، ويهدف إلى تحقيق أكبر عائد ممكن في أقل مدة ممكنة حتى لو أدى ذلك إلى تحمله أقصى درجات المخاطرة في مجال الاستثمار.

ب- المضارب الهاوي:

هو من يزاول عملاً آخر بصيغة أساسية إلا أن أرباح المضاربة تستهويه ، فيدخل السوق بهدف توظيف بعض مدخراته ، ويقوم بالمضاربة دون علم أو دراية أو خبرة ، ومن ثم يأخذ قرارات عشوائية تكون أقرب إلى المقامرة ، فمنهم الذي يعتمد على الإشاعات ، ومنهم المغامرون الذين يقبلون على الأوراق المالية المغمورة أملاً في ارتفاعها ، ومنهم القطيع الذي ينقاد بسهولة وراء الآخرين

ثالثاً: الحكم الفقهي للمضاربة في الأوراق المالية.

إن الذي عليه عامة العلماء والباحثين المعاصرين هو جواز المضاربة- المتاجرة- بالأوراق المالية ، وذلك لعموم قوله تعالى ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾<sup>1</sup>. فقد دلت هذه الآية على إباحة كل بيع إلا ما خص بدليل ، وبيع الأسهم داخل في هذا العموم ، لعدم الدليل المعتبر على المنع منه ، وإذا جاز بيعها جازت المتاجرة بها وهذا لعموم الأدلة الدالة على جواز التجارة ، مثل قوله تعالى ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ﴾<sup>2</sup> وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ ۗ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا<sup>3</sup>. وقوله : صلى الله عليه وسلم "إن التجار يبعثون يوم القيامة فجاراً ، إلا من اتقى وبر وصدق"<sup>3</sup>. فيدخل في ذلك التجارة بالأسهم.

<sup>1</sup> - سورة البقرة ، الآية 275.

<sup>2</sup> - سورة النساء ، الآية 29.

<sup>3</sup> - أبو عيسى محمد بن عيسى الترمذي ، سنن الترمذي ، كتاب البيوع ، باب ما جاء في التجار وتسمية النبي صلى الله عليه وسلم إياهم ، رقم 1210 ، ص 295.

إلا أن هناك اتجاه معارض للمضاربة عادا إياها صورة حديثة للقمار ، بحيث تريح قلة ثروات هائلة وسريعة ، وتخسر كثرة ، وما تريحه القلة إنما هو على حساب الكثرة وقد استند هذا الاتجاه في كون المضاربة تحول البيوع من عقود جدية حقيقية إلى عقود صورية شكلية ، وكأنه تحول من بيوع إلى ألعاب ، كما كان في الجاهلية في بيوع الحصاة والملامسة والمنابذة وأمثالها<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : العمليات الواردة على الأوراق المالية وفق الشريعة الإسلامية

قد كان تداول الأسهم - ولا يزال في بعض الأسواق المالية - يتم بطريق الالتقاء المباشر بين السماسرة، حيث يتم تنفيذ الأوامر وإبرام العقود من خلال عملية المزايمة المباشرة ، ولكنها أصبحت في الوقت الحاضر تتم في أغلب الدول عن طريق أنظمة إلكترونية ، حيث يتم التداول بين الوسطاء من خلال الوحدات الطرفية للحاسب الآلي ، إما في قاعة واحدة ، أو كانوا في قاعات متفرقة ، أو متباعدة.

ذلك أن وجود قاعة للتداول ، ليس شرطاً ضرورياً لقيام بورصة منظمة ، حيث يمكن الاستغناء عنها بأنظمة المعلومات المتطورة - أنظمة الكمبيوتر - .

ولذلك فسنتناول أهم المعاملات الواردة في الأسواق المالية وأحكامها الفقهية وسنقتصر على معاملتين اثنتين هامتين المعاملات العاجلة والآجلة لكثرة التعامل بهما في سوق الأوراق المالية .

### الفرع الأول : المعاملات العاجلة وأحكامها الفقهية

يراد بالمعاملات العاجلة في سوق الأوراق المالية " المعاملات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المبيعة ، وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة ، أو خلال مدة قصيرة ، وفي هذا النوع من المعاملات يقوم مالك

<sup>1</sup> - د. أحمد العازمي، المرجع السابق، ص 953.

الأسهم - الراغب في البيع - بتسليم الأسهم إلى الوسيط إما عند إصدار الأمر، أي قبل تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة ، وهو ما تشترطه بعض أسواق الأسهم ، وإما بعد تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة ، وفي كلا الحالتين يتم القيام بالترتيبات اللازمة من قبل إدارة السوق ، لكي يقوم وسيط البائع بتسليم الأسهم المبيعة إلى وسيط المشتري ، ليقوم بدوره بتسليمها إلى المشتري ، ونفس الشيء يقال بالنسبة لتسليم الثمن.

### أولاً: أنواع المعاملات العاجلة

مثلاً أن البيع المعتاد الذي يدفع فيه المشتري الثمن من ماله الموجود في ملكه ، ويبيع فيه البائع الأسهم المملوكة له ، يوجد في السوق المالية نوعان آخران لا يملك المشتري في أحدهما كامل الثمن عند الشراء ، ولا يملك البائع الأسهم التي باعها عند البيع ، ويسمى الأول منهما بالشراء بالهامش ، ويسمى الثاني منهما بالبيع على المكشوف وستتطرق لهما كالتالي:

#### 1- الشراء بالهامش

يعتبر الشراء بالهامش نوع من أنواع المعاملات العاجلة ، يراد به بأن يقوم المستثمر بدفع جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراءها من أمواله الخاصة ، ودفع الجزء الباقي من أموال مقترضة ، ويحصل المشتري على القرض إما من أحد المصارف ، أو غيره من المؤسسات التمويلية ، أو من أحد بيوت السمسرة ، ويتم ذلك - في الحالة الأخيرة - عن طريق اتفاق خاص ، يعقده المشتري مع أحد بيوت السمسرة ، يقوم بيت السمسرة بإقراضه جزءاً من ثمن الأسهم التي يريد شراءها ، على أن تسجل الأسهم التي تم شراءها باسم بيت السمسرة ، وليس باسم المشتري<sup>1</sup>.

والهدف من ذلك أن يتمكن بيت السمسرة من اقتراض المبلغ من أحد المصارف ، ورهن الأسهم لديه في مقابل ذلك ، حيث إن بيت السمسرة من عادته أن يقوم باقتراض المبلغ الذي يريد إقراضه للمشتري

<sup>1</sup> - د. مبارك بن سليمان آل فواز، المرجع السابق ، ص76.

من أحد المصارف بفائدة معينة ، ثم يقوم بإقراضه إلى المشتري بفائدة أعلى ، والمبلغ النقدي الذي يدفعه المستثمر من أمواله الخاصة يسمى الهامش ، وهو إما : هامش مبدئي ، وهو الحد الأدنى الذي يشترط أن يدفعه المشتري من ماله الخاص عند إرادة الشراء ، ويحدد بنسبة معينة من ثمن الأسهم المشتراة ، والثاني هامش وقاية يتم دفعه بعد ذلك ، عند اقتضاء الأمر ، ولذا يطلق على هذا النوع من المعاملات (الشراء بالهامش).

## 2- البيع على المكشوف

يدعى البيع على المكشوف بالبيع القصير، أو البيع بالعجز، وتقوم فكرة هذا النوع من البيوع على بيع أوراق مالية مقترضة ، يقوم البائع باقتراضها من السمسار الذي يتعامل معه ، أو من غيره ، وتسليمها للمشتري على أن يقوم هو بدوره فيما بعد بشرائها من السوق ، وتسليمها للمقرض ، متى طلبها ، ومن هنا فقد عرف البيع على المكشوف بأنه " قيام شخص ببيع أوراق مالية لا يملكها ، عن طريق اقتراضها من آخرين - شركة السمسرة أو شخص آخر- مقابل الالتزام بإعادة شرائها ، وتسليمها للمقرض ، في وقت محدد " <sup>1</sup>.

والهدف الأساسي من البيع على المكشوف هو المضاربة على فروق الأسعار ، من أجل تحقيق ربح في الأجل القصير ، ولذلك فإنه لا يقدم عليه إلا من يتوقع انخفاض أسعار الأوراق المالية في المستقبل ، بحيث يربح الفرق بين السعر المرتفع الذي قد باعها به في الحال ، والسعر المنخفض الذي يشتريها به في المستقبل.

## ثانيا :الحكم الفقهي للمعاملات العاجلة

### 1- حكم الشراء بالهامش

كما سلف وأن ذكرنا الشراء بالهامش هو شراء لأسهم بثمان ممول جزء منه بقرض ربوي ، يحصل عليه المشتري من السمسار الوكيل في الشراء ، أو من غيره ، حيث يدفع المشتري جزءا من الثمن من ماله

<sup>1</sup> - د.مبارك بن سليمان آل فواز، المرجع السابق ، ص76.

هو ، وهو المعروف بالهامش ، وباقي الثمن يدفعه السمسار أو غيره من ماله ، ويكون قرضاً على المشتري ، ويأخذ المقرض على هذا القرض فائدة ربوية ، بحسب مدة القرض ، لذا فلا إشكال في تحريم القرض الذي يحصل عليه المشتري من السمسار أو من غيره ، وذلك لتضمنه شرط رد القرض بأكثر منه، إذ من المتفق عليه بين العلماء أن كل قرض جر نفعاً فهو ربا ، وإذا كان السمسار هو المقرض ، فإنه يضاف لذلك سبب آخر في التحريم ، وهو الجمع بين عقد تبرع القرض، وعقد معاوضة السمسرة ، وذلك محرم شرعاً. وعليه فيكون الشراء بالهامش وفقاً لهذه الصيغة محرماً ، لاشتماله على عقد محرم ، وهو القرض برياً. لكن في هذه المسألة شقان :

أ- الشق الأول : إذا وقع الشراء بالهامش هل يكون صحيحاً ؟ أم يكون باطلاً ؟.

حكم الشراء بالهامش من حيث الصحة والبطالان ، بعد أن تبين حكم الشراء بالهامش من حيث الجواز وعدمه ، وهو التحريم ، فإن حكمه - إذا وقع - هو الصحة ، وذلك بناء على القول الراجح من أقوال أهل العلم من صحة عقد القرض الذي يجر للمقرض منفعة مشروطة في العقد مع الإثم في اكتساب المال عن طريق القرض الربوي المحرم ، على أنه حتى على القول ببطالان عقد القرض فإنه لا يلزم من ذلك بطلان الشراء ، وذلك أن الشراء - في العادة - يكون في الذمة ، لا بعين المال المقترض ، ثم إن المشتري يدفع المال الذي اقترضه ثمناً لما اشتراه ، فلو كان المال الذي اكتسبه عن طريق الاقتراض محرماً بناء على القول ببطالان القرض ، فإن عقد الشراء صحيح ، لأنه لم يعقد بعين المال المحرم ، لكنه يكون آثماً بدفع هذا المال المحرم<sup>1</sup>. وما يستخلص مما سبق فإن الشراء بالهامش - إذا وقع - يكون صحيحاً، وإن كان الإقدام عليه وفق الصيغة التي يتم بها في الأسواق المالية محرماً ، وكونه صحيحاً لأن المقترض يملك المال المقترض ، فإذا اشترى به فقد اشترى بما يملك.

<sup>1</sup> - د. مبارك بن سليمان آل فواز، المرجع السابق ، ص 77.

ب- الشق الثاني : إذا خلا الشراء بالهامش من الربا ، هل يكون جائزا؟

حكم الشراء بالهامش إذا خلا من القرض بفائدة ذكر الدكتور محمد القري في هذه المسألة عدم الجواز، وفي ذلك يقول مبينا ومستدلا فلو جرد العقد المذكور من الفائدة على القرض الذي يقدمه السمسار إلى المشتري هل يكون جائزا؟ الأرجح أنها تبقى ضمن عدم الجواز ، لأن فيها عقودا قد اختلطت، منها بيع وقرض ، والقرض فيها مشروط بالبيع ، وللمقرض حتى لو كان قرضه للإرفاق حسنا بدون زيادة ربوية في عقد البيع التابع لعقد القرض مصلحة ، فكأنه قرض جر منفعة وفيه بيع وسلف<sup>1</sup> . وقد صح عن النبي صلى الله عليه وسلم فيما رواه عمر بن شعيب عن أبيه عن جده أن رسول الله قال : " لا يحل سلف وبيع ، ولا شرطان في بيع..." الحديث<sup>2</sup> .

وعلى إثر ذلك يكون الشراء بالهامش الذي يتضمن الاقتراض من السمسار محرما ، ولو كان القرض بدون فائدة ، لما ذكر، لكن الشراء إذا وقع فإنه يكون صحيحا ، لما تقدم في الحالة الأولى ، وبهذا يتبين أنه لو خلا الشراء بالهامش من الربا ، بأن كان القرض بلا فائدة ، وكان من غير السمسار ، أو كان التمويل بأسلوب المشاركة بين السمسار والراغب في الشراء ، أو نحو ذلك ، لكان مباحا.

## 2- حكم البيع على المكشوف :

يفرق في حكم البيع على المكشوف بين حالتين:

أ- الحالة الأولى : أن يتم البيع على المكشوف قبل اقتراض الأسهم.

يحصل أن يعقد السمسار الصفقة لصالح الراغب في البيع قبل أن يملك البائع الأسهم المباعة ، فقد يتم تنفيذ أمر البيع ، ثم قبل تاريخ التسليم - الذي قد يتأخر يوما أو أكثر عن تاريخ التنفيذ - يقوم البائع بشراء الأسهم التي باعها ، أو يقوم السمسار باقتراضها له ، وتسليمها للمشتري ، وهذا يعني أن البائع قد

<sup>1</sup> - د. محمد بن علي القري ، الأسواق المالية ، دار حافظ، جدة، المملكة العربية ، السعودية ، 1995 ، ط1 ، ص63.

<sup>2</sup> - أبو عيسى محمد بن عيسى الترمذي ، المرجع السابق، كتاب البيوع، باب ما جاء في كراهية بيع ما ليس عنده، رقم 1234 ، ص 300 .



باع ما ليس مملوكًا له وقت البيع ، وهو غير جائز شرعا كما يدل حديث حكيم بن حزام - رضي الله عنه - قال : سألت النبي صلى الله عليه وسلم فقلت يا رسول الله ، يأتيني الرجل فيسألني البيع ليس عندي ، أبيع منه ، ثم أبتاعه له من السوق ، قال : " لا تبع ما ليس عندك " <sup>1</sup> . وعليه فيكون البيع على المكشوف في هذه الحالة غير جائز شرعا.

#### ب- الحالة الثانية : أن يتم البيع على المكشوف بعد اقتراض الأسهم.

معرفة حكم البيع على المكشوف في هذه الحالة ينبنى على معرفة حكم إقراض الأسهم ، وهو محل خلاف بين العلماء والباحثين المعاصرين ، والغالب هو عدم جوازه ؛ وذلك كون على موجودات الشركات أن تكون خليطاً من النقود والديون والأعيان ، ويتعذر في العادة معرفتها على جهة التفصيل في كل وقت ، بحيث إذا أراد أحد المساهمين أن يقرض أسهمه استطاع معرفة ما تمثله تلك الأسهم تفصيلاً ، ولما كان الأمر كذلك ، وكان قرض النقود والديون لا يصح إلا أن تكون معلومة المقدار ، وقرض الأعيان لا يصح إلا بشرط العلم بها ، فإن قرض الأسهم والحالة هذه يكون غير جائز ، كما أن قرض الأسهم يترتب عليه رد القرض بأكثر أو أقل منه ، وذلك لتغير موجودات الشركة - بالنقص أو الزيادة - عند رد الأسهم عنها عند إقراضها ، وذلك محرم شرعا إذا كان ذلك مشروطاً في العقد ، ومثله إذا كان ذلك معروفاً ، وبناء على ذلك يكون البيع على المكشوف غير جائز شرعا ، وذلك لعدم ملكية البائع للأسهم التي اقترضها ، لبطلان عقد القرض الواقع عليها <sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني: المعاملات الآجلة وحكمها الفقهي

سنتناول في هذا الفرع العمليات الآجلة الواردة في سوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> - المرجع نفسه ، رقم 1232 ، ص 300 .

<sup>2</sup> - د.مبارك بن سليمان آل فواز ، المرجع السابق ، ص 80.

أولاً: التعريف بالمعاملات الآجلة

تعد المعاملات الآجلة نوع من أنواع المعاملات التي تجري في بورصات الأوراق المالية ، وهي عقود بيع ، يتفق فيها على نوع الأوراق المالية محل الصفقة ، وعددها ، وثمنها ، عند إبرام العقد ، على أن يتم تسليم الأوراق المباعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق ، يسمى يوم التصفية ، وعليه فإنه يمكن تعريفها بأنها " بيع أوراق مالية مؤجلة ، بثمن مؤجل " وبهذا تختلف المعاملات الآجلة عن البيع بأجل ، وهو البيع الذي يحصل فيه تسليم الأوراق وقت العقد ، وتأجيل دفع الثمن إلى أجل أو آجال محددة.

ثانياً: الحكم الفقهي للمعاملات الآجلة

تعتبر المعاملات الآجلة محرمة شرعاً ، وذلك لما يأتي :

- ما فيها من اشتراط تأجيل تسليم المبيع المعين ، وهو هنا الأسهم ، وهو محرم بالإجماع كما حكى ذلك ابن رشد رحمه الله بقوله " وأجمعوا على أنه لا يجوز بيع الأعيان إلى أجل ، وأن من شرطها تسليم المبيع إلى المبتاع بأثر عقد الصفقة " <sup>1</sup>.

- ما فيها من تأجيل الثمن والمثمن ، وهو بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه ، كما حكى ذلك غير واحد من أهل العلم ، قال الإمام أحمد رحمه الله " لم يصح فيه حديث ، ولكن هو إجماع " <sup>2</sup> ، وقال ابن المنذر رحمه الله " وأجمعوا على أن بيع الدين بالدين لا يجوز " <sup>3</sup> ، وقال ابن قدامة رحمه الله " ولا يجوز ذلك - أي بيع الدين بالدين - بالإجماع " <sup>4</sup> ، وقال السبكي رحمه الله " وقد أجمع أهل العلم على أن بيع الدين بالدين لا يجوز ، نقل ذلك ابن المنذر ، وقال : قال أحمد : إجماع الأئمة أن لا يباع دين بدين ، قلت : وناهيك بنقل

<sup>1</sup> - د. مبارك بن سليمان آل فواز ، المرجع السابق ، ص 81.

<sup>2</sup> - عبد الله بن أحمد بن قدامة ، المرجع السابق ، الجزء 6 ، ص 106.

<sup>3</sup> - ابن المنذر ، الإجماع ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، لبنان ، ط 2 ، 1988 ، ص 53.

<sup>4</sup> - عبد الله بن أحمد بن قدامة ، المرجع السابق ، الجزء 6 ، ص 106 ..

أحمد الإجماع ، فإنه معلوم سنده فيه " <sup>1</sup> ، وقال ابن رشد رحمه الله " فأما النسيئة من الطرفين فلا يجوز بإجماع ، لا في العين ولا في الذمة لأنه الدين بالدين المنهي عنه " <sup>2</sup> ، وقال شيخ الإسلام ابن تيمية رحمه الله " والإجماع إنما هو في الدين الواجب بالدين الواجب ، كالسلف المؤجل من الطرفين " <sup>3</sup> .

- أن غالب التعامل في المعاملات الآجلة يجري على المكشوف ، بمعنى أن البائع يبيع أسهما لا يملكها ، على أمل أن تنخفض أسعارها في المستقبل ، ليقوم بشرائها عند ذلك ، وتسليمها للمشتري ، وفي هذا ارتكاب للمحذور ، ومخالفة صريحة عن بيع الإنسان ما ليس عنده لنهي النبي صلى الله عليه وسلم عن ذلك .

- أن البيع غير مقصود للمتعاملين بهذا النوع من المعاملات غالبا ، ولذلك تنتهي هذه المعاملات - في الغالب - بالمحاسبة بين البائع والمشتري على فروق الأسعار ، دون تسليم أو تسلّم للأسهم .

مع العلم أنه إن كان شرطا في العقد ، أو عرفًا معمولًا به ، فهو رهان وقمار ، لدخول كل واحد من المتعاقدين في العقد وهو متردد بين حالين ( إما أن يغرم ، وإما أن يغرم ) وهذا حقيقة القمار ، وإن كان غير مشروط في العقد ففيه معنى القمار ، وذلك أن الذي يحمل هؤلاء المتعاملين بتلك المعاملات من البائعين والمشتريين إنما هو البحث عن الربح ، وتوقع تغير الأسعار في صالحهم ، ولكن الذي يحدث أن توقعات أحد الطرفين لا تتحقق ، فقد يحصل البائع الأسهم عند حلول الأجل ، وقد لا يحصلها ، وإن حصلها فقد تكون بأسعار أعلى مما باعها بها ، وهو ما يحدث عندما يقدم المشترون على شراء كل ما يعرض من أسهم في السوق حتى إذا حل الأجل لم يجد البائعون ما يشترونه ليسلموه إلا عند المشتريين أنفسهم ، فيضطرون لشرائها منهم بالأسعار المرتفعة التي يعرضونها ، فيقعون في خسارة محققة ، وقد تتحقق توقعات البائعين فتتخفف الأسعار ، وعندها تقع الخسارة بالمشتريين الذين يضطرون لبيع الأسهم بالأسعار المنخفضة ، حيث

<sup>1</sup> - د. مبارك بن سليمان آل فواز ، المرجع السابق ، ص 82 .

<sup>2</sup> - المرجع نفسه ، ص 82 .

<sup>3</sup> - أحمد بن تيمية ، المرجع السابق ، ص 235 .

ليس لهم غرض في تملك الأسهم أصلا ، وإنما الذي حملهم على الشراء توقع ارتفاع أسعار الأسهم عند حلول الأجل ، ليقوموا ببيعها عند ذلك ، ويربحوا الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

وهذا هو الإشكال أن هؤلاء المتعاملون يقدمون على هذه العقود مع علمهم بذلك ، أي مع علمهم بأن أحد الطرفين خاسر ولا بد ، وهذا هو معنى القمار، والقمار محرم في كتاب الله ، وسنة رسوله وعليه إجماع علماء الأمة كما سلف ووضحنا ذلك في المقامرة ، وقد نص قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي على تحريم المعاملات الآجلة ، فقد جاء في قرار المجمع في دورة مجلسه المنعقدة بمكة المكرمة في الفترة من 11 إلى 16 ربيع الثاني سنة 1404هـ " إن العقود الآجلة بأنواعها ، التي تجري على المكشوف ، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع ، بالكيفية التي تجري في الأسواق المالية - البورصة - غير جائزة شرعا ، لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك ، اعتمادا على أنه سيشتريه فيما بعد ، ويسلمه في الموعد المحدد ، وهذا منهي عنه شرعا ، لما صح عن رسول الله صلى الله عليه وسلم أنه قال : " لا تبع ما ليس عندك " وقد سبق تخريج هذا الحديث ، وكذلك ما رواه الإمام أحمد وأبو داود بإسناد صحيح عن زيد بن ثابت - رضي الله عنه - أن النبي صلى الله عليه وسلم " نهى أن تباع السلع حيث تباع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم " <sup>1</sup>.

بالإضافة إلى أن العقود الآجلة في السوق المالية - البورصة - ليست من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية ، وذلك للفرق بينهما من وجهين :

➤ في السوق المالية - البورصة - لا يدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد ، وإنما يؤجل دفع الثمن إلى موعد التصفية ، بينما الثمن في بيع السلم يجب أن يدفع في مجلس العقد.

<sup>1</sup> - محمد بن عبد الله النيسابوري ، المستدرک فی الصحیحین ، تحقیق مصطفی عبد القادر عطا ، دار الکتب العلمیة ، بیروت ، لبنان ، ط 1 ، 1990 ، کتاب البیوع ، الجزء 2 ، رقم 2270 ، ص 46 .

► في السوق المالية - البورصة - تباع السلع المتعاقد عليها وهي في ذمة البائع الأول ، وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدة مرات ، وليس القصد من ذلك سوى قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشتريين غير الفعليين مخاطرة منهم على الكسب والربح ، كالمقامرة بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه.

## الفصل الثاني

الإطار القانوني للتعامل بالأوراق المالية

## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها وفق القانون

لقد احتل النظام الرأسمالي مكانة رائدة وعالمية بعد انهيار النظام الاشتراكي، وذلك أدى إلى التحرر الاقتصادي وهذا انعكس على التطورات التي أضحت تشهدها الدول النامية منذ الثمانينات متجسدة في الخصوصية، مما نجم عنه التقليل من الاعتماد على القطاع العام بوصفه القطاع المسيطر في النظام الاشتراكي والذي كان يعتمد بصفة أساسية على الميزانية الحكومية في المجالات التمويلية، بالإضافة إلى الفوائض التي تحققت شركات القطاع العام كونها القطاع المسيطر في النظام الاشتراكي، وهذا لا يترك أي مجال للدور الذي يمكن أن تلعبه الأسواق المالية في عملية التنمية. فنشأة الأسواق المالية قد ارتبطت بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول التي وجدت بها، وظهر تطور هذه الأسواق المالية خلال فترة السبعينات والثمانينات، وقد كان الفضل في تطورها التغيرات الهيكلية المرتبطة بالفلسفة الإصلاحية لبعض الدول الصناعية المتقدمة - كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا- وهذا بدوره انعكس على كفاءة وتطور الاقتصاديات المحلية في الدول النامية، فالأسواق المالية هي الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي لذا على الدول النامية أن تعمل على تطوير وتنمية الأسواق المالية فيها إن هي أرادة أن تسير وتواكب الركب الحضاري، وتلحق بالدول المتقدمة، وقد لوحظ في السنوات المتأخرة مدى تزايد اهتمام الدول النامية بتنمية أسواقها المالية وذلك بفعل إدراكها للدور الذي أضحت تلعبه في تنميتها الاقتصادية، من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي التي تحتاج إلى الأموال من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية، بالإضافة إلى أنها تساهم في التخصيص الأمثل للموارد المتاحة بما يتماشى وتحقيق النمو الاقتصادي.

وعليه سوف نحاول من خلال ما سيأتي أن نقتصر في بحثنا على دراسة النظام القانوني للبورصة في

القانون الجزائري لما له أهمية في موضوع بحثنا مقارنة لما جاء في الفصل الأول.

## المطلب الأول : ماهية سوق الأوراق المالية في الجزائر

قبل التطرق لمفهوم بورصة الجزائر لا مناص من إعطاء نظرة عن نشأة البورصة وتعريفها ، ثم نتطرق فيما بعد لنشأة هذه السوق المالية في الجزائر ومراحل السابقة لظهورها وتعريف المشرع الجزائري لها.

## الفرع الأول : التطور التاريخي لنشأة سوق الأوراق المالية المعاصرة (البورصة)

من خلال تتبعنا لتاريخ سوق الأوراق المالية فإننا نكتشف أن نشأت هذه السوق وتطورها أتى انعكاسا للظروف والاحتياجات المتزايدة في البلدان التي ظهرت فيها هذه الأسواق، فنشأة تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة وإنما كان لعوامل عدة ناجمة عن التطور التجاري والاقتصادي، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن بدأ فكر الإنسان يخمن في استغلال مدخراته، فمنذ حوالي أربعة آلاف عام قبل الميلاد عرفت حضارة وادي الرافدين أقدم أشكال التمويل والصيرفة من خلال شريعة حمورابي التي تضمنت مواد قانونية لتنظيم التجارة وأعمال الصيرفة، وهذا بعد أن تطورت التجارة و ظهرت أشكال من التعامل المالي و النقدي ومن أهمها بيوت المال وعمليات الاقتراض والتمويل وتسوية المدفوعات وغيرها من الأعمال المصرفية الأخرى<sup>1</sup>، ومع تطور التجاري عند الرومان في القرن الخامس قبل الميلاد قاموا بإنشاء سوق مالية، كما أن اليونانيين أنشؤوا ما عرف بمتجر المقايضات في أثينا، كما كانت هناك أسواق عند العرب في الجاهلية، حيث كانت لقريش رحلات تجارية في فصل الشتاء إلى اليمن، وفي الصيفي إلى الشام وأشار القرآن الكريم إلى ذلك في سورة قريش لقوله تعالي ﴿إِيْلَافٍ قُرَيْشٍ (1) إِيْلَافِهِمْ رِحْلَةَ الشِّتَاءِ وَالصَّيْفِ (2) فَلْيَعْبُدُوا رَبَّ هَذَا

<sup>1</sup> - عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء ط1 ، 2010 ، ص114-115.



الْبَيْتِ (3) الَّذِي أَطْعَمَهُمْ مِّنْ جُوعٍ وَآمَنَهُمْ مِّنْ خَوْفٍ<sup>1</sup>، كما كان لهم في عهد الحضارة الإسلامية في المدن الكبرى ، كبغداد والقيروان ، وقرطبة و سمرقند ، أحياء للتجار تعرف بالبازار يعرض فيه التجار أمتعتهم ويتفقون فيه على الأسعار<sup>2</sup>.

إلا أن التاريخ شهد بعد انهيار الإمبراطورية الرومانية وبعد منتصف العصور الوسطى بروز مزيدا من التطور في العمليات المالية و التجارية في إيطاليا ، و الذي تمثل في ظهور عقود المشاركة في تمويل الحملات التجارية عبر البحار ، حيث أسهم هذا التطور و التوسع المستمر في الأنشطة التجارية باستحداث مركز أو سوق دائم تتم بداخله هذه الأعمال المالية والتجارية ويحسب للإيطاليين أنهم أسسوا لأول مرة البورصة<sup>3</sup>. وترجع كلمة بورصة إلى مصدرين أساسيين هما :

➤ من اسم أحد كبار التجار الأغنياء و كان اسمه (فان دي بورص) كان يقيم في مدينة (بروج) البلجيكية وهو ذو أصول إيطالية إذ كان يتجمع عنده عدد كبير من التجار بقصد إتمام عمليات البيع والشراء سواء للبضائع أو العملات المختلفة.

➤ من فندق في مدينة (بروج) البلجيكية وكان يزين واجهته شعار عمله على ثلاثة أكياس) إذ كان يجتمع في الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف الأعمال بالبيع و الشراء<sup>4</sup>.

و تجدر الملاحظة بأن كل المراحل السابقة والأحداث أدت إلى إنشاء بورصة للبضائع فقط ولم تكون هناك بورصة أو سوق للأوراق المالية بسبب عدم تداول الأسهم و السندات خلال الفترة الأولى من التطورات الاقتصادية و التجارية خاصة في أوروبا خلال بداية القرن السادس عشر، ويرجع عدم تداول الأسهم

<sup>1</sup> - سورة قريش.

<sup>2</sup> - أحمد محي الدين أحمد، المرجع السابق، ص26 .

<sup>3</sup> - عصام فهد العرييد ، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار رضا للنشر ، سوريا ، دمشق ، ط1 ، 2002، ص 23 .

<sup>4</sup> - عباس كاظم الدعيمي، المرجع السابق، ص116.

والسندات إلى غياب شركات المساهمة و لم تكن القروض الحكومية كافية لإنشاء سوق للأوراق المالية ،  
وبانتشار و اتساع دائرة القروض الحكومية تأسست منشآت كبيرة حيث أوجد بذلك حركة قوية للتعامل في ما  
عرف بالصكوك المالية من أسهم وسندات ، وبذلك ظهرت سوق الأوراق المالية بجانب بورصات البضائع<sup>1</sup>.  
بحيث كانت تتم هذه المعاملات بالأوراق المالية على حافة الطريق ثم تحولت إلى مقرات وأبنية خاصة لإجراء  
هذه المعاملات

ومن خلال ماسبق يمكن تتبع مراحل نشأة البورصة (سوق الأوراق المالية) على أربع مراحل نوردتها وفق

الآتي :

**أولاً- مرحلة إنشاء بورصات البضائع:** كان سبب ظهور هذه المرحلة التي عرفت ببورصة البضائع إلى التطور  
والانتقال من المجال الزراعي إلى المرحلة الصناعية و ما رافقه من انتقال لعنصر العمل إلى المدن ، مما انجر عنه  
صعوبة في التموين المنظم للمدن بالأغذية نظرا لازدحامها بالسكان ، إذ اقتضى هذا وجود سوق عالمي  
للاتجار بالمحاصيل الزراعية مما ساهم في نشوء متعاملين جدد عرفوا بالسماسرة ، وظهرت تجارة الجملة، و  
ساهمت البنوك في تمويل التجار، كل ذلك أدى إلى نشأت ما عرف ببورصة البضائع<sup>2</sup>، وبذلك أنشأت أول  
بورصة في شكل بنايات أطلق عليها اسم بورصة وكان ذلك في بلجيكا عام 1460 م ثم تلتها بورصة  
أمستردام 1608 م ، والتي كانت مركزا للسوق الآجلة للبضائع، وأنشأت بورصة لندن في 1695 م، ثم  
قامت بورصة نيويورك عام 1792 م، فبورصة روما 1821 م ، ثم بورصة جنيف في عام 1850م<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - علاء أحمد جبر، بورصة الأوراق المالية ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، القاهرة، 2007، ص02.

<sup>2</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي دراسة تحليلية نقدية ، دار الفكر، دمشق ، ط1 ، 2002 ،  
ص32-33.

<sup>3</sup> - أحمد محي الدين أحمد، المرجع السابق، ص26-27.

ثانيا - مرحلة التعامل بالأوراق التجارية : وظهرت هذه المرحلة في فرنسا بحيث بدأ التعامل بالأوراق المالية مبكرا في القرن الثالث عشر في فرنسا حيث كان يجرى التداول بالكمبيالات والسحوبات الإذنية، إذ استحدث الملك ( فليب) مهنة سمسرة الصرف قصد تنظيم هذا التداول حتى أصبحت بورصة باريس في عام 1724م تقتصر عملياتها على سندات بلدية باريس والأوراق المالية والكمبيالات<sup>1</sup>، وفي عام 1677م كان يتم التعامل في بورصة

إنجلترا بسندات الائتمان والتمويل التبادلي التجاري وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية بعض الشركات الأخرى<sup>2</sup>،

وتكمن أهمية هذه المرحلة في أنها طورت عملية تبادل الأوراق التجارية و خاصة الكمبيالات إذ كانت أسواق الأسهم و السندات مجهولة خلال هذه الفترة.

ثالثا - مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق : إن التعامل بالأوراق المالية

والتجارية كان يجري في بورصة البضائع ، ولكن بعد خروج المتعاملون بالأوراق المالية من بورصة البضائع بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون أقرب إلي بورصة البضائع و لمقاهي في الأيام الممطرة والباردة ، ففي لندن بعد خروج المتعاملون من بورصة البضائع كانوا يلتقون في مقهى تسمى (جوناثان) ، أما في أمريكا كان السمسرة يجتمعون تحت شجرة في شارع( وول ستريت) ، وفي فرنسا كان اجتماعهم يتم في مقهى تسمى (كاناتبوا)<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - سليم قط ، المرجع السابق، ص6.

<sup>2</sup> - أحمد محي الدين أحمد، المرجع السابق، ص، 27 .

<sup>3</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع السابق، ص33-34.

رابعا - مرحلة استقلال سوق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها : قد أدى تطور الصناعة ونشأت المشاريع الضخمة إلى عدم استطاعت المستثمر الواحد القيام بكل التزاماته المالية المترتبة عليها، ومع النمو الاقتصادي وتطور الصناعة وزيادة التحول ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية، بالإضافة إلى رواج التعامل بالأوراق المالية أدى كل ذلك إلى ضرورة قيام سوق للأوراق المالية المستقلة ومن هذه الأسواق المنظمة والتي تعد الأشهر والأقدم في تاريخ سوق الأوراق المالية، سوق الأوراق المالية في لندن في عام 1806 في مبنى (rojal exchange) وفي الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول سوق في عام 1821م في شارع ( وول ستريت ) بنيويورك ، كما تعود جذور إنشاء بورصة باريس إلى عام 1808 وتوالت بعد ذلك إنشاء بورصات للأوراق المالية منها بورصة طوكيو عام 1878م أما بورصة (هونك كونج) قامت عام 1891 وهو تاريخ التبادل الرسمي للأوراق المالية هناك<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني : نشأة بورصة الجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر تدخل، تحت إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تم الإعلان عنه عام 1987 والذي دخل حيز التطبيق عام 1988مما بخصوص التحضير الفعلي لإنشاء هذه السوق المالية - البورصة - فكان ابتداء من التسعينات ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نجملها في الآتي:

أولا - المرحلة التقريرية : ويمكن أن نؤرخ لهذه المرحلة من (1990-1992) فقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر في بوادر عام 1990 بحيث نص في المرسوم رقم 101/90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990م على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط ، و أوضح المرسوم رقم 90/ 102 المؤرخ

<sup>1</sup> - أحمد محي الدين أحمد ، المرجع السابق ، ص 32-33.

بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي بإمكان الشركات العمومية الاقتصادية إصدارها وكذا شروط مفاوضتها، بحيث سمح هذا المرسوم للشركات باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى ، وفي شهر أكتوبر من سنة 1990، ومن خلال هيئات مؤهلة تتمثل في الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء تلك الهيئة بتسمية مؤقتة و هي شركة القيم المتداولة ، وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 فإن صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال حدد بقيمة ثلاثمائة وعشرون ألف دينار جزائري ( 320000 دج ) ، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء ، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة ، ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي إنما يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أحسن الظروف، وحتى تتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى والازدهار، إلا أن بعض الصعوبات واجهتها هذه الشركة لاسيما في الدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، مما أدى إلى تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فيفري 1992 إلى تسعة ملايين وثلاثمائة وعشرين ألف دينار جزائري ( 9.320.000.00 دج ) كما تم تغيير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية، ورغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية وذات فعالية في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بجملة من الظروف الاقتصادية والاجتماعية للبلاد<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - محمد زيدان ، بومدين نورين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر ، المعوقات والآفاق "الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية - ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ، يومي 22/21 نوفمبر 2006ص06.

ثانيا - المرحلة الابتدائية: وكانت بداية هذه المرحلة من (1992/1996) لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة، حيث منح قانون 04/88 المؤرخ في 01/12/1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، من أجل ذلك وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93/08 المؤرخ في 25/04/1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري تتعلق بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، أما بخصوص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها، والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها ضف إلى ذلك تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم بثلاثة ملايين دينار جزائري (3000000000 دج) إلى خمسة ملايين دينار جزائري (5000000000 دج) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار، مليون دينار جزائري (1000000000 دج) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار<sup>1</sup>.

ثالثا - مرحلة الانطلاق الفعلية: وكانت بوادر بدايتها من سنة 1996- إلى وقتنا الراهن- بحيث مع نهاية 1996 كانت كل الظروف مواتية من الناحية القانونية وكذا التقنية قصد إنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم وضع النص القانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة وأضحى للبورصة مكان مادي بغرض التجارة، ولذلك فقد تم في فيفري 1996 تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالإضافة إلى شركة تسيير القيم مع تحديد مخطط كل منهما، ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في عمليات البورصة ليمثلوا مختلف المؤسسات المالية، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء، وتم إصدار أول قيمة

<sup>1</sup> - المرجع نفسه، ص 07.

منقولة بالجزائر بتاريخ 02 / 01 / 1998 ، متمثلة في القرض السندي لسوناطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاثة شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها<sup>1</sup>، وستتطرق لكل ذلك بالتفصيل لاحقا.

**رابعا- الشركات المدرجة ضمن بورصة الجزائر :** قد مرت بورصة الجزائر بالعديد من المراحل وعرفت العديد من المشاكل منذ أنشاء القيم المنقولة سنة 1992، وبعد أن تم فتحها كانت الشركات المدرجة ضمن البورصة كما يلي:

**1- شركة سونا طراك:** هي شركة برأسمال يقدر ب 240 مليار دج ، حيث أصدر وزير الطاقة والمناجم قرار إصدار القرض السندي لسونا طراك بمبلغ 5 مليار دج ، تحت رقم 805 ب 1997/11/09 حيث قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في إطار عملها بمنح تأشيرتها تحت رقم 97/001 بتاريخ 1997/11/18 لصالح شركة سونا طراك على السندات التي أصدرتها وهذا بعد توقيعها لعقد مع البنك الخارجي الجزائري، وقد بدأت هذه العملية في 1998/01/10 بمبلغ أولي قدره 5 مليار دج بنسبة % 13 كضريبة مخفضة وبعلوّة إصدار بنسبة 5.2 % ، وقد لوحظ إقبال للجمهور لذا ارتفع المبلغ إلى 12 مليار دج ، وقد بلغت عدد سندات سونا طراك 115000 "سند بقيمة إجمالية تقدر ب 5 مليار دج<sup>2</sup>.

**2- مجمع رياض سطيف:** هي شركة أسهم برأسمال المقدّر ب 4 مليار دج أسندت في 1990/04/02 لمدة 99 سنة وهي خاضعة لأحكام القانون التجاري بحيث طرح المجمع 1 مليون سهم للاكتتاب العام بقيمة اسمية تقدر ب 2300 دج للسهم الواحد وقد كان امتداد فترة الاكتتاب من 02 نوفمبر 1998 إلى 15

<sup>1</sup> - محمد زيدان ، بومدين نورين ، المرجع السابق، ص 07 .

<sup>2</sup> - ليندة بن دهمان ، فعالية الأسواق المالية في دعم الاقتصاد - حالة بورصة الجزائر - ، مذكرة لنيل ماستر ، قسم العلوم التجارية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم ، 2014-2015 ، ص 47.

ديسمبر 1998 إذ تمكن الجمهور من الحصول على الأسهم من لدى شبابيك البنوك التي كونت نقابة خصيصا لهذه العملية، يأتي عل رأسها بنك الفلاحة و التنمية الريفية وهي أسهم عادية .

**3- مجمع صيدال :** المتخصص في إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية بحيث بدأت عملية دخول صيدال في البورصة لما رخص المجلس الوطني لمساهمات الدولة للمجمع بفتح رأسماله للخصوصية الجزئية لصيدال وهذه الخطوة تمت على 20 % من رأسمال المؤسسة أي 2.5 مليار دينار جزائري ب 2 مليون سهم بقيمة اسمية تقدر 250 دينار للسهم الواحد بحيث كما أسلفنا رأسمالها الإجمالي يقدر ب 2.5 مليار دج ، و ثمن العرض 800 دج للسهم ، وكان انطلاق العرض بتاريخ 15/01/1999<sup>1</sup>.

**4- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي :** هي مؤسسة متخصصة في مجال خدمات الفندقية و السياحة ، رأسمالها 217 مليون دج، فقد اتخذ قرار دخولها على البورصة من طرف اللجنة الوطنية للمساهمات الدولية بتاريخ 1998/02/05 متبوعة بقرار الجمعية العامة غير العادية للمساهمين بتاريخ 1998/06/21، وكانت قيمة العرض العمومي تخص 20% من رأس المال الاجتماعي أي ما يعادل 1.5 مليار دج موزعة على 1.2 مليون سهم بسعر 400 دج للوحدة ولقد توج هذا العرض في البداية بالنجاح حيث كان الطلب على الأسهم يفوق الحصة المعروضة.

بالإضافة إلى هذه المؤسسات التي قد أوردناها آنفا انضمت مؤسسات أخرى إلى بورصة الجزائر، والتي تستثمر ضمن قسم ما يعرف بسندات الدين ألا وهي كل من : ( الخطوط الجوية الجزائرية ، سونلغاز، اتصالات الجزائر)، وفي 11/02/2008 قد تم إدراج سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر في شكل سندات ذات آجال تتراوح من بين 07 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة بحيث يتم تداولها عن طريق الوسطاء

<sup>1</sup> - ليندة بن دحمان، المرجع السابق ، ص 48.



المالين المعتمدين وشركات التأمين المتخصصة في قيم سندات الخزينة بمعدل خمسة حصص في الأسبوع ، وفي سنة 2010 تم انضمام أول مؤسسة خاصة جزائرية (أليانس للتأمينات) إلى بورصة الجزائر والتي استثمرت في شكل سندات<sup>1</sup>.

وبالرجوع إلى المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 1993/05/23 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم بالأمر رقم 10/96 المؤرخ في 1996/01/10 وبالقانون رقم 04/03 المؤرخ في 2003/02/17 في المادة الأولى منه نجد أنها قد عرفت البورصة ب: "تؤسس بورصة للقيم المنقولة وتعد بورصة القيم المنقولة إطار التنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم" ، وطبقا لنص المادة الثانية من نفس المرسوم تعقد هذه البورصة الخاصة بالقيم المنقولة في مدينة الجزائر.

### المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر

تعريف القيم المنقولة عرفت المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري القيم المنقولة كالاتي " القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر ، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها. وتكتسي القيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة شكل سندات للحامل أو سندات اسمية " ، من خلال المادة القيم المنقولة هي عبارة عن :

- سندات تمثل دين مترتب عن الدولة إذ يطلق عليها اسم (سندات الريوع).

<sup>1</sup> - رشيد هولي ، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برامج الخصخصة دراسة حالة تونس المغرب الجزائر ، أطروحة ماجستير ، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011 ص98.

- أو تمثل دين مترتب عن الشركات الخاصة وتسمى في هذه الحالة سندات أو التزامات.
- كما يمكن أن تكون حصة في شركة تجارية أو صناعية أو مالية وهذا ما يسمى بالأسهم كما عبرت عليه
- المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري بقولها بأن السهم هو عبارة عن " سند قابل للتداول تصدره شركات المساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها" ، باستقراء المواد فإن شركة المساهمة تعتبر النموذج الأمثل لشركة الأموال ، فهي تهدف لتجميع الأموال من أجل القيام بمشروعات صناعية وتجارية كبيرة ، ومن أجل تحقيق هذا المسعى فهي تحتاج إلى استقطاب رؤوس أموال المستثمرين والمدخرين عن طريق إصدار الأوراق المالية والتي تعتبر بدورها عبارة عن صكوك تمثل حق ملكية على الجهات التي تصدرها. وهذه الأوراق - شائعة التداول - تتمثل في الأساس في الأسهم والسندات .

**الفرع الأول: الأسهم :** الأسهم هي أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الجزائرية، فقد عرفها المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري كالاتي " السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها " <sup>1</sup>. ويعرف الفقه السهم بأنه عبارة عن "صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي ساهم في رأسمالها، وتخول له هذه الصفة ممارسة حقوقه في الشركة من حق الحصول على نسبة من الأرباح ، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 1993/04/25، الجريدة الرسمية العدد 27، الصادر بتاريخ 1993/04/27 المتضمن القانون التجاري الجزائري.

<sup>2</sup> - أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، دار الثقافة للنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص 143 .

وبناء على ما سبق يمكن القول بأن السهم ، عبارة عن صكوك متساوية القيمة سواء كانت نقدية أو عينية ، تمثل حق ملكية للمكاتب بها وتكون وفق القانون التجاري قابلة للتداول حيث تمثل المشاركة في رأس مال الشركة (شركة الأموال).

**أولاً- خصائص السهم :** من بين الخصائص القانونية للسهم والتي جاءت في القانون الجزائري هي قابلية التداول بالإضافة إلى خصائص أخرى نذكرها كالاتي :

**1- قابلية السهم للتداول :** كما سبق وذكر في المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري السهم قابل للتداول أي بالتنازل عنه بطريق القيد في سجل الشركة في حالة ما كان السهم اسمياً ، أو بطريق التسليم في حالة ما كان سهم لحامله، وتعتبر خاصية قابلية السهم للتداول الصفة الجوهرية له والتي تميزه عن حصة الشريك في شركات الأشخاص ، وقد ذكرت المادة 715 مكرر 51 من القانون التجاري " لا تكون الأسهم قابلة للتداول إلا بعد تقييد الشركة في السجل التجاري". وعليه فتداول السهم لا يتم إلا بعد قيد الشركة في السجل التجاري بمعنى بعد أن تكتسب الشخصية المعنوية ، وتداول السهم هو حق للمساهم لا يمكن حرمانه منه لأنه يتعلق بالنظام العام وإلا تفقد الشركة شكلها كشركة مساهمة<sup>1</sup>.

**2- الأسهم متساوية القيمة :** هذه الخاصية للحرص على المساواة بين المساهمين في الأرباح، وكذا الحق في التصويت وتوزيع موجودات الشركة، وفائض التصفية بعد حل الشركة، بالإضافة لذلك فإن تساوي الأسهم في القيمة يسهل تداولها ويسهل حساب النصاب والأغلبية في اجتماعات الجمعية العامة للشركة<sup>2</sup>، ولم يضع المشرع الجزائري حداً أدنى ولا حداً أقصى لقيمة السهم، بل ترك حرية التقدير للمؤسسين، مع العلم أن القانون التجاري عند صدوره كان قد وضع حداً أدنى لقيمة السهم وكانت لا تقل القيمة الاسمية للسهم عن 100

<sup>1</sup> - نادية فضيل ، شركات الأموال في القانون التجاري، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص190 .

<sup>2</sup> - محمد السيد الفقي، مبادئ القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان، 2002، ص200 .

دج ولكن في ظل انتهاج الجزائر لنظام اقتصادي جديد من مقتضياته تبني قواعد قانونية واقتصادية تواكب هذا النهج الجديد وما يدل على ذلك ما ورد في المادة 715 مكرر 50 من القانون التجاري " تحدد القيمة الاسمية للأسهم عن طريق القانون الأساسي " سبب ذلك يرجع إلى ترك تقدير قيمة السهم للظروف التي تنشأ فيها الشركة هذا من جهة ومن جهة أخرى إلى ظروف السوق من خلال قاعدة العرض والطلب وتقلب الأسعار، ومن خلال ذلك أضحت المساواة لا تتعلق بالقيمة الاسمية للسهم بقدر ما تتعلق بالحقوق والواجبات التي تمنحها الأسهم للمساهمين في الشركة، وهذا الأمر لا يتعلق بالنظام العام بل يجوز مخالفته بإصدار أسهم - أسهم امتياز - تمنح أصحابها مزايا خاصة

**3- عدم قابلية السهم للتجزئة :** والمقصود بهذه الخاصية هي أن السهم الواحد يكون مملوك لشخص واحد، وفي حال انتقاله على سبيل المثال إلى عدة أشخاص عن طريق الميراث ففي هذه الحالة لا يمكن تجزئة السهم بعدد الورثة وإنما يكون مملوكا لهم على الشيوع ولهم أن يتفقوا فيما بينهم على من يمثلهم أمام الشركة وله أن يمارس الحقوق التي يخولها له السهم لمالكه، هذا ما جاء في نص المادة 715 مكرر 32 من القانون التجاري الجزائري " تعتبر القيم المنقولة تجاه مصدر السندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع وملكية الرقبة".

**4- الأسهم تحدد مسؤولية المساهم عن ديون الشركة :** وهذا راجع إلى أن من الخصائص التي تنفرد بها شركات الأموال أن الشريك فيها تكون مسؤوليته بقدر مساهمته في تكوين رأس مال الشركة ، وهذه المساهمة محددة بقيمة الأسهم التي يملكها ( بقدر حصته في الشركة ) وعليه فإن قيمة الأسهم التي يملكها في الشركة هي من تحدد مسؤوليته في ضمان ديون والتزامات الشركة. وبرجعنا إلى الأصل العام نجد المشرع الجزائري في نص المادة 592 من القانون التجاري عند تعريفه لشركة المساهمة قال بأنها شركات مكونة من شركاء لا

يتحملون الخسائر إلا بمقدار حصتهم فيها ، ولذال لا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا بمقدار ما يملكه من أسهم ، وهذا المبدأ يتعلق بالنظام العام فلا يحق للجمعية العامة اتخاذ أي قرار يتعلق بتعديله لجهة تشديد مسؤولية المساهم<sup>1</sup>.

ثانيا: أنواع الأسهم :

تعدد الأسهم حسب القانون الجزائري إلى وجهات متعددة نوردتها في الآتي :

### 1- حسب الحصة التي يقدمها الشريك :

أ- الأسهم النقدية : وهي السهم التي امتلكها صاحبها بعد دفعه لقيمتها نقدا ، غذهي تمثل حصصا نقدية في رأس مال الشركة ، ويجب الوفاء ببيع قيمتها الاسمية على الأقل عند تأسيس الشركة ، على أن تسدد القيمة الاسمية بالكامل خلال مدة لا تزيد على عشر سنوات من تاريخ تأسيس الشركة<sup>2</sup>.

وفي القانون التجاري الجزائري تعتبر أسهما نقدية :

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

ب- الأسهم العينية : عبارة عن أسهم متمثلة في حصة عينية من رأس مال الشركة ، قد تكون على شكل عقار أو آلات أو معدات ، وقد أشار إليها المشرع الجزائري بنص المادة 715 ممر 41 الفقرة 2 من القانون التجاري حيث اعتبر جميع الأسهم الأخرى من الأسهم العينية.

<sup>1</sup> - سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال والشركات ، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ط2 ، 2008، ص371 .

<sup>2</sup> - فتحي زناكي، شركة المساهمة في القانون الوضعي والفقہ الإسلامي ، دار الفرائس للنشر والتوزيع ، الأردن ، ط1 ، 2012، ص194.

2- بحسب ما إذا ردت قيمتها للمساهم أم لا:

أ-أسهم رأس المال : هي الأسهم التي تتولى الشركة إصدارها عند التأسيس وتتمثل في الحصص النقدية والعينية التي يقدمها الشركاء ، وهذه الأسهم تخول للمساهم الحق في استيفاء نصيبه من الأرباح والحق في التصويت في الجمعية العامة وكذا استرداد قيمة أسهمه عند تصفية الشركة.

ب-أسهم التمتع : هذا النوع من الأسهم أورده المشرع الجزائري في نص المادة 715 مكرر 45 بقوله " أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها عن طريق الاستهلاك المخصص إما من الفوائد أو الاحتياطات ، ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل "

3- بحسب مدى الحقوق المرتبطة بها :

أ-الأسهم العادية: وهي أسهم يخول لصاحبها حقوق متساوية مع غيره من حصة الأسهم إعمالا لخاصية المساواة بين المساهمين مادام المر يتعلق بفتة واحدة من الأسهم ، وتم تعريف هذا النوع من الأسهم في المادة 715 مكرر 42 من القانون التجاري بقولها : " السهم العادية هي الأسهم التي تمثل اكتتاب ووفاء لجزء من رأسمال شركة تجارية ، وتمنح الحق في المشاركة بالجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها ، والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها ، وعلى قانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت التي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون ، وتمنح الأسهم العادية علاوة على ذلك الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة أ و جزء منها ، وتمتتع جميع الأسهم العادية بنفس الحقوق والواجبات "

ب-الأسهم الممتازة : وهذا النوع من السهم يمنح لأصحابه امتيازات بمناسبة توزيع الأرباح أو بمناسبة قسمة الشركة ، والسبب في ذلك هو تشجيع الإقبال على الاكتتاب وكذا الرغبة في مسايرة المساهمين

- الأصليين بالنسبة للمساهمين الجدد ، وهذا بمنحهم حقوقا خاصة بالإضافة إلى تلك الحقوق الممنوحة لأصحاب الأسهم العادية ، ومن بين الخصائص التي تتمتع بها الأسهم الممتازة :
- حق الأولوية في الحصول على الأرباح ونسبة محددة.
  - حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية
  - حق تحويلها إلى أسهم عادية.
  - حق تحديد مدة زمنية للوفاء بقيمتها.
  - حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية في الأصول.

#### 4- بحسب شكلها :

وتنقسم الأسهم بحسب شكلها إلى :

- أ- أسهم اسمية : أي هي الأسهم التي يوضح فيها اسم مالك السهم ، وينتقل هذا النوع من الأسهم بنقل قيدها في سجل المساهمين الذي تحتفظ به الشركة<sup>1</sup> ، ولهذا النوع من الأسهم مزايا تتلخص في أنه يضمن للمساهم تأمينه من خطر ضياع السهم أو سرقة لأن حقه مثبت في دفاتر الشركة ، بالإضافة إلى أن الشركة يسهل عليها دعوة المساهم للاشتراك في الجمعيات العامة وكذا المطالبة بدفع المبالغ المستحقة.
- ب- أسهم لحاملها : وهذا النوع من الأسهم لا يذكر فيه اسم المساهم ، ويعتبر حامل السهم مالكا له قبل الغير والشركة بسبب الحيابة (الحيابة في المنقول سند الملكية) ، وملكية الأسهم لحاملها تنتقل بالمناولة اليدوية والتسليم ، ولا يتم تسجيل أسماء حاملها الجدد في سجلات الشركة بل يوجد للشركة سجل بأرقامها ومجموع ما صدر منها.

<sup>1</sup> - محمد سويلم ، شركات الأموال (دراسة مقارنة بين التنظيم والتجريم والعقاب)، دار المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط1 ، 2013، ص102 .

ت-أسهم إذنيه ( لأمر) : وهذا النوع من الأسهم هي التي يمكن تداولها عن طريق تظهيرها بمعنى كتابة ما يفيد التنازل عن الحق الثابت فيها في ظهر الصك للغير ، وما يمكننا ملاحظته هو أنه بالإمكان تحويل شكل السهم من سهم اسمي على سهم لحامله ، أو العكس بشرط دفع قيمة السهم الاسمي بكامله وبشرط خلو نظام الشركة من نص يحضّر ذلك .

**الفرع الثاني:السندات :** تعتبر السندات نوع من الأدوات المالية الموجودة في البورصة وهي أداة تلجأ إليها شركات المساهمة والحكومة لسد احتياجات مالية، وهذا طبعا في حال وجود سوق أوراق مالية نشطة، فالسندات هي قيم منقولة تصدر في شكل أوراق مالية قابلة للتنازل بغرض تمويل استثمارات متخذة من طرف الشركة المصدرة، ويكون لحامل السند حق الدائنية على المصدر والذي يلتزم بدوره بتسديد هذا القرض الممنوح في الآجال المحددة وضمن الشروط المتفق عليها في عقد الإصدار ، والسند هو صك قابل للتداول يمثل حصة في قرض ويعطي لصاحبه الحق في استرداد قيمته عند انتهاء مدة القرض بالإضافة إلى حقه في اقتضاء ما ينتج عنه القرض من فوائد.

#### أولا- خصائص السندات:

**1-قابلية التداول :** إن السند قابل للتداول مثل الأسهم فإما أن يكون اسميا حيث تنتقل ملكيته عن طريق القيد في سجلات الشركة ، وإما أن يكون لحامله فتنقل ملكيته عن طريق التسليم أو يكون لأمر فتنقل ملكيته عن طريق التظهير، وهذا ما ورد في المادة 715 مكرر 30 و 715 مكرر 81 من القانون التجاري الجزائري.



2- غير قابل للتجزئة : يعتبر السند غير قابل للتجزئة لذل نفس الأمر لو آلت ملكية السند إلى أكثر من

شخص كما في مثال الإرث ، فإن الورثة يختارون من ينوب عنهم في التعامل على السند .

3- القيمة الاسمية للسندات متساوية : فالسندات تصدر بقيمة اسمية متساوية ضف إلى ذلك فإن المشرع

الجزائري لم يحدد قيمة معينة لكل سند نفس ما ذكر في السهم ، والسند هو قرض معروض من الشركة

للجمهور من خلال الاكتتاب العام أو الخاص وهذا ما يؤدي إلى التساوي لكل من تقدم للحصول على

سندات في ذات الإصدار الواحد.

4 - طول مدة السند : وهذا ما يميز السند عن باقي القروض العادية كونها تنعقد لآجال طويلة ، في الغالب

ما تلجأ الشركة للقرض عن طريق إصدار السندات قصد التوسع في مشاريعها والاستثمار لمدة طويلة ، ولذا

فهي تعقد لفترة تتراوح ما بين 10 إلى 30 سنة عكس القروض العادية التي تكون لسد نقص طارئ في رأس

المال لمدة قصيرة.

4- تميز السند عن السهم :

- صاحب السند ليس شريكا و إنما مقرض فله الحق في فائدة ثابتة سواء حققت الشركة أرباحا أم لم تحقق،

في حين حامل السهم فهو شريك وبالتالي فهو معرض لمخاطر ما يسمى بالحياة المالية للشركة، ولا يحصل على

حصة من الربح إلا إذا حققت الشركة أرباحا.

- حامل السند هو دائن للشركة فله أن يطالب بالوفاء بسنده بحلول الأجل المتفق عليه، في حين حامل السهم

لا يسترد قيمة سهمه من الشركة ما دامت قائمة إلا في حال ما إذا خضع سهمه للاستهلاك وحصل بدله

على سهم تمتع .

- حامل السند ليس له حق التدخل في إدارة الشركة، في حين أن المساهم له هذا الحق.

- استهلاك السند يتم عن طريق الاقتطاع من رأس مال الشركة في حالة عدم تحقيق أرباح احتياطية في الشركة ، بينما السهم فيتم استهلاكه عن طريق الخصم من الاحتياطي الاختياري للشركة بحيث لا يصح اقتطاع هذه القيمة من رأس المال الاحتياطي الإجباري.

ثانيا- أنواع السندات: تتنوع السندات التي تصدرها شركات المساهمة إلى عدة أنواع :

**1- سندات عامة وسندات خاصة :** وهي عبارة عن سندات تصدر عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل فيها الدولة الطرف المدين ، أما دائنوها فهم شركات القطاع العام أو الخاص والخواص و البنوك ، أما السندات الخاصة فهي عبارة عن سندات تصدرها شركات المساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها ، عوض اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة والتي من شأنها للانضمام مساهمين جدد<sup>1</sup>.

**2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم :** هذا النوع من السندات تطرق له المشرع الجزائري في المواد 715 مكرر 114 إلى مكرر 125 من القانون التجاري ، بحيث تتميز هذه السندات في أنه يمكن لحاملها استبدالها حسب رغبته بأوراق مالية خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة المصدرة ، وذلك يخول لحاملها أن يصبحوا مساهمين عاديين في الشركة وله نفس حقوق المساهمين وعليه نفس الواجبات ، وذلك في فترة محددة في عقد إصدار هذه السندات أو في فترة تسديدها ، وبذلك يمكن لحملة هذا النوع من السندات الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة لركود طويل نسبيا وتحويله إلى مساهم والحصول على أرباح عندما تتحسن الوضعية المالية للشركة ، ويعد هذه النوع من السندات وسيلة للسيطرة على الشركة، لكونه يمكن حامله من أن يصبح من المساهمين العاديين وهذا بدوره يشجع على الاكتتاب في الشركة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>-رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص62.

<sup>2</sup>-جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة (الأوراق المالية)، ج2، دار هومة، الجزائر، ط1 ، 2002، ص53.

**3- السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات :** هذا النوع من السندات يسمح لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقا ، بحيث يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر الفترة التي قد يكون قد تم تحديدها في عقد الإصدار وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرفقة<sup>1</sup>.

**4- السندات ذات النصيب :** هي عبارة عن سندات عادية يتم الاكتتاب فيها بقيمتها الاسمية وتستحق عليها الفوائد المشروطة ، إلا أن هذه الفوائد المشروطة قد تكون أقل نسبيا عن مثيلاتها في السوق ، والفرق الحاصل من هذه النسبة يستخدم في إعطاء جوائز أو مكافأة مالية لعدد من السندات يتم اختيارها بالقرعة .

**5- السندات المضمونة :** وهي سندات يتم إصدارها من طرف الشركة بضمان يقرر لها ويكون هذا الضمان شخصيا كالسندات من أحد البنوك أو الحكومة ، وقد يكون عينيا مثل السندات المضمونة برهن تكون له الأولوية على ممتلكات الشركة الثابتة.

**6- السند الاسمي والسند لحامله :** السند الاسمي الذي يتم ذكر اسم الدائن ، أما فيما يخص السند لحامله هو عبارة عن صك يعتبر حائزه مالكا له بحيث لا يذكر فيه اسم الدائن ويتمتع حامله بكل الحقوق التي يعطيها السند ، ويمكن التنازل عنه بالمناولة.

**7- السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:** وهو عبارة عن سند يصدر بقيمة اسمية أعلى من القيمة التي دفعها المكتتب مثال قيمة السند الاسمية 1000 دج والمكتتب يدفع 700 دج فالفرق بين القيمتين يسمى علاوة إصدار وعلى أساس القيمة الاسمية المرتفعة تحسب الفوائد .

<sup>1</sup> - المرجع نفسه ، ص54.

**8-سندات المساهمة :** هذا النوع من السندات نص عليه المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 74 من القانون التجاري " تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجزئها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند ، يكون الجزء المتغير موضوع تنظيم خاص توضح حدوده بدقة " .

**9-سندات الاستحقاق :** نص عليها المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري " سندات قابلة للتداول ، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية "

**10-سندات استحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم:** نص عليها المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 126 من القانون التجاري " يجوز لشركات المساهمة التي تستوفي الشروط المطلوبة لإصدار سندات استحقاق أن تصدر سندات استحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم ، ويجوز لشركة ما إصدار سندات ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم تقوم بإصدارها الشركة التي تملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة أكثر من نصف رأسمالها ، وفي هذه الحالة يجب على الجمعية العامة العادية للشركة التابعة لها والمصدرة لسندات الاستحقاق أن ترخص بإصدار هذه السندات، أما بخصوص إصدار الأسهم فترخصه الجمعية العامة غير العادية للشركة المدعوة لإصدار أسهم " .

**الفرع الثالث:شهادات الاستثمار والحق في التصويت :** شركة المساهمة يمكنها أن تصدر نوعين من الأوراق المالية والمتمثلة في كل من شهادة الاستثمار وشهادة الحق في التصويت .

**أولا: شهادة الاستثمار:** هي قيم مالية منقولة تمثل الحقوق المالية للمساهم وهي قابلة للتداول حسب المادة 715 مكرر 62 من القانون التجاري ، وهي عبارة عن وثائق تعاقدية اسمية أو لحاملها قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية، تصدرها صناديق الاستثمار المتخذة شكل شركة المساهمة، والمؤسسة وفقا لأحكام

القانون مقابل أموال تتلقاها لاستثمارها في الأوراق المالية ، والتي تعطي لحاملها حق المشاركة في الأرباح والخسائر وتحويل لهم حقوق متساوية مع حقهم في استرداد قيمتها في أي وقت قبل انقضاء مدتها طبقا لقيمة الإصدار أو قيمة آخر سعر إقفال لها في البورصة الأقل فيهما مع حقهم في نتائج التصفية بنفس درجة ومرتبة المساهمين وبنسبة رأس مال كل منهم.

**ثانيا: خصائص شهادات الاستثمار:**

- قابلية هذه الأوراق للتداول والتداول في بورصة الأوراق.
- تكون هذه الشهادات اسمية من حيث الأصل ولكن استثناء يجوز أن تصدر هذه الوثائق لحاملها.
- تعطي وثائق الاستثمار للمستثمرين حقوق متساوية من قبل الصندوق ويكون لحاملها الحق في اشتراك بالأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق وهذا بنسبة ما يملكها من هذه الوثائق وقيمتها.
- وتأخذ شهادات الاستثمار أحد الشكلين ، إما بمناسبة الزيادة في رأس مال الشركة والتي تدخل للشركة أموال جديدة ، أو بتقسيم وتجزئة الأسهم الموجودة ، وذلك بفتح مجال وآفاق للمساهمين لبيع شهادات مع الاحتفاظ بشهادات الحق في التصويت.

ويكون لحاملي شهادات الاستثمار الحق في جميع القيم التي تقرر الجمعية العامة توزيعها سواء أكانت أرباح أو احتياطات ، حيث يمكنهم أن يستفيدوا من ربح أولي محسوب قبل تحديد ربح الأسهم ، كما يجوز لهم الاطلاع على جميع وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين وهذا ما نصت عليه المادة 715 مكرر 69 من القانون التجاري.

**ثالثا: شهادة الحق في التصويت :** هذه الشهادة ذكرها المشرع الجزائري في المواد 715 مكرر 61 إلى غاية 715 مكرر 72 ، وتمثل هذه الشهادة حقوقا أخرى غير تلك الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم ، وتصدر

شهادات ذات الحق في التصويت بعدد يساوي عدد شهادات الاستثمار وهذا وجوبا ، كما يجب أن تكتسي الشكل الاسمي ، وتوزع شهادات الحق في التصويت إذا كانت موجودة بين حاملي الأسهم وحاملي شهادات الحق في التصويت كل حسب حقه ، ولا يجوز التنازل عن شهادة الحق في التصويت إلا إذا كانت مرفقة بشهادة الاستثمار، إلا أنه يجوز التنازل عنها لحامل شهادة الاستثمار ، ومنه يعاد تكوين السهم بقوت القانون بين يدي حامل شهادة الاستثمار وشهادة الحق في التصويت ، ولا يمكن منح شهادة تمثل أقل من حق واحد في التصويت، كما يجوز لحاملي هذه الشهادات الحق في الاطلاع على وثائق الشركة<sup>1</sup>.

ويرى الفقه الفرنسي أن شهادات الاستثمار تعتبر من الأوراق المالية وتقبل التداول بالطرق التجارية ، أما فيما يخص شهادة الحق في التصويت فقد ذهب الرأي الراجح إلى عدم اعتبارها ورقة مالية وهذا للقيود التي وضعها المشرع على تداول هذا الصك ، وتعتبر شهادة الحق في التصويت غير قابلة للتصرف فيها بمفردها ، بحيث تكون خاضعة أحيانا لحاملي شهادات الاستثمار أو يحال عليها مع شهادة الاستثمار ، وتكون شهادات الحق في التصويت اسمية عكس شهادات الاستثمار التي يمكن أن تتخذ الشكل الاسمي أو الشكل لحامله.

**الفرع الرابع: باقي القيم المنقولة :** بالإضافة إلى ما تم ذكره يمكن لشركة المساهمة أن تصدر قيما منقولة أخرى وهذا ما نص عليه المشرع الجزائري في المواد 715 مكرر 110 إلى غاية 715 مكرر 113 من القانون التجاري، ويرخص للجمعية العامة غير العادية للمساهمين بإصدار القيم المنقولة ، وهذا بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة أو مجلس المديرين ومندوب الحساب ، ويجيز قرار الجمعية العامة غير العادية وهذا بقوة القانون لحاملي هذه القيم المنقولة تنازل المساهمين عن حقهم في الأفضلية للاكتتاب في السندات التي تعطي

<sup>1</sup> - عمار عمورة ، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري ، دار المعارف ، الجزائر، 2000، ص277.

الحق وهذا حسب المادة 715 مكرر 110 من القانون التجاري ، وتمنحهم المادة 715 مكرر 111 من القانون التجاري حق الأفضلية في اكتتاب هذه القيمة المنقولة بما يناسب قيمة أسهمهم ، واعتبر المشرع في 715 مكرر 112 من القانون التجاري بطلان كل شرط ينص أو يسمح بتحويل أو تغيير قيم منقولة ممثلة لحصة من رأسمال المال إلى قيم منقولة أخرى ممثلة لديون ، ويملك أصحاب شهادة الاستثمار حقا تفضيلا في اكتساب هذه القيمة المنقولة وهذا حسب المادة 715 مكرر 113 من القانون التجاري .

### المبحث الثاني : تنظيم سوق الأوراق المالية بالجزائر وآلية التداول فيها

أهم ما سنتطرق إليه في هذا المبحث هو من حول له تنظيم هذه السوق و المتعاملون فيها ، وكيفية تداول القيم المنقولة داخل البورصة في المطلب الثاني الموسوم بعمليات التداول في البورصة.

#### المطلب الأول: تنظيم سوق الأوراق المالية بالجزائر

من خلال هذا المطلب سنلقي نظرة فاحصة عن لجنة تنظيم ومراقبة البورصة ، ونتعرف عن أهم

المتعاملون في بورصة الجزائر

#### الفرع الأول : طبيعة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وتنظيمها

انشأ المشرع الجزائري لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بمقتضى الفقرة الأولى من المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، والتي نصت " تنشأ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"<sup>1</sup>. إلا أن هذا النص المنشئ للجنة لم يبين لنا طبيعتها القانونية ، بمعنى لم يبين شكلها من ناحية الاستقلالية من عدمها ، ولم يحدد إن كانت هذه اللجنة سلطة إدارية أم لا ، بل اكتفى المشرع الجزائري بتحديد تشكيلتها وسيرها وبيان مهامها وصلاحياتها، إلى غاية أن جاء قانون رقم 03/04 المعدل والمتمم

<sup>1</sup> - المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 1993/05/23 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة الجريدة الرسمية عدد 34 الصادرة بتاريخ 1993/05/28.

للمرسوم التشريعي رقم 10/93 وحدد الطبيعة القانونية للجنة بموجب المادة 12 منه المعدلة للمادة 20 المذكورة أعلاه ، حيث نصت المادة 12 على ما يلي " تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي"<sup>1</sup>. لذا سنتعرف على تشكيلة اللجنة وتركيبتها من حيث التكوين ، و عن تنظيم وتمويلها.

#### أولا : تشكيلة اللجنة وتركيبتها

تشكل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من تركيبة جماعية وهذا وفق ما ورد في المادة 13 من القانون 04/03 المتعلق بالبورصة ، ويكمن التركيز على إيجاد التعددية في التركيبة ، في خلق توازن مستمر يقود بالضرورة إلى الرفع من أداء الأعضاء ، فالصفة الجماعية تعتبر أحد العوامل القوية للاستقلالية لأنها بهذه الطبيعة من شأنها أن تخلق نوعا من التوازن بين تأثير مصالح مختلف السلطات و الجهات التي يعين من بينها أعضاء الطاقم هذا من جهة ، كما أنها تضمن إجراء مداولة جماعية حول مواضيع حساسة و مسائل معقدة متعلقة برؤوس الأموال، وهذا ما يشكل ضمانا لما يسمى بالموضوعية و الجدية في عمل هذه اللجنة<sup>2</sup>.

#### 1 - أعضاؤها : يتمتع أعضاء هذه اللجنة بسلطات الضبط الإداري ، بحيث تشكل من 07 أعضاء فهي

تتكون من رئيس وستة أعضاء ، وهذا حسب المادة 13 من القانون 04/03 هؤلاء الأعضاء مبيينين كالآتي:  
( قاضي يقترحه وزير العدل، عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية، أستاذ جامعي يختاره الوزير المكلف بالتعليم العالي، عضو يختاره محافظ بنك الجزائر، عضوان يختاران من بين مسيري الأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة، عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين).

<sup>1</sup> - القانون 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، جريدة الرسمية 11 الصادرة في 18 فيفري 2003.

<sup>2</sup> - حفيفة زوار ، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة ، مذكرة لنيل شهادة ماجستير ، كلية الحقوق بن عكنون ، جامعة الجزائر ، 2003-2004 ، ص15.



بالإضافة إلى رئيس اللجنة، وما يمكن ملاحظته في هذه التشكيلة هو وجود عضو واحد فقط من سلك القضاة من بين الأعضاء وبالتالي، يستبعد ذلك إضفاء الطابع القضائي على اللجنة نتيجة اعتبار أغلبية أعضائها من غير القضاة، وهذا بعد التغيير الطفيف الذي أضافه المشرع على تشكيلة اللجنة التي تشبه بهذا الشكل في القانون المعدل ما جاء في المرسوم التشريعي 10/93 في المادة 22، وذلك نظرا لما تلعبه قواعد المحاسبة من دور في مجال الإعلان العلني للدخار الذي تلجأ إليه الشركات المصدرة للقيم المنقولة - شركات المساهمة - خاصة في

مجال الرقابة على المعلومات المالية، ونظرا لكون أن أغلب الجرائم المرتكبة على مستوى البورصات كانت بسبب

الإخلال بقواعد المحاسبة ولهذا كان هدف المشرع الجزائري من إدخال هؤلاء الأعضاء قصد التوسيع من دائرة الجهات التي يمكنها المساهمة في إضفاء شفافية أكثر على المجال المالي في عمل البورصة<sup>1</sup>.

ثانيا - الطبيعة القانونية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة : لم يبين المشرع الجزائري بموجب المرسوم التشريعي 10/93 الطبيعة القانونية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بل اكتفى بتبيان تشكيلتها وكذا صلاحيتها. غير أنه وبموجب القانون 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93 حاول إعطاء تكييف لهذه اللجنة وذلك بموجب المادة 20 من القانون السابق الذكر والتي نصت على " تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي " ووفق ما جاء في المادة يتضح بأن المشرع اعتبر لجنة البورصة سلطة ضبط في المجال

<sup>1</sup> - مجدوب قوراري، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي (لجنة تنظيم البورصة وسلطة ضبط البريد والمواصلات انموذجين)، مذكرة ماجيستر، كلية الحقوق جامعة تلمسان، 2009-2010، ص55.

الاقتصادي لذا سوف نتكلم عن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية وتنظيمية ونتطرق للوظيفة الرقابية والتأديبية للجنة.

**1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية :** لقد اعتبر المشرع الجزائري لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سلطة هذا ما ورد في نص المادة سالفة الذكر، غير أنه لم يحدد إن كانت هذه السلطة هي سلطة إدارية أم لا.

**أ- سلطة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في إصدار القرارات التنفيذية :** تعتبر لجنة البورصة من بين السلطات الإدارية المستقلة في المجال الاقتصادي التي منحها المشرع السلطة التنظيمية العامة، وهذا من خلال إعطائها سلطة سن لوائح تضبط من خلالها بورصة القيم المنقولة.

فالمشرع الجزائري بموجب المرسوم التشريعي 10/93 قد أقر للجنة بسلطة إصدار الأنظمة إلا أن المجلس الدستوري الجزائري لم يتطرق إلى ما مدى دستورية السلطة التنظيمية المخولة لها، بالرغم من أن هذه السلطة المخولة للجنة تتعارض مع أحكام الدستور، إلا أنه وبموجب التعديل الدستوري رقم 10/16 وفي المادة 43 فقرة 2 التي جاء فيها " تعمل الدولة على تحسين مناخ الأعمال، وتشجيع ازدهار المؤسسات دون تمييز خدمة للتنمية الاقتصادية الوطنية"<sup>1</sup>. فتعتبر لجنة البورصة من بين السلطات الإدارية المستقلة في المجال الاقتصادي التي منحها المشرع السلطة التنظيمية العامة، وذلك من خلال إعطائها سلطة سن لوائح تضبط من خلالها بورصة القيم المنقولة بالإضافة إلى مجلس النقد والقرض بحيث نصت المادة 62 من الأمر 11/03 على منح صلاحية للمجلس بصفته سلطة نقدية بإصدار قواعد عامة في شكل تنظيمات<sup>2</sup>، وأهم ما يميز

<sup>1</sup> - التعديل الدستوري رقم 10/16 المؤرخ في 06 مارس 2016 ، الجريدة الرسمية عدد 14 الصادرة في 07 مارس 2016.

<sup>2</sup> - الأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض المؤرخ في 26 أوت 2003 ، الجريدة الرسمية عدد 52 الصادرة في 27 أوت 2003.

اللوائح التي تصدرها لجنة البورصة هو الثبات والجمود النسبي مثل القانون، فهي تظل قابلة للتطبيق كلما توفرت الشروط، وكذا ظروف تطبيقها، فهي تتميز بالعمومية كونها تخاطب الجميع<sup>1</sup>.

وبذلك يتضح بأن المشرع قد اعترف للجنة البورصة بسلطة معيارية، وهي تعبر عن نقل حقيقي لصلاحيات السلطة التنفيذية وليس مجرد قواعد ذات طابع تقني، فاللجنة تتمتع بسلطة تنظيمية عامة تشمل سوق القيم المنقولة، فلقد نصت المادة 31 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة على المجالات التي يمكن فيها للجنة سن لوائح، غير أن المادة السابقة الذكر عدلت وتمت بموجب المادة 15 من القانون 04/03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة بحيث أضافت هذه الأخيرة مجالات أخرى لسن لوائح جديدة، كما أنها قد ألغت بعض اختصاصات اللجنة إذ نصت المادة السالفة الذكر على ما يأتي "تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم سير سوق القيم المنقولة، وبسن تقنيات متعلقة على وجه الخصوص بما يأتي:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم.
- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها اتجاه زبائنهم.
- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته المذكورة في المادة 19 مكرر 2 من هذا القانون 04/03.
- القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للمستندات.
- شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ السندات."

<sup>1</sup> - عمار عوابدي، نظرية القرارات الإدارية بين علم الإدارة والقانون الإداري، دار هومة، ط2، الجزائر، 2003، ص12.

وهذه اللوائح التي تصدرها لجنة البورصة تنشر في الجريدة الرسمية ، غير أنه لا يمكن القيام بهذا الإجراء إلا بعد موافقة الوزير المكلف بالمالية ، وهذا طبقا لما جاء في المادة 31 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، وفي هذا الإطار صدر المرسوم التنفيذي 102/96 المتضمن تطبيق المادة السالفة الذكر إذا نصت المادة الأولى منه " عملا بأحكام المادة 32 من المرسوم التشريعي 10/93 ، يوافق الوزير المكلف بالمالية بقرار على اللوائح التي تسنها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"<sup>1</sup>.

غير أن سكوت الوزير المكلف بالمالية لمدة تفوق 15 يوما يبدأ حسابها من تاريخ إيداع التنظيم يعد بمثابة موافقة وهذا طبقا للمادتين 27 و 28 من النظام الداخلي للجنة، إذ في هذه الحالة يوجه التنظيم إلى الأمانة العامة للحكومة مرفقا بالإشعار بالاستلام من طرف وزير المالية من أجل نشره في الجريدة الرسمية.

**ت-السلطة التنظيمية الفردية :** بالإضافة إلى السلطة التنظيمية العامة فإن للجنة البورصة سلطة إصدار قرارات فردية تمسّ شخص أو أشخاص معينين بذواتهم وهذا على خلاف السلطة التنظيمية العامة التي تتميز بالعمومية فإنّ القرارات الفردية التي تصدرها اللجنة تستند إلى قاعدة تنظيمية تمنح لها هذا الحق وإلا اعتبرت باطلة، وتنوع القرارات الفردية الصادرة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة فهي تأخذ صيغة أوامر أو نواهي فردية معينة بالذات ، كما تأخذ شكل ترخيص بمزاولة نشاط محدد .

**ث-منح الاعتماد:** من مظاهر السلطة التنظيمية الفردية الممنوحة للجنة البورصة، هو إصدارها لقرارات أو قوانين أساسية فردية من خلالها يتمّ اعتماد سواء الوسطاء في عمليات البورصة ومشاريع أنظمة هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، فسلطة منح الاعتماد المخولة للجنة البورصة سواء بالنسبة للوسطاء في عمليات البورصة أو هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة يسمح لها بالتحقيق والتدقيق في كفاءة هؤلاء

<sup>1</sup> - المرسوم التنفيذي 102/96 المتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ، المؤرخ في 11 مارس 1996 ، الجريدة الرسمية العدد 18 ، الصادرة في 20 مارس 1996 .

الأشخاص في ممارسة هذه المهنة وهذا وفق ما ورد في المواد 6 و8 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق بالبورصة.

وتجدر الإشارة أن صلاحيات لجنة البورصة في منح الاعتماد للوسطاء في عمليات البورصة يتم من خلال معايير محددة مسبقا من طرف المشرع ، إلا أنّ اللجنة هي التي تتكفل بتحديد مضمون هذه المعايير، أما فيما يخص معايير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، فإن اللجنة هي التي تتكفل وحدها بوضعها وهذا ما جاء في النظام رقم 104/97<sup>1</sup>.

**ج-التأشير:** يعتبر الإعلام من الحقوق غير المالية المخولة للمساهم ، إذ عن طريقه يمكن للمساهم استعمال حق التصويت في الاتجاه السليم ، كما أنّ هذا الحق يحوّل للمساهم حماية مصالحه حتى ولو لم يمكن له حتى التصويت وهذا ما نصت عليه المادة 65 مكرر3 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق بالبورصة " لا تحظى الأسهم المملوكة بتجاوز الحدود الدنيا ، بسبب عدم التصريح بها قانونا بحق التصويت في كل جمعية للمساهمين ، يمكن أن تعقد في الأعوام الثلاثة الموالية لتاريخ التسوية التي يقوم بها الشخص المعني " فغالب التشريعات المنظمة لعمل البورصة تلزم المصدرين بنشر إعلام ذو نوعية ، ولذا تتدخل اللجنة من أجل السهر على فرض احترام هذه المتطلبات القانونية ، وبذلك فهي تسهر على تحسين إعلام المدخرين، وعليه تعمل لجنة البورصة من التأكد من احترام الشركات المصدرة للقيم المنقولة للأحكام التشريعية وكذا التنظيمية فيما يخص إعلام المدخرين، كما تسهر على إخطار الشركات لتدارك أي نقائص إذا تمّ إغفال بعض المعلومات ، وحتىّ يضمن إعلام كافي وشفاف للجمهور فإنه يقع على كل مصدر للقيم المنقولة وقبل نشره للمذكرة الإعلامية للجمهور أن يودع مشروع هذه المذكرة لدى لجنة البورصة

<sup>1</sup> - النظام رقم 04/97 المتعلق ببيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة المؤرخ في 25 نوفمبر 1997 الجريدة الرسمية العدد 87.

للتأشير عليها، وذلك قبل نشرها وفق ما ورد في المادة 41 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق بالبورصة.

**ح- الوظيفة الرقابية والتأديبية للجنة :** تقوم اللجنة بالتأكد من أن الشركات المقبولة تداول قيمتها في بورصة القيم المنقولة ، من أنها تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية الساري العمل بها ولا سيما في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية وهذا حسب المادة 35 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق بالبورصة . كما تجرى اللجنة عن طريق مداولة خاصة ، وبقصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والرقابة وتحقيقات لدى الشركات التي تلتجئ إلى التوفير العلني ، والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة ولدى الأشخاص الذين يقدمون نظرا لنشاطهم المهني مساهماتهم في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة ، أو في المنتوجات المالية المسعرة ، أو يتولون إدارة مستندات مالية وهذا ما نصت عليه المادة 37 من نفس المرسوم.

وقد جاء في نص المادة 40 من المرسوم التشريعي 10/93 بأنه يمكن لرئيس اللجنة في حالة وقوع عمل يخالف الأحكام التشريعية أو التنظيمية ومن شأنه الإضرار بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة ، أن يطلب من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين للامتثال لهذه الأحكام ووضع حد للمخالفة أو إبطال آثارها ، ويجيل نسخة من طلبه على المجلس القضائي . وتفصل الجهة القضائية المختصة في الأمر استعجالا ، كما يمكنها أن تتخذ أي إجراء تحفظي، وتصدر قصد تنفيذ أمرها غرامة تهيديته تحيلها إلى الخزينة العمومية ، ويحق لرئيس اللجنة أن يتأسس كطرف مدني في حالة وقوع جرائم جزائية.

أما فيما يخص الجانب التأديبي للجنة فتنشأ ضمن اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف زيادة على رئيسها من (عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابها، قاضيين يعينهما وزير العدل ويختاران لكفاءتهما في المجالين الاقتصادي و المالي).

### الفرع الثاني : المتعاملون في بورصة القيم المنقولة بالجزائر

يتمثل أهم المتعاملون الذين ينشطون على مستوى سوق القيم المنقولة في بورصة الجزائر في ثلاثة هيئات : الوسطاء في عمليات البورصة ، المستثمرون ، المصدرون.

#### أولا : الوسطاء في عمليات البورصة

خصص المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة و المؤرخ في 23 ماي 1993 ، مهمة التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين ذوي خبرة في مجال الأوراق المالية يعرفون بالوسطاء في عمليات البورصة حيث ورد في نص المادة 05 من المرسوم التشريعي السالف الذكر على أنه "لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة" ، بمعنى أن عمليتا البيع و الشراء للقيم المنقولة من أسهم و سندات داخل البورصة لا تتم إلا بالحضور الإلزامي لهؤلاء الوسطاء.

و ورد في نص المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والمعدلة بنص المادة 4 من القانون 04/03 على أنه " يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد اللجنة من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية" ، الجديد في التعديل هو أن المشرع الجزائري كان

يسمح للشخص الطبيعي بممارسة هذا النشاط تم بعد التعديل فقد احتكره على الشركات والبنوك والمؤسسات المالية فقط<sup>1</sup>.

**1- تعريف الوسيط :** يعرف الوسيط بأنه شخص طبيعي أو معنوي له دراية وخبرة في شؤون البورصة وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة من البائع والمشتري، ولقد عرفه المشرع الجزائري بموجب المادة 2 الفقرة 1 من نظام لجنة تسيير ومراقبة بورصة القيم رقم 01/15 المؤرخ في 2015/04/15 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم كآآتي "الوسيط في عمليات البورصة ، هو كل وسيط معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والحقوق المتعلقة بها لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص"<sup>2</sup> ، ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من اللجنة من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض والبنوك والمؤسسات المالية، ولا يمكن ممارسته من طرف الشخص الطبيعي.

**2- أنواع الوسطاء :** يستطيع الوسطاء في عمليات البورصة، أن يطلبوا اعتمادا لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لمزاولة نشاط واحد أو عدة نشاطات في إحدى الفئات الآتية (بصفته تاجرا للأوراق المالية وهو الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط غير المحدود ، أو بصفته سمسارا للأوراق المالية وهو الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط المحدود ، كما يمكن للوسيط المعتمد أن يعين أعوان له ) وهذا ما ورد في نص المادة الثانية الفقرة الأولى من النظام 01/15 السالف الذكر.

<sup>1</sup> - كانت تنص المادة 06 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق بالبورصة على " مهنة الوسيط في عمليات البورصة تمارس بعد اعتماد اللجنة من طرف أشخاص طبيعية أو شركات مساهمة أنشئت خصيصا لهذا الغرض ".

<sup>2</sup> - نظام لجنة تسيير ومراقبة بورصة القيم رقم 01/15 المؤرخ في 2015/04/15 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم الجريدة الرسمية عدد55 الصادرة بتاريخ 2016/10/21.



أ - الوسيط ذي النشاط غير المحدود : يتولى هذا النوع من الوسطاء كل العمليات على القيم المنقولة ،  
 بالإضافة إلى مهمة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة وبالمنتجات المالية الأخرى،  
 يستطيع الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط غير المحدود أن يمارس إحدى النشاطات الآتية أو العديد  
 منها:

- الاستشارة في مجال توظيف القيم المنقولة.
- التسيير الفردي للحفاظ بموجب عقد مكتوب.
- تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية<sup>1</sup>.
- ضمان النجاح في السعي والاكتتاب المضمون في إصدار السندات.
- التداول للحساب الخاص للوسيط.
- حفظ القيم المنقولة وإدارتها.
- إرشاد المؤسسات في مجال هيكله رأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

ب - الوسيط ذي النشاط المحدود : بخلاف الوسيط ذي النشاط غير المحدود، وكما تدل عليه التسمية،  
 يقتصر دور الوسيط ذي النشاط المحدود على الوساطة للتفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل  
 لحساب الغير فقط<sup>2</sup>، أي دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم.

ت - أعوان الوسطاء : يمكن للوسطاء المعتمدين في عمليات البورصة تعيين أعوانا مؤهلين أكفاء للقيام تحت  
 سلطتهم بإجراء المفاوضات الخاصة بالقيم المنقولة في البورصة ، فالأعوان هم مستخدمون بأجر يعملون مع

<sup>1</sup> - أنظر نص المادة 2 الفقرة 2 من النظام 01/15.

<sup>2</sup> - أنظر نص المادة 3 الفقرة 1 من نفس النظام .

الوسطاء كمساعدين لهم له في تنفيذ الأوامر حسب ما ورد في المادة 10 من المرسوم التشريعي 10/93 السالف الذكر، ويتم تسجيل الأعوان لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تسلمهم بطاقة مهنية كعون مؤهل ، وقد أحالت المادة 11 من نفس المرسوم تحديد شروط تأهيل الأعوان إلى نظام اللجنة رقم 02/97 المؤرخ في 1997/11/18 المتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة<sup>1</sup>، وبالرجوع إلى المادة 2 من هذا النظام، فإنه يجب على الوسطاء أن يتقدموا بطلب تسجيل لدى لجنة تسيير ومراقبة البورصة للأعوان المؤهلين للقيام تحت سلطتهم بتداول القيم المنقولة .

**3 - شروط و إجراءات قبول الوسطاء في البورصة :** لا يمكن للوسيط أن يمارس مهامه في البورصة إلا بعد اعتماده من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ومراعاته لجملة من الشروط ، و يمثل الاعتماد تأشيرة للوسيط تمكنه من ممارسة عمله في البورصة و بدونه لا يمكن لأي وسيط أن يمارس دور الوساطة دون الحصول على اعتماد من طرف هذه اللجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

ويتطلب الحصول على الاعتماد توفير بعض الشروط التي تقرها اللجنة وكذا تقديم ملفا كاملا مرفقا بكل الوثائق التي تحددها اللجنة، ويمكن إجمال تعريف هذا الاعتماد على أنه "منح الموافقة لشخص ما قصد القيام بعمل ما"، وبالتالي هو وثيقة تسلمها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بناء على طلب يتقدم به الوسيط لديها وبالرجوع إلى ما ورد في نص المادة 6 من المرسوم التشريعي 10/93 والمعدل بالقانون 04/03 فإن الوساطة في البورصة لا يمكن أن تمارس من طرف الوسطاء إلا بعد حصولهم على الاعتماد ، وبذلك يعد الاعتماد شرط ضروري يمكن الوسيط من القيام بمهامه بصفة منتظمة في البورصة و بدونه لا يمكن للوسيط اكتساب هذه الصفة.

<sup>1</sup> - نظام اللجنة رقم 02/97 المؤرخ في 1997/11/18 المتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة ، الجريدة الرسمية عدد 87 الصادرة بتاريخ 1997/12/29.

وهو ما أكدت عليه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من خلال المادة 3 من النظام 01/15 بحيث نصت على ما يأتي " تخضع ممارسة نشاط واحد أو أكثر من النشاطات المذكورة في الفقرة الأولى من المادة 2 أعلاه، لاعتماد اللجنة .

لا يمنح الاعتماد إلا للملتزم الذي يتعهد بممارسة نشاط التفاوض في البورصة لحساب الغير على

الأقل، ويمكن للملتزم أن يقدم طلب اعتماد واحد، سواء تعلق الأمر بممارسة نشاط واحد أو أكثر"

أ-شروط اعتماد الوسطاء : قد ورد في المادة 4 من نظام اللجنة رقم 01/15 السالف الذكر أن

الأشخاص الذين يحق لهم تقديم طلب الاعتماد كوسطاء وهم ( الشركات التجارية التي تهدف أساسا

للساطة في عمليات البورصة ، وكذا البنوك والمؤسسات المالية ) ، واشترط المشرع على هذه الأخيرة -

البنوك والمؤسسات المالية - عند تقديم طلب الاعتماد من اجل ممارسة نشاط الوساطة في عمليات

البورصة أن تبرر وجود قسم مرتبط مباشرة بالإدارة العامة لضمان استقلالية التسيير ، لا سيما المحاسبية بين

نشاطات الوساطة في عمليات البورصة والنشاطات الأخرى للبنك والمؤسسات المالية ، وهذا وفق ما ورد

في المادة 6 من نظام اللجنة 01/15 ، كما سمح المشرع للهيئات الأخرى غير البنوك والمؤسسات المالية

أن تلتزم الاعتماد لممارسة نشاط وسيط في عمليات البورصة وفق الشروط الآتية :

- أن تمتلك عند تقديم الالتماس رأس مال اجتماعي أدنى قدره عشرة 10 ملايين دينار جزائري يدفع كليا

ونقدا

- أن تحوز محلات ملائمة لضمان أمن مصالح زبائنها.

- أن يكون مقرها الاجتماعي بالجزائر.

- أن يكون لها على الأقل مسير مسؤول مكلف بالإدارة العامة للشركة تتوفر فيه شروط الكفاءة والتأهيل.

- تقديم طلب الاعتماد<sup>1</sup>.
- وقد اشترط المشرع على الوسيط الذي يقدم طلب الاعتماد بشكل عام :
- أن يوفر الوسائل التقنية والبشرية المناسبة ووضع إجراءات العمل ونظام للمراقبة الداخلية وكشف وتسيير تضارب المصالح اللازمة من أجل حسن سير النشاط الذي قدم من أجله طلب الاعتماد.
- تكييف الوسائل المناسبة مع طبيعة وأهمية وتعقيد وتنوع النشاط أو الأنشطة الممارسة.
- يجب على الوسيط في عمليات البورصة السهر بشكل دائم على أن تكون الوسائل والإجراءات المذكورة مجتمعة في أي وقت.
- يجب على الوسيط في عمليات البورصة السعي لتفادي تضارب المصالح، في حالة عجزه على ذلك عليه بحلّها لصالح الزبون.
- يجب على الوسيط في عمليات البورصة تعيين مسؤول عن المطابقة مسجل لدى اللجنة مكلف بالسعي إلى احترام الالتزامات المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة<sup>2</sup>.
- ب- ملف طلب الاعتماد والفصل فيه :** يتحصل الوسيط على الاعتماد بتقديمه طلب اعتماد وسيط أمام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مرفق بملف كامل يتضمن<sup>3</sup>:
- وثائق إثبات الضمان المطلوبة بموجب المادتين 53 و 54 والتي تتمثل في الوثائق التي تثبت مساهمة الوسيط في صندوق الضمان ، وعقود التأمين على المسؤولية اتجاه زبائنهم ضد مخاطر ضياع وإتلاف وسرقة الأموال والقيم المودعة لديهم<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - أنظر المادة 5 من نظام اللجنة 01/15 السابق الذكر.

<sup>2</sup> - أنظر المادة 7 من نظام اللجنة 01/15 السابق الذكر.

<sup>3</sup> - أنظر المادة 9 من نفس النظام.

- الالتزام بالآداب المهنية وقواعد الانضباط والحذر.
  - وثيقة إثبات ملكية أو استحجار محلات مخصصة لنشاط الوسطاء في عمليات البورصة.
  - الالتزام باكتتاب أو شراء حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم ضمن الشروط التي تحددها اللجنة.
  - الالتزام بدفع المساهمة لصندوق ضمان الوسطاء في عمليات البورصة.
- وبعد ذلك تبدي اللجنة رأيها حول طلب الاعتماد بعد فحص الملف ، ويمكن التمييز في منح الاعتماد بين حالتين:

- حالة ما إذا كان طلب الاعتماد لبنك أو شركة تجارية وكان رد اللجنة إيجابيا يرسل إلى الملتزم قرار اعتماد مؤقت.
- حالة ما إذا كان الاعتماد لشركة تجارية أنشئت أساسا لهذا النشاط ، تقدم لها اللجنة رخصة إنشاء مدتها 12 شهرا ، وعند تأسيس الشركة يعيد الملتزم تقديم طلب الاعتماد إلى اللجنة مع إتمام الملف بإضافة المعلومات والوثائق المطلوبة ، وفي حالة موافقة اللجنة على طلب الاعتماد تبلغ للمعني بالأمر قرار اعتماد مؤقت<sup>2</sup>.

ولا يصح الاعتماد في الحالتين فعليا إلا إذا أكتب الوسيط في عمليات البورصة بصفة مؤقتة في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة حسب الشروط المحددة من اللجنة ،وقد حددت لجنة البورصة هذه

<sup>1</sup> - أنظر المادة 64 من المرسوم التشريعي 10/93 السابق الذكر.

<sup>2</sup> - أنظر المادتين 10 و 11 من نظام اللجنة 01/15 السابق الذكر.

المساهمة بموجب المادة 2 نظامها 10/97<sup>1</sup> بحرص متساوية تقدر ب 2 مليون دينار جزائري ، بعد هذا

الاكتتاب يعلم الوسيط في عمليات البورصة بذلك اللجنة التي تجعل بعد ذلك الاعتماد نهائيا<sup>2</sup>.

كما يمكن للجنة من خلال الاعتماد الممنوح أن تحدد نشاطات الوسيط بصفة مؤقتة إذا ما اعتبرت أن العناصر والوسائل المقدمة في الملف غير كافية لممارسة كل النشاطات المطلوب من اجلها الاعتماد ، وتصدر حينها اللجنة هذا الاعتماد في شكل قرار يتم نشره في النشرة الرسمية للبورصة ، ويبقى هذا الاعتماد ساري المفعول إلى غاية السحب أو الشطب من طرف اللجنة<sup>3</sup>.

#### 4 - التزامات الوسطاء : نص المشرع الجزائري في الأمر 04/03 المعدل للمرسوم التشريعي 10/93

السالف الذكر على جملة من الالتزامات تقع على عاتق الوسطاء نجملها في الآتي:

أ- **أداء الحقوق المستحقة** : حيث يجب على الوسطاء أداء إتاوات الأعمال والخدمات المقدمة لهم من طرف اللجنة وإذا لم يقوم الوسيط بذلك تتوقف تلقائيا الحقوق الممنوحة له في إطار الاعتماد خلال 30 يوما من التاريخ الذي أصبحت فيه مستحقة<sup>4</sup>.

ب- **واجبات ذات طابع عام** : حيث يجب على الوسيط في هذا الإطار :

- الإشارة كتابيا وفي كل الوثائق التي يسلمها لزيائنه إلى صنف الاعتماد الممنوح لهم ومرجعته (رقمه وتاريخه)
- أن يلتزم بممارسة نشاطه طبقا للاعتماد وفي حدود النشاط المسموح له به.
- أن يمسك دفاتر إجبارية خاصة بنشاطه حسب الكيفية التي تحددها اللجنة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - نظام لجنة البورصة 10/97 المتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة المؤرخ في 1997/11/17 الجريدة الرسمية العدد 87 الصادر بتاريخ 1997/12/29.

<sup>2</sup> - أنظر المادة 13 من نظام اللجنة 01/15 السابق الذكر.

<sup>3</sup> - أنظر المادتين 12 و 14 من نفس النظام.

<sup>4</sup> - أنظر المادتين 38 و 39 من نظام اللجنة 01/15 السابق الذكر.

ت- التزامات تجاه الزبون : في إطار علاقة الوسيط مع الزبائن وتنفيذا للوكالة الممنوحة لهم يستوجب على

الوسيط:

- أن يحرص على تنفيذ الأوامر وفق أحسن شروط السوق.

- أن يرسل لزيائته وفور تنفيذ الأوامر وخلال يومي العمل ابتداء من تاريخ التسديد والتسليم إشعارا بالتنفيذ

يحتوي على المعلومات الآتية:

(تعيين الأصل المالي ، عدد الأصول المالية ، سعر الوحدة ، المبلغ الخام للعملية ، المصاريف والنفقات الخاصة

بالعملية ، المبلغ الصافي للعملية ، تاريخ العملية ، تاريخ التسديد والتسليم).

- أن يضعوا في الوثائق التي يسلمونها للزبائن مراجع ونطاق اعتمادهم.

- أن يمسك سجلات الشكاوى والتي يجب أن تحتوي بصفة خاصة على المعلومات الآتية:

(اسم الشاكي ، تاريخ الشكاوى، موضوع الشكاوى، نتائج الشكاوى)

- أن يرفع الخلافات التي تقع بينهم وبين الزبائن إلى غرفة التحكيم لاتخاذ القرارات اللازمة<sup>2</sup>.

ث- إعلام اللجنة : وهذا ما أوجبه المشرع على الوسيط بأن يعلم اللجنة دون تأخير بالمعطيات الآتية :

(تغيير القانون الأساسي ، تعديل توزيع رأسماله ، تغيير مقر مؤسسته ، تعيين مسيرين جدد ، توقيف عمل أحد

أعوانه المؤهلين ، التنازل عن الأملاك التي من شأنها أن تضر بشكل أساسي بقدرته على ممارسة نشاطه، كل

قضية إدارية أو مدنية أو جنائية ترفع ضده ، كل تعديل بالنسبة للمعلومات التي قدمها عند حصوله على

<sup>1</sup> - أنظر المادتين 40 و 41 و 42 من نفس النظام.

<sup>2</sup> - أنظر المواد من 43 إلى 47 من نظام اللجنة 01/15 السابق الذكر.

الاعتماد ، حول كل مشروع إدماج أو استحواذ مع بيان العناصر المتعلقة بهذا المشروع وذلك قبل 30 يوم من تحقيقه<sup>1</sup>.

**ج - محاربة تبييض الأموال :** يجب على الوسطاء وضع كل الإجراءات والوسائل اللازمة لكشف مخاطر تبييض رؤوس الأموال وتمويل الإرهاب وإرسال تصريحاتهم إلى خلية معالجة الاستعلامات المالية<sup>2</sup>.

**ح - احترام قواعد وآداب المهنة :** يجب على الوسيط وأعوانه المؤهلين الحفاظ على شرف المهنة من خلال أعمالهم وسلوكياتهم وذلك من خلال ما يأتي: (التصرف بكل أمانة ونزاهة واحترافية لصالح الزبائن، معاملة كل الزبائن بنفس المعاملة ، تقديم للزبائن المعلومات الدقيقة والواضحة وغير المضللة ، كتم السر المهني فيما يتعلق بجميع المعلومات التي يقدمها لهم الزبون)<sup>3</sup>.

**خ- احترام قواعد الحذر :** يجب على الوسطاء احترام قواعد الحذر المحددة من طرف اللجنة ، والتي تهدف إلى تفادي الانحرافات المحتمل أن يقع فيها الوسيط ، والحد من المخاطر التي قد تقع في البورصة ، وبصفة عامة فهي تهدف إلى حماية السوق وإحلال الثقة بين المستثمرين ، وتطوير عمليات البورصة<sup>4</sup>.

**د- واجب التأمين والمساهمة :** يجب على الوسطاء أن يدفعوا مساهمة في صندوق الضمان الوارد بالمادة 64 من المرسوم التشريعي 10/93 والمنظم بنظام اللجنة رقم 03/04 المؤرخ في 09/09/2004 المتعلق بصندوق الضمان<sup>5</sup> ، وهو عبارة عن حساب مصرفي تسييره لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، وذلك قصد

<sup>1</sup> - أنظر المادة 48 من نفس النظام.

<sup>2</sup> - أنظر المادة 49 من نفس النظام.

<sup>3</sup> - أنظر المادة 50 من نفس النظام.

<sup>4</sup> - وقد حددت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة هذه القواعد بموجب المادة الثانية من التعلية رقم 01/2000 المتضمنة القواعد الخاصة بتسيير الوسطاء في عمليات البورصة المؤرخة في 11/01/2000 والتي ورد فيها بأنه "يلتزم الوسطاء في عمليات البورصة وبصفة دائمة باحترام القواعد التالية : تغطية المخاطر، تقسيم المخاطر، تأمين الأصول".

<sup>5</sup> - الجريدة الرسمية عدد 22 لسنة 2004.



ضمان تنفيذ التزامات الوسطاء اتجاه زبائنهم هذا من جهة ، كما يلتزم الوسطاء من جهة أخرى بالاكتتاب في عقود تأمين من أجل ضمان مسؤوليتهم تجاه زبائنهم وخاصة ضد مخاطر ضياع وإتلاف وسرقة الأموال والقيم المنقولة المودعة لديهم ، ويجب هنا على الوسطاء إيداع نسخة من هذه العقود لدى اللجنة خلال يومي العمل من بداية كل سنة<sup>1</sup>.

#### 5 - نشاطات الوسطاء :

أ- شراء وبيع القيم المنقولة لحسابه الخاص : يقوم الوسيط في عمليات البورصة بممارسة هذه المهمة فقط في حالة حصوله على اعتماد كوسيط ذي نشاط غير محدود ، إذ يتمكن في هذا الإطار من التصرف لحسابه الخاص عن طريق شراء أو بيع قيم منقولة ، ويتم شراء الأوراق المالية من طرف الوسيط لإدخالها في محفظته الخاصة سواء للاحتفاظ بها أو لإعادة بيعها فيما بعد ، وذلك قصد تنظيم السوق أو لضمان سيولة قيمة معينة من القيم المنقولة.

ب- مفاوضة القيم المنقولة في السوق لحساب الزبائن : والمقصود به قيام الوسيط بإجراء عمليات على الأموال التي استلمها من الزبائن وينصب على القيم المنقولة المقبولة في البورصة ، ويتدخل الوسيط في عمليات البورصة على مستوى البورصة في هذه الحالة ، بصفته وكيلًا لعملائه وذلك بعد تلقي الأوامر من هؤلاء ، ولا يقبل الوسيط أي أمر شراء أو بيع لأي شخص كان ، إلا بعد القيام بفتح حساب باسم هذا الأخير ، وملئ ما يسمى بوثيقة فتح الحساب إلى جانب أمر الشراء أو البيع من طرف العميل ثم إمضاء هذه الوثائق من الطرفين، مع إيداع المبلغ الموافق للعملية محل الإجراء ، ويتم فتح الحساب إما باسم شخص طبيعي أو شخص

<sup>1</sup> - أنظر المواد 53 و54 من نظام اللجنة 01/15 السابق الذكر.

معنوي ، وعند فتح حساب باسم شخص طبيعي يستوجب على الوسيط التأكد من عنصرين هامين (هوية الشخص المعني ، توفر الشروط المطلوبة بما فيها توفر السيولة اللازمة لدى هذا الشخص لتنفيذ الطلب) .

أما في حالة فتح حساب باسم شخص معنوي، فيجب على الوسيط أن يتحصل على وثيقة تؤهل ممثل الشركة للقيام بفتح الحساب ، وإصدار مختلف أوامر الشراء أو البيع لصالح الشركة ، إضافة إلى السجل التجاري أو أنظمة الشركة حسب الحالة ، ويتم إرسال الأوامر من الزبون إلى الوسيط بشتى الوسائل ، وفقا للشروط المحددة بين الطرفين في اتفاقية فتح الحساب المؤقعة ، وفي حالة تنفيذ الأمر يقوم الوسيط بتأكيد تنفيذ العملية للزبون في أقرب الآجال وإعلامه بالقيمة الصافية الواجبة الدفع إضافة إلى مختلف العمولات ، ثم يقيد كل هذه المعلومات ضمن وثيقة تسمى إشعار التنفيذ الذي يرسل إلى العميل مباشرة بعد إتمام العملية<sup>1</sup>.

**ث - تسيير حافظة القيم المنقولة لحساب الزبائن :** تعرف حافظة القيم المنقولة على أنها "مجموعة اختيارات من الأوراق المالية تشكل مزيج متجانس منها" ، ويمكن للوسيط في عمليات البورصة أن يقوم بتسيير حافظة الأوراق المالية لحساب زبائنه ، ويتم تسيير الحافظة من طرف الوسيط إما بشكل مباشر عن طريق القيام بالتوظيفات اللازمة وفقا لوكالة تسيير تكون موضوع عقد موقّع عليه من طرف صاحب الحساب والوسيط ، أو بشكل غير مباشر عن طريق استخدام هيئات التوظيف الجماعي التي تعين الوسيط كمؤسسة مؤتمنة لها<sup>2</sup>.

كما يمكن إلغاء وكالة التسيير من أحد الطرفين وذلك لعدة أسباب ، فقد تتم هذه العملية من طرف الوسيط الذي يتكفل بتقديم التوضيحات اللازمة لعميله والمتعلقة بأسباب الإلغاء ، كما يجب عليه أيضا أن يرسل إشعار مسبقا للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة معلنا فيه بإلغاء وكالة التسيير وذلك خلال الخمسة (05)

<sup>1</sup> - أنظر المواد من 18 إلى 22 من نظام اللجنة 01/15 السابق الذكر.

<sup>2</sup> - أنظر المادة 07 من المرسوم التشريعي 10/93 السابق الذكر.

أيام المفتوحة لعمل البورصة والمالية لتاريخ إعلام الموكل أو العميل ، ثم يقوم بإقفال قيود الحساب التي كانت تؤهله للقيام بعملية التسيير .

**ج -توظيف الأموال :** يقصد بهذا النشاط تمكين الوسيط من البحث عن مكتبتين أو مشتريين للسندات لحساب مصدر يلجأ للادخار ، وبإمكانية الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط غير المحدود من القيام بتوظيف الأموال عن طريق البحث عن مقتنين أو مكتبتين جدد للأوراق المالية المصدرة لصالح مصدرها الذي يستعمل اللجوء العلي للادخار وذلك مقابل عمولة يتلقاها الوسيط بموجب عقد يحرر لهذا الغرض من قبل الطرفين<sup>1</sup> .

**ح -نشاط إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات :** بحيث يمكن للوسيط مساعدة المؤسسات في إعداد العمليات الخاصة بإصدار وتبادل أو إعادة شراء القيم المنقولة والمنتجات المالية المسعرة في البورصة، ويمكن له في هذا الإطار القيام بما يأتي:

- مساعدة المصدر أثناء كتابة مشروع المذكرة الإعلامية وتأدية الشكليات القانونية والإدارية المتعلقة بإصدار القيم

- تحضير مشروع إدماج أو إعادة شراء المؤسسات .
- تمثيل المصدر لدى اللجنة ومؤسسات السوق ولدى كل البنوك المكونة للتوظيف .
- توظيف سندات المصدر بمفرده أو في إطار مجموع البنوك المكونة للتوظيف .
- مساعدة المؤسسات المتوسطة والصغيرة التي هي تحت رعايته حتى تفي بالتزاماتها المتعلقة بتقديم المعلومات التنظيمية والقانونية .

<sup>1</sup> - أنظر المواد من 31 إلى 33 من نظام اللجنة 01/15 السابق الذكر .

كما يجب على الوسيط وعند ممارسته لنشاط الإرشاد إبرام عقد المرافقة مع المصدر أو مع المؤسسة المبادرة لمشروع إدماج أو إعادة شراء المؤسسات<sup>1</sup>.

**6 - حقوق الوسيط :** يتلقى الوسيط مقابل عن الخدمات التي يؤديها للزبائن تعلق تعرفتها داخل محلات الوسيط أو يتم الاتفاق عليها تعاقديا مع الزبائن ويكون هذا الأجر في شكل عمولة قابلة للتعديل ، يعتمد في تحديدها عادة على التسعيرة في البورصة أو المفاوضات ، وتسيير حافظة القيم المنقولة ، مداخيل أخرى ناتجة عن تقديم خدمات ونصائح ، دراسات أخرى قام بها الوسيط. وللوسيط الحرية الكاملة في اشتراط حصوله على العمولة قبل مباشرة نشاطه في البورصة<sup>2</sup>.

**7 - مراقبة الوسيط :** تخضع النشاطات التي يقوم بها الوسيط لمراقبة اللجنة ، ويمكن للأعوان المؤهلين من اللجنة إجراء تحقيقات لدى الوسيط والذين يجب تمكينهم من أية وثيقة ضرورية يطلبونها أثناء التحقيق، كما لهم دخول المحلات ذات الصبغة المهنية خلال ساعات العمل للتفتيش ، ويجب على الوسيط وفي إطار المراقبة أن يسلم للجنة الوثائق المحاسبية والمالية في فترات دورية تحددها اللجنة<sup>3</sup>.

**8 - مسؤولية الوسيط وأعاونهم ونظام الانضباط :** كما سبق وقلنا فإن الوسيط في عمليات البورصة هو الركيزة الأساسية التي يقوم عليها عمل هذه المؤسسة ، و الربح والخسارة في البورصة مرهون بتحلي هذا الأخير بالحيطة والذكاء في متابعة العمليات في البورصة وإذا أحل بذلك قامت مسؤوليته ، كما تقوم مسؤولية الأعوان بقيام مسؤولية الوسيط ، وتتقرر على أساس مسؤولية المتبوع عن أعمال تابعيه طبقا لنص المادة 129

<sup>1</sup> - أنظر المادتين 34 و 35 من نفس النظام.

<sup>2</sup> - أنظر المادة 37 من نظام اللجنة 01/15 السابق الذكر.

<sup>3</sup> - أنظر المادتين 55 و 56 من نفس النظام.

من القانون المدني الجزائري ويتعرضون لنفس الجزاءات التي يتعرض لها الوسطاء ، وعلى إثر ذلك فمسؤولية الوسيط ونظام الانضباط تقوم كالآتي:

أ -مسؤولية الوسطاء : من خلال ما عرفناه على الوسيط من خلال ما سبق نجد أن هناك مسؤولية تترتب على عاتق الوسطاء فهناك مسؤولية مدنية وأخرى جنائية ، كما أن هناك مسؤولية تترتب على الأعوان ، وستتطرق إلى كل نوع على حدا من خلال ما يأتي:

➤ **المسؤولية المدنية :** يعتبر الوسيط مسئولاً على كل ما ينجزه من أعمال في البورصة اتجاه الزبون وذلك بحكم العقد الذي أبرمه معه ، فالمسؤولية العقدية أساسها العقد الذي يربط الوسيط بالزبون ، وهذا ما يستوجب على الوسيط احترام حدود عقد الوكالة والامتناع عن ممارسة نشاطات غير تلك المنصوص عليها في العقد ، وإلى جانب المسؤولية العقدية، يسأل الوسيط عن الأخطاء الشخصية التي ارتكبها أثناء القيام بعلمه في البورصة أدت إلى الضرر بمصالح الزبون ونتحدث هنا عن المسؤولية التقصيرية ، وتطبيقاً لأحكام المادة 124 من القانون المدني الجزائري فاجتماع الخطأ والضرر والعلاقة السببية بينهما كاف لقيام المسؤولية التقصيرية للوسيط (فالخطأ ينجر عن التنفيذ السيء للعمليات في البورصة ، والضرر تفويت فرصة الربح على الزبون ، والعلاقة السببية الضرر الناجم عن الخطأ المباشر) والمشرع الجزائري قد اكتفى في هذا الإطار بارتكاب خطأ بسيط لقيام مسؤولية الوسيط .

➤ **المسؤولية الجنائية :** تقوم المسؤولية الجنائية للوسطاء في عمليات البورصة عند ارتكاب الوسيط لما يسمى جريمة الاطلاع على أسرار الغير ، وتتمثل هذه الجريمة في قيام الوسيط بإفشاء أسرار عمليات زبونه لغيره من الزبائن بحيث يكون الوسيط قد تعدى على أحد الالتزامات المهمة وهو الحفاظ على السر المهني ، والمشرع

الجزائري لم ينص على هذه الجريمة لكن نجد إشارات لها من خلال فرضه على الوسيط الالتزام بالسرية المهني ، إلى جانب هذه الجريمة هناك مخالفات أخرى نجملها في الآتي:

- مخالفة العقد الأبيض : وهو إحداث تغييرات اصطناعية في أسعار السندات على نحو يحقق من ورائه عائدات عن طريق التلاعب بالأسعار.

- مخالفة استغلال معلومات متعلقة بتسيير مؤسسة في البورصة .

➤ **انضباط الوسطاء :** يتعرض الوسيط إذا ما قصر في أداء مهامه على أكمل وجه في البورصة، وكذا في حال إخلاله بأدبيات مهنة الوساطة في البورصة بما فيها مخالفة الأحكام التشريعية والتنظيمية المقررة في هذا الشأن ، إلى مجموعة من الجزاءات قررتها أحكام المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بالقانون رقم 04/03 وكذا تنظيمات لجنة البورصة وهي كالاتي:

➤ **العقوبات الأصلية :** يتعرض الوسيط لإحدى العقوبات المذكورة أدناه إذا ما أحل بأحد التزاماته التي تطرقنا لها سالفًا وهي:(الإنذار، التوبيخ، وقف النشاط بصفة كلية أو جزئية؛ مؤقتًا أو نهائيًا، سحب الاعتماد) ، كما قد ترفع قضايا المخالفات أمام الجهات القضائية المختصة، والتي يمكن أن تقرر حبس المتهم في الحالات الآتية :

- اعتراض المتهم لسبل ممارسة صلاحيات اللجنة وأعوانها المؤهلين ، وفي هذه الحالة تقرر مدة الحبس ما بين ثلاثين يومًا إلى 03 سنوات، إضافة إلى غرامة مالية تقدر بثلاثين ألف ( 30.000 دج )، كما يمكن أن تتحقق إحدى العقوبتين فقط.

- استخدام المتهم للمعلومات الامتيازية المتحصل عليها عن منظورية تطور أسعار القيم المنقولة ، وتحقيق أرباح غير مشروعة<sup>1</sup>.

➤ **العقوبات التبعية** : فرض المشرع الجزائري على الوسطاء عقوبات تبعية تتمثل في دفع غرامات مالية بقيمة عشرة ملايين دينار جزائري ، أو بقيمة المبلغ المحتمل تحقيقه من جراء المخالفة أو الخطأ المرتكب ، أو في بعض الأحيان بضعف قيمة الأوراق المالية المعينة بالمخالفة<sup>2</sup>.

### ثانيا :المستثمرون

يوجد عنك نوعين من المستثمرين في القيم المنقولة، وهم صغار المستثمرين وكبار المستثمرين، فصغار المستثمرين لا يمكن الاعتماد عليهم من اجل ترقية البورصة، على الأقل في الوقت الراهن ، أما الفئة أخرى من المستثمرين وتتمثل في مؤسسات الاستثمار مثل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، صناديق التقاعد وشركات التأمين ... إلخ، يمتلكون رؤوس أموال هامة يمكن استثمارها في الأسواق المالية ، ولتحفيز هؤلاء على الدخول إلى البورصة والتعامل في مجال القيم المنقولة ، لا بد من منحهم بعض الامتيازات والتسهيلات.

**1- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة** : أسست هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في الجزائر في إطار السوق المالي، بمقتضى الأمر 08/96 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة المؤرخ في 1996/01/10 ، تهدف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة إلى تكوين حافظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير ، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما يكن قليلا لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة ، و يتمثل المدّخرون المعينون في أولئك الذين لا يرغبون في

<sup>1</sup> - أنظر المادة 60 من المرسوم التشريعي 10/93 السابق الذكر.

<sup>2</sup> - أنظر المادة 55 من نفس المرسوم.

استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية، باختيار هذا السند أو ذلك، فيعهدون حينئذ بادخارهم إلى مسير محترف يقوم بتوظيف ذلك في السوق.

يمكن أن يستثمر الادخار الذي تجمعه هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة في مختلف أنواع القيم المنقولة و المنتوجات المالية الأخرى (أسهم، سندات دين، سندات دين قابلة للتداول ) والتي تصنف على أساسها هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

أ - أنواع هيئات التوظيف الجماعي : ويميز المشرع بين نوعين من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وهما شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير والصناديق المشتركة للتوظيف حسب ما ورد في المادة الأولى من الأمر 08/96، ولا يوجد أي فرق في طريقة عملهما، ويكمن وجه الاختلاف الوحيد في طبيعتهما القانونية، و تعرف شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير بأنها " شركة أسهم ذات رأس مال متغير ، الهدف منها تسيير حافظة القيم المنقولة وسندات دين قابلة للتداول و يصبح كل مستثمر يشتري أسهما مساهما ، وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة، وهي تخضع لأحكام الشركات في القانون التجاري"<sup>1</sup>.

كما يعرف الصندوق المشترك للتوظيف بأنه " ملكية مشتركة لقيم منقولة يشترك في امتلاكه حاملي الحصص التي يتكون منها رأس مال هذا الصندوق، ولا يتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير، ويصدر حصصا، وليس لحامل الحصص أي حق من الحقوق المخولة للمساهم، وتتولى تسيير الصندوق المشترك للتوظيف شركة تسيير تتصرف باسم حملة . الحصص وفي صالحهم دون سواهم." وهذا حسب ما ورد في المادة 13 من الأمر 08/96.

<sup>1</sup> - أنظر المواد 2 و 6 الفقرة 2 و 18 الفقرة 2 من الأمر 08/96.



ب- تأسيس هيئات التوظيف الجماعي : لتأسيس شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير يجب إيداع مؤسسيها ملف اعتماد لدى لجنة تنظيم عمليات ومراقبة البورصة وهذا وفق ما ورد في المادة 5 من نظام اللجنة رقم 04/97<sup>1</sup>، ويتضمن محتوى ملف الاعتماد خصوصاً ما يأتي :

- مشروع القانون الأساسي للشركة.
- الموارد المالية، البشرية والتقنية المخصصة لهذه الشركة.
- الميزانيات وحسابات الاستغلال.
- وثائق الإعلام المنشورة من طرف الشركة.

تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، بعد دراسة الملف وخلال مدة لا تتجاوز شهرين من استلامه بقبول أو رفض منح الاعتماد ، وفي حالة القبول يلتزم مؤسسو الشركة بجملة من الإجراءات للقيام بما وهي :

- إيداع نسخة من القانون الأساسي لدى المركز الوطني للسجل التجاري.
- نشر مذكرة إعلامية في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية.
- إيداع نسخة من شهادة الدفع التي تقرر بإيداع رأس مال لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- إيداع نسخة عن تقرير تقييم المساهمات العينية الذي يحرره مندوب الحسابات لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

<sup>1</sup> - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 04/97 قرار مؤرخ بتاريخ 1997/11/25 والمتعلق ببيعيات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ، والصادر بتاريخ 1997/12/29 ، الجريدة الرسمية العدد 87.

وفي حال إخلال مؤسسي الشركة بالالتزامات والواجبات السابقة الذكر أو عدم إتمامها على أكمل وجه خلال فترة أقصاها ثلاثة أشهر ابتداء من تاريخ الحصول على الاعتماد، فيصبح هذا الأخير باطلا ، وفق ما ورد في المادة 22 من نظام اللجنة 04/97.

بينما يتطلب تأسيس الصندوق المشترك للتوظيف على غرار شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، إلا بموافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تمنح الاعتماد إلى الصندوق بعد دراسة مشروع النظام المحرر بمبادرة المسير والمؤسسة المؤتمنة المقدم لها<sup>1</sup>، و يجب أن يتضمن هذا المشروع على الأقل المعلومات التالية:

- اسم المسير والمؤسسة المؤتمنة.
- سياسة التوظيف للصندوق المشترك للتوظيف لا سيما الأهداف الخاصة والمعايير التي تستوحى منها.
- طرق و دورية حساب القيمة التصفوية.
- مبلغ رأس المال الأصلي.
- طرق الإصدار وإعادة شراء الحصص.
- المبلغ الأقصى لعمولات الاكتتاب وإعادة شراء الحصص.
- المبلغ الأقصى لمصاريف التسيير.
- طرق توزيع النتائج و المداخيل .
- طرق تعديل النظام.
- طرق انحلال ، و تصفية وإعادة تكوين الصندوق المشترك للتوظيف.

<sup>1</sup> - المؤسسة المؤتمنة حسب ما ورد في المادة 36 من الأمر 08/96 المتعلق بمهمات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة الصادر بتاريخ 1996/01/10 "مؤسسة تتولى حراسة أصول هيئات التوظيف الجماعي وتختار على أساس قائمة أشخاص معنويين يحددها الوزير المكلف بالمالية ، وعلى هيئات التوظيف الجماعي أن تعين هذه المؤسسة ضمن قوانينها الأساسية " .

- نسخة من القوانين الأساسية للمسير والمؤسسة المؤتمنة ونسخة من شهادات التسجيل التجاري.

وبعد الحصول على الاعتماد تحرر حصص الصندوق كلياً، ويتوجب على المسير القيام بالإجراءات

الآتية :

- نشر ملخص للملف المودع لدى المركز الوطني للسجل التجاري في إحدى الجرائد المؤهلة لقبول الإعلانات

القانونية.

- تقديم نسخة من شهادات الإيداع المسلمة من طرف المؤسسة المؤتمنة إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات

البورصة في أجل أقصاه ثلاثة ( 03 ) أشهر.

- تقديم نسخة عن تقرير تقييم المساهمات العينية المحررة من طرف مندوب الحسابات إلى اللجنة ، وذلك في

أجل أقصاه ثلاثة ( 03 ) أشهر وإلا سحب الاعتماد<sup>1</sup>.

وكملاحظة يتعين على هيئات التوظيف الجماعي في الإعلام أن تضع تحت تصرف المساهمين فيها

وحملة الحصص، الكشوف المالية لنهاية السنة المالية، و جدول حساب النتائج، و الكشوف الملحقة ، وتقرير

عن التسيير يبين سياسة التسيير والنتائج المسجلة، ويمكن أن ترسل هذه الوثائق إلى المعنيين بناء على طلبهم.

كما يتعين على هيئات التوظيف الجماعي في الإعلام أن تعلم بواسطة البريد أو البلاغات الصحفية

المساهمين فيها أو حملة الحصص، بكل تغيير أو فعل يؤثر في تسييرها أو في حياتها عموماً.

وتخضع هيئات التوظيف الجماعي لمراقبة هيئتان الأولى كما سبق ذكرها لجنة تنظيم عمليات ومراقبة

البورصة التي يمكن أن تأمر في أي وقت بمهام التفتيش والتحقيق في نشاط هيئات التوظيف الجماعي، كما

تقوم زيادة على ذلك بمراقبة المعلومات التي تنشرها هيئات التوظيف الجماعي هذه على الجمهور، والهيئة الثانية

<sup>1</sup> - أنظر المواد 21 و22 و23 من نظام اللجنة 04/97 السابق الذكر.

المؤسسة المؤتمنة لهيئات التوظيف الجماعي التي تراقب قانونية أعمال التسيير، ومحافظ الحسابات المكلف بالتصديق على الكشوف المالية.

ت- مزايا التوظيف في هيئات التوظيف الجماعي : وتمثل هذه المزايا فيما يأتي:

- إمكانية الشراء والبيع في أي وقت.
- الحصول من خلال الحافظة المستثمرة، على أنواع شتى من السندات.
- عملية التسيير يقوم بها محترفون متخصصون.
- قواعد استثمار واضحة .
- توجيه التوظيف منصوص عليه في وثيقة الإعلام بالمنتوج ( البيان الإعلامي).
- إطار قانوني وتنظيمي مأمون فيما يخص المكتتبين، وذلك بفضل آلية المراقبة المتبعة.

### ثالثا : المصدرون

وهم أشخاص معنويون ، يتدخلون في البورصة من خلال عملية إصدار القيم المنقولة و الهدف من التدخل هو استقطاب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتهم المتعددة وذلك عن طريق اللجوء علنا للدخار العمومي ، تتمثل هذه الأشخاص المعنوية في :

- الدولة، وتأتي في المرتبة الأولى من حيث طلب الحصول على الأموال ، وتدخل الدولة في السوق المالي، بهدف تمويل العجز المالي الناتج عن عدم كفاية الإيرادات الجبائية ، والموارد الأخرى لتغطية التكاليف ، أو لأجل تحقيق تمويل المشاريع ذات الطابع العام والمنفعة العامة مثل بناء الهياكل القاعدية ، المدارس، المستشفيات...

- الهيئات العمومية والخاصة التي تهدف إلى رفع رأس مالها أو إلى تمويل احتياجاتها في مجال الاستثمار أو الاستغلال ، كما يمكن أن يكون الهدف من وراء هذا التدخل لتمويل مشاريع الإنعاش الاقتصادي.

إن الدخول إلى البورصة ليس من حق أي شركة ، وإنما هو حق لا تتمتع به إلا الشركات التي تتوفر فيها جملة من الشروط ذات الطابع العام والخاص وتضمن شفافية وفعالية في السوق المالية ، وكذلك يجب اتخاذ إجراءات معينة كي يصبح الدخول إلى البورصة قانونيا لذا نتطرق لشروط القيد وإجراءاته ، ثم إجراءات الإدخال.

**1 - شروط القيد وإجراءاته :** يتطلب القانون الجزائري توافر جملة من الشروط لقيد أو إدراج الأوراق المالية التي تطرحها شركات المساهمة في البورصة حتى يتم التعامل ، كما يتطلب اتخاذ مجموعة من الإجراءات من أجل القيد

**أ- شروط القيد :** سنتناول هنا الشروط العامة للقيد، ثم الشروط الخاصة لذلك.

➤ **الشروط العامة للقيد :** حسب نظام لجنة عمليات البورصة رقم 03/97 المؤرخ في 18/11/1997

<sup>1</sup> ، المعدل بنظام اللجنة رقم 01/12 المؤرخ في 18/11/2012 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة<sup>2</sup> ، يشترط لقبول تداول القيم المنقولة التي تطرحها شركات المساهمة في البورصة من جهة:

- أن تكون الشركة التي تطلب قبول سنداتهما في عمليات التداول في البورصة والمصدرة لهذه الأوراق

شركة مساهمة سواء كانت عامة أو خاصة<sup>3</sup>.

- أن تقدم طلب القبول مرفق بملف القيد<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - الجريدة الرسمية عدد 87 الصادرة بتاريخ 1997/12/29.

<sup>2</sup> - الجريدة الرسمية عدد 41 الصادرة بتاريخ 2012/07/15.

<sup>3</sup> - أنظر المادة 30 من نظام اللجنة 03/97 السابق الذكر.

- أن تعين وسيطا في عمليات البورصة يكلف بمتابعة إجراءات القبول والإدخال<sup>2</sup>.
- أن تثبت الشركة إيداع سنداتها لدى المؤمن المركزي على السندات قبل الإدخال في البورصة<sup>3</sup>.
- أن تقدم الشركة مذكرة إعلامية مؤشرة من طرف لجنة عمليات البورصة<sup>4</sup>.
- أن تقوم الشركة بنشر الكشوف مالية مصادق عليها لسنتين ماليتين سابقتين للسنة التي تم فيها طلب القبول<sup>5</sup>.
- أن تقدم الشركة أو المؤسسة تقرير تقييمي لأصولها يتولى إنجازه خبير من الخبراء المحاسبين الجزائريين غير محاسب الشركة<sup>6</sup>.
- أن تثبت الشركة صاحبة الطلب وجود هيئة م رجعة داخلية، وأن تكون موضوع تقييم محافظ الحسابات في تقريره بشأن الرقابة الداخلية للمؤسسة، وفي حالة عدم وجودها يتعين على الشركة أن تلتزم بتنصيب هذه الهيئة خلال السنة المالية التي تلي قبول سنداتها في التداول في البورصة<sup>7</sup>.
- أن تكون الشركة قد حققت ربحا خلال السنة السابقة للطلب<sup>8</sup>.
- إذا كانت الشركة قد قامت بالتنازل عن عناصر أصول قبل القيد في البورصة فعليها إعلام

<sup>1</sup> - أنظر المادة 16 من نفس النظام.

<sup>2</sup> - أنظر المادة 03 من نظام اللجنة 01/12 السابق الذكر.

<sup>3</sup> - المؤمن المركزي على السندات هو هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم ، تمثل مهامه في التمكين من تسوية العمليات المبرمة في سوق البورصة وحفظ السندات ومتابعة حركتها وإجراء التقييم القانوني لها ، وفتح الحسابات باسم المتدخلين ، ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق حسب المادة 19 مكرر 2 من نظام اللجنة 01/12 المذكور أعلاه.

<sup>4</sup> - ورد تحديد مضمون هذه المذكرة في المادة 3 من نظام اللجنة رقم 02/96 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة المؤرخ في 22 /07/ 1996 الجريدة الرسمية عدد 36 الصادرة بتاريخ 01/07/1997.

<sup>5</sup> - أنظر المادة 02 من نظام اللجنة 01/12 السابق الذكر.

<sup>6</sup> - أنظر المادة 32 من نظام اللجنة 01/12 السابق الذكر.

<sup>7</sup> - أنظر المادة 36 من نفس النظام.

<sup>8</sup> - أنظر المادة 34 من نفس النظام.

شركة إدارة البورصة بذلك<sup>1</sup>.

➤ **الشروط الخاصة للقيد :** الشروط الخاصة وهي المتعلقة بطبيعة القيم المنقولة المراد قيدها في البورصة،

فبالنسبة للأسهم يشترط أن لا يقل رأس مال الشركة المساهمة الذي تم وفاءه عن خمس مائة مليون

دينار جزائري ( 500.000.00 دج) محررة، وأن يتم توزيع ما نسبته 20% على الأقل من رأس

مال الشركة على الجمهور للاكتتاب فيه<sup>2</sup>.

كما يشترط أن يتم توزيع رأس مال الشركة على عدد لا يقل عن ثلاثة مائة (300) مساهم على الأقل في

أجل لا يتعدى يوم الإدخال أو القيد في البورصة<sup>3</sup>، أما بالنسبة لسندات الدين يجب أن تكون موزعة على

الأقل بين مائة وخمسون (150) حائز وذلك يوم إدراجها في البورصة<sup>4</sup>.

**ب- إجراءات القيد (القبول):** تعتبر القواعد الإجرائية للقيد في البورصة قواعد صادرة عن كل من لجنة

تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وأخرى صادرة عن شركة تسيير بورصة القيم، وتسعى الشركة التي تتوافر فيها

شروط القيد المذكورة سابقا، للحصول على قبول اللجنة لقيد قيمها المنقولة في البورصة والتي يجب عليها

تكوين وتقديم ملف القيد ثم التأشير على المذكرة الإعلامية من قبل اللجنة وصدور قرار بقبول القيد وأخيرا

إبرام اتفاقية القيد مع شركة تسيير البورصة.

➤ **تكوين ملف القيد :** حسب المادة 26 من نظام اللجنة 03/97 السالف يجب أن تودع الشركة ذكره

الراغبة في قيد قيمها المنقولة في البورصة طلبا لدى اللجنة مرفقا بملف يتضمن الوثائق القانونية

والاقتصادية والمالية والمحاسبية للشركة ، وقد أحالت هذه المادة في تحديد هذه الوثائق إلى تعليمية

<sup>1</sup> - أنظر المادة 35 من نفس النظام.

<sup>2</sup> - أنظر المادة 07 من نفس النظام.

<sup>3</sup> - أنظر المادة 08 من نفس النظام.

<sup>4</sup> - أنظر المادة 46 من نظام اللجنة 03/97 السابق الذكر.

تصدرها اللجنة، هذه الأخيرة أصدرت التعليمات رقم 01/98<sup>1</sup>. والتي حددت من خلالها هذه الوثائق ، و بالرجوع إلى هذه التعليمات نجد أن هذه الوثائق تختلف باختلاف القيم المرغوب قيدها إذ كانت سندات رأس مال أو سندات دين ، وهو ما نصت عليه كذلك المادة 2 من النظام رقم 01/12 سالف الذكر، وتمثل هذه الملفات فيما يأتي:

➤ **ملف طلب قيد سندات رأس المال** : نصت اللجنة على محتوى ملف طلب قيد سندات رأس المال في المادة 26 من نظام اللجنة رقم 03/97 والمادة 2 من التعليمات 01/98 السالف ذكرهما وفق الآتي :

**\* وثائق عامة : تتضمن ما يأتي :**

- طلب قيد سندات رأس المال في البورصة بحره 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 عن المركز الوطني للسجل التجاري، ونسخة من النشرة الرسمية للإعلانات القانونية لدى السجل التجاري.
- معلومات عن الأوراق المالية محل القيد، نوعها وعددها، السعر المقترح لإدخالها.
- وصفا عاما عن نشاط الشركة وفروعها إذا وجد لها فروع.
- مشروع المذكرة الإعلامية المعدة وفقا لتعليمات اللجنة.
- تعهد باحترام الشركة لقواعد السوق.

<sup>1</sup> - تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 1998/04/30 المتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، غير منشورة ، انظر الموقع <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=163>



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

- قائمة بالمؤسسات التي تقدم الخدمات المالية للشركة<sup>1</sup>.

\* وثائق تتضمن معلومات عن رأسمال الشركة: تتضمن ما يأتي<sup>2</sup>:

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

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

- عدد الأسهم المعنية بالإدخال في البورصة.

- لائحة تعرف بالمساهمين المهنيين في الشركة الذين يمتلكون نسبة تفوق 5% من الأسهم ويعدد أسهمهم وقيمتها السوقية والاسمية.

- وصف الحقوق والالتزامات المرفقة بالأسهم محل الإدخال.

- تقارير توزيع الأرباح، كيفية توزيعها ومقاديرها.

- عدد المساهمين الذين يمتلكون الأسهم المعنية بالإدخال.

<sup>1</sup> - نواره حليل ، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية،(رسالة دكتوراه)، كلية الحقوق والعلوم السياسية ، جامعة مولود معمري تيزي وزو، د س

ج ، ص 366.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص366.

- شهادة توزيع أسهم الشركة في تاريخ تقديم طلب القيد.
- \* وثائق اقتصادية ومالية: وتتمثل فيما يأتي<sup>1</sup>:
  - بيان بالنشاط الصناعي والتجاري للشركة وبتطوره منذ تأسيسها إلى غاية تاريخ طلب القيد.
  - تنظيم الشركة وهيكلتها وإعادة هيكلتها إن حصلت.
  - درجة المنافسة التي تخضع لها الشركة وموقعها بين الشركات المنافسة.
  - بيان بالوضعية المالية للشركة لمدة ثلاث سنوات قبل الطلب، مرفق بجدول مقارنة بمحاسبة الشركة خلال هذه المدة.
  - نسختان من حسابات الشركة مرفق بمحاضر الشركة وتقارير محافظ الحسابات.
  - وثائق تبرر ديون الشركة إن وجدت وسبل اقتراضها، سواء عن طريق السوق المالية بطرح السندات أو عن طريق المصارف مع وصف دقيق لكلا الحالتين.
  - الوضعية الجبائية للشركة مرفقة بملاحق تبين التصريجات الضريبية للسنوات الثلاث التي تسبق تاريخ القيد.
  - وصف شامل لمال التمويل الذي ستحصل عليه الشركة نتيجة قيدها في البورصة.
- \* الوثائق القانونية: وتتمثل فيما يأتي<sup>2</sup>:
  - نسختان من القانون الأساسي للشركة مرفقة بتعديلاتها، والتصديق عليها.
  - نسختان من شهادات التسجيل بالسجل التجاري.
  - فسخ من تقارير الجمعية التأسيسية، الجمعية العامة العادية وغير العادية للشركة التي قررت فتح رأسمالها للجمهور مرفقة بمداولات مجلس الإدارة.

<sup>1</sup> - نواره حليل ، المرجع السابق ، ص367.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه ، ص368.

- نسختان من قرار مجلس الإدارة الذي يرخص بواسطته إدخال القيم في البورصة.
  - عينتان من شهادات الأسهم المراد إدخالها في البورصة.
  - نسختان من كل وثيقة تثبت وضعية الشركة اتجاه كل من صندوق الضمان الاجتماعي وصندوق التقاعد، وكذا اتجاه الضرائب.
  - نسخة من كل العقود المهنية التي تبرمها الشركة والتي تخرج عن إطار نشاطها المألوف.
- **ملف طلب قيد سندات الدين :** يتضمن ملف طلب قيد سندات الدين إضافة إلى الوثائق السابق ذكرها أعلاه ووثائق خاصة تتمثل فيما يأتي<sup>1</sup>:
- 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، تاريخ طرحها وتاريخ استحقاقها.
  - بيان بقيمة سندات الدين المطروحة والتي تم تسديدها.
  - دراسة تبين تاريخ استحقاق السندات المرغوب قيدها، الفوائد الاسمية المقترحة كيفية التسديد ومكانه وعملة الوفاء.
  - دراسة تبين الناتج الخام المتوقع الحصول عليه من عملية قيد السندات.
  - شهادة توظيف السندات التي يجرها المختص بالعملية.

<sup>1</sup> - نواة حميل ، المرجع السابق ، ص368.

- إلزام اللجنة الهيئات المحلية التي تطلب قيد سندات الدين التي تطرحها بإعلام شركة تسيير بورصة القيم بحجم السندات المطروحة في السوق.

وفي الأخير 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 عنصر من العناصر المكونة لملف القبول<sup>1</sup>.

ت - التأشير على المذكرة الإعلامية من قبل اللجنة : تنص المادة 2 من النظام رقم 01/12 السالف الذكر، على إلزام الشركة التي ترغب في قيد قيمتها المنقولة في البورصة، أن تودع مذكرة إعلامية لدى اللجنة للتأشير عليها<sup>2</sup>، وحصر المشرع هذا الالتزام على الشركات فحسب ليكون بذلك قد أعفى الدولة والجماعات المحلية من إعداد ونشر المذكرة الإعلامية. الأمر الذي أصبح يتعارض مع ما هو وارد بنص المادة الثالثة من النظام رقم 02/96 وكذا المادة الأولى من تعليمة اللجنة رقم 01/98 السالف ذكرهما والتي يفهم منها بأن الهيئات المحلية ليست مستثناة من إعداد المذكرة الإعلامية، حيث نصت والتي تنص المادة 3 من النظام 02/96 على ما يأتي "على كل شركة أو مؤسسة عمومية تقوم بإصدار قيم منقولة باللجوء العلني للادخار، وضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور، تتضمن هذه المذكرة العناصر الإعلامية التي من شأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دراية كما تنص المادة الأولى من تعليمة اللجنة 01/98 على ما يأتي: "تقوم الجماعات المحلية عند إصدارها سندات عن طريق اللجوء العلني للادخار بوضع بيان إعلامي يصف العملية المزمع إنجازها، ويوضع هذا البيان تحت تصرف الجمهور بمقر الجماعات المحلية المصدرة، ويودع لدى اللجنة على

<sup>1</sup> - أنظر المادتين 25 و 28 من النظام 03/97 السابق الذكر.

<sup>2</sup> - أنظر المادة 30 الفقرتين 2 و 3 من نفس النظام.

سبيل الإعلام"<sup>1</sup>، كما يجب أن تتضمن المذكرة معلومات عن تقديم مصدر القيم المنقولة وتنظيمه ، وعن وضعيته المالية ، وعن تطور نشاطها ، وعن موضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها كما اشترط المشرع في الأخير أن تؤرخ هذه المذكرة ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر وتودع رفقة ملف القيد أمام لجنة تنظيم ومراقبة البورصة قبل شهرين على الأقل من التاريخ المقرر للإصدار<sup>2</sup>.

ويمكن للجنة وقبل التأشير على المذكرة الإعلامية إن اقتضت حماية المستثمر ذلك ، أن تطلب توضيح للمعلومات المقدمة من حيث التعديل أو الإتمام أو التحيين ، و يمكن للجنة أن ترفض منح تأشيرتها على المذكرة الإعلامية للأسباب الآتية<sup>3</sup>:

- إذا كانت المذكرة الإعلامية غير مطابقة لأنظمة اللجنة وتعليماتها.
- إذا كانت المذكرة غير مرفقة بالوثائق المنصوص عليها في أنظمة اللجنة.
- إذا كانت المذكرة غير مكتملة أو غير صحيحة فيما يخص بعض النقاط أو إذا أهملت ذكر وقائع من اللازم الإشارة إليها في المذكرة.
- إذا كانت الطلبات الخاصة بتعديلات المذكرة المبلغة من طرف اللجنة غير مرضية.
- إذا كانت حماية المدخر تقتضي ذلك.

ويجب على اللجنة في هذه الحالة أن تقوم بأعلام المصدر بذلك في الوقت المناسب، كما يمكن للجنة أن تبدي رأيها من جديد حول مشروع المذكرة بناء على المعلومات الجديدة التي يمكن أن يقدمها الطرف المصدر<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - نواة تحليل ، المرجع السابق ، ص 369.

<sup>2</sup> - أنظر المادتين 3 و 4 من نظام اللجنة 02/96 السابق الذكر.

<sup>3</sup> - أنظر المادتين 5 و 6 من نظام اللجنة 02/96 السابق الذكر.

<sup>4</sup> - أنظر المادة 6 الفقرة الأخيرة من نفس النظام.

كما يجب على المصدر وفي حالة التأشير على المذكرة الإعلامية من طرف اللجنة، نشر بيان إعلامي يتضمن ملخص حول ما ورد ذكره في المذكرة الإعلامية، مع الإشارة إلى رقم التأشير للمذكرة الإعلامية ، ثم يؤرخ البيان ويوقع عليه من طرف الممثل الشرعي للمصدر ، وقد استوجب المشرع على الجهة المصدرة أن توضع المذكرة الإعلامية والبيان تحت تصرف الجمهور في مركز المؤسسة المصدرة ولدى الوسطاء الماليين المكلفين من طرف المصدر لمتابعة إجراءات الإدخال المعينة من طرف المصدر<sup>1</sup>

**ث- صدور قرار بقبول القيد :** بعد إيداع طلب القيد رفقة الملف، منح المشرع للجنة البورصة أجل شهرين من تاريخ تسليم ملف طلب القيد إلى شركة تسيير بورصة القيم من الشركة طالبة الإدخال قصد اتخاذ قرارها، وترد اللجنة على الطلب إذا استوفى الملف كل الشروط القانونية والتنظيمية اللازمة بإصدار مقرر بقبول قيد القيم المنقولة للشركة في البورصة وترسل نسخة منه إلى شركة تسيير بورصة القيم من أجل نشره في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة ، ويمكن للجنة قبل أن تتخذ قرارها بشأن الطلب ، أن تطلب معلومات تكميلية من الشركة طالبة الإدخال في مهلة شهر الذي يلي استلام الطلب ، كما قد حددت مدة صلاحية مقرر القبول بأربعة أشهر من تاريخ صدوره قابلة للتمديد بطلب من الشركة العارضة<sup>2</sup> ، ويجب على الشركة المباشرة في إجراءات الإدخال قبل انتهاء هذا الأجل وإلا اضطرت إلى إعادة ملف طلب القيد بغرض تحيينه ، ويمكن القول بأن هذه المدة معقولة ، فهي من جهة كافية لإتمام باقي إجراءات الإدخال ومن جهة أخرى ضرورة لتحيين ملف الشركة التي قد تطرأ عليها تطورات من تاريخ إيداع ملفها لدى اللجنة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - أنظر المادتين 7 و 11 من نفس النظام.

<sup>2</sup> - أنظر المادة 22 من نظام اللجنة 03/97 السابق الذكر.

<sup>3</sup> - نواة حمليل، المرجع السابق، ص370.

ج- إبرام اتفاقية القيد مع شركة تسيير البورصة : تلتزم الشركة التي حصلت على موافقة اللجنة على طابعها المتضمن قيد قيمتها المنقولة في البورصة ، بإيداع نسخة من طلب القبول مرفقا بالمذكرة الإعلامية المؤشر عليها لدى شركة تسيير بورصة القيم ، لتبرم الشركة اتفاقية التسجيل معها بواسطة وسيط معتمد ، تحدد هذه الاتفاقية تاريخ الإدخال وسعره والإجراء المناسب لذلك ، ولا تتمتع الشركة المرشحة للقيد بجزئية تامة في التعاقد مع شركة تسيير بورصة القيم ، فالاتفاقية المبرمة معها تعتبر بمثابة عقد إذعان لأنها تحتكر نشاط القيد في البورصة احتكارا قانونيا يمكنها من فرض شروطها على المستثمر دون مناقشتها ، وتتمتع الشركة بهذا الاحتكار بحكم كفاءتها وتخصصها في هذا المجال ، فهي تسعى من وراء فرض إجراءات محددة مسبقا إلى تحقيق السياسة العامة للدولة في مجال السوق المالية ، وحماية السوق من نفسها عن طريق تركيز سلطة الإدخال لديها<sup>1</sup> ، ويكون التسجيل على نوعين حددتهما شركة البورصة وفق شروط وإجراءات التسجيل لديها مسبقا بموجب قرارها رقم 01/98<sup>2</sup>

2- إجراءات الإدخال : 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 (الإجراء العادي، وإجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، وإجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت)<sup>3</sup> ، ويتم اللجوء إلى إجراءات العرض العمومي للبيع في حالتين : حالة الشركة التي ترغب في قيد قيمتها لأول مرة في البورصة وهو ما يعرف بالتسعيرة الأولى ، أو الحالة التي ترغب فيها الشركة

<sup>1</sup> - نواة حليل، المرجع السابق، ص371.

<sup>2</sup> - أنظر القرار الصادر بخصوص شركة تسيير القيم المنقولة رقم 01/98 المؤرخ في 1998/03/30 والمتضمن ضبط إجراءات إدخال القيم المنقولة والمعلومات الواجب نشرها المعدل والمتمم بموجب القرار رقم 05/99 المؤرخ في 1999/07/22.

<sup>3</sup> - أنظر في هذا الصدد المواد من 56 إلى 68 من نظام اللجنة 03/97 السابق الذكر.

إعادة تصنيف قيمتها المقيدة في البورصة<sup>1</sup>، ويعد العرض العمومي لبيع القيم المنقولة في البورصة ، إجراء تقني ومعقد ، يطبق على الخصوص على قيم الشركة المطروحة لأول مرة في البورصة ، أو بمناسبة حوصصة المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق السوق المالية ، حيث تبحث الشركة من خلال هذا العرض عن مستثمرين يقبلون التعاقد معها بشراء قيمها المطروحة وفقا لشروط السوق وليس وفق مبدأ التراضي.

### المطلب الثاني : عمليات التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر

تقوم عمليات البورصة على تداول الأوراق المالية أي شراؤها وبيعها بواسطة الوسطاء وتعتبر هذه الأوراق من الأشياء المثلية ، فعمليات البورصة هي عقد بيع يتم على قيم منقولة يتسلم بموجبه الوسطاء الأوامر من عملائهم والقيام بتنفيذها ، هذه الأوامر يحظر فيها العميل السمسار ويعبر عن رغبته في شراء ورقة من الأوراق المطروحة للتداول داخل البورصة وتسمى هذه الأوامر بأوامر الشراء ، أو يخطر فيها عن رغبته في بيع ورقة من هذه الأوراق وتسمى هذه الأوامر بأوامر البيع ، وهذه العمليات ( البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة داخل البورصة ) لا تتم مباشرة بين البائع والمشتري بل تتم عن طريق الوسيط المعتمد وتتدخل شركة تسيير بورصة القيم كما سلف وذكرنا.

وعليه سنتطرق لتعريف أوامر البورصة وشروط صحتها أولا ثم وأنواعها ثانيا ثم كيفية تحديد أسعار

الأوراق المالية ثالثا.

### الفرع الأول : تعريف أوامر البورصة وشروط صحتها وأنواعها

لدراسة أوامر البورصة يجب التطرق إلى تعريفها وبيان شروط صحتها ثم بيان أنواعها :

<sup>1</sup> - نواره حليل، المرجع السابق، ص373.



أولاً- تعريف أوامر البورصة : يقصد بأوامر البورصة " التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له في البورصة أوراقا مالية معينة ، ولا يكون لهذا الأمر مفعوله إلا إذا أعطى للشخص المختص أي الوسيط"<sup>1</sup> ، وعرفته المادة 89 من نظام اللجنة رقم 03/97 سالف الذكر بنصها على ما يلي " أمر البورصة هي تعليمة يقدمها زبون إلى وسيط في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل " ، وقد اعتبر المشرع الجزائري أمر البورصة تفويضا حيث جاء في المادة 13 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 سالف الذكر بأنه " يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة أن يبرموا مع زبائنهم عقود تفويض " .

ثانيا- شروط صحة أوامر البورصة : لصحة أوامر البورصة يستوجب توفر جملة من الشروط الموضوعية والشكلية وهي تتمثل فيما يأتي:

#### 1 - الشروط الموضوعية : وتتمثل هذه الشروط فيما يأتي<sup>2</sup> :

أ-أهلية مصدر الأمر : تنفيذ الأمر يترتب على عاتق صاحبه التزامات مختلفة ، لذلك كان من الضروري أن يصدر عن شخص متمتع بكامل أهليته ، ولما كانت القوانين الخاصة بالبورصة لم تفرض أهلية معينة أو خاصة على مصدر الأمر فإنه يقتضي عند تحديدها الرجوع إلى القواعد العامة ، والأهلية في القواعد العامة نوعان ، الأولى هي أهلية الوجوب والثانية أهلية الأداء ، فالأولى تعني صلاحية الشخص لاكتساب الحقوق وتحمل الالتزامات ، وتمثل أهلية الأداء في قدرة الشخص على التعبير بنفسه عن إرادته تعبيرا منتجا لآثاره القانونية ، وعليه فإنه لا يكفي أن يتمتع مصدر الأمر بأهلية الوجوب حتى يمكن الأخذ بتنفيذه بل لا بد من تمتعه بأهلية الأداء ، كما يجوز أيضا للقاصر المرشد إصدار هذه الأوامر في حدود الإذن ، كما يجوز أيضا للقاصر المميز

<sup>1</sup> - محمد يوسف ياسين ، البورصة (عمليات البورصة ، تنازع القوانين ، اختصاص المحاكم )، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان ، 2004،ص99.

<sup>2</sup> - محمد يوسف ياسين ، المرجع السابق،ص99.

إصدارها لكن يمثله في ذلك وليه بعد استئذان المحكمة طبقاً للمادة 87 من قانون الأسرة، هذا بالنسبة للشخص الطبيعي، أما بالنسبة للشخص المعنوي فيجب أن يصدر الأمر من ممثله القانوني والذي يجب على الوسيط التأكد من صفته.

**ب- الرضا مصدر الأمر :** يجب أن يكون رضا مصدر الأمر سليماً وغير مشوب بأي عيب من العيوب التي قد تؤدي إلى إبطال هذه الأوامر وذلك وفقاً للقواعد العامة في القانون المدني.

**ت- ملكية الورقة :** يشترط أن يكون مصدر الأمر مالكا للورقة المالية التي يريد بيعها ، أو أن يكون له حق التصرف بتفويض من المالك الحقيقي ، وفي هذه الحالة يجب على الوسيط التأكد من ملكيته للورقة أو من سلطة التفويض بالنسبة للوكيل .

**2 - الشروط الشكلية :** استوجب المشرع أن تكون أوامر البورصة مكتوبة ومحركة ومحددة بكل وضوح منعا لأي التباس قد يحصل ، وهذا يتطلب بيان نوع الأوراق موضوع التعامل وكميتها والسعر المطلوب أن تتم على أساسه الصفقة ، كما يجب بيان نوع الورقة المالية وأسمها ونوعها سواء كانت أسهم أم سندات وتحديد نوع الأسهم ، إذا كانت أسهم رأس مال أو أسهم عادية أو ممتازة... الخ ، أما في ما يتعلق بالسندات ، فيجب ذكر نسبة الفائدة المستحقة وسنة الإصدار... الخ. وقد نصت المادة 92 من نظام اللجنة رقم 03/97 السالف الذكر على وجوب أن يتضمن كل أمر من أوامر البورصة على البيانات الآتية : (بيان اتجاه العملية - شراء أو بيع- ، تعيين القيمة محل التداول أو خصائصها ، عدد السندات المزمع تداولها ، إشارة أو حد السعر ، مراجع صاحب الأوامر ، وبصفة عامة كل البيانات اللازمة لحسن تنفيذه).

الفرع الثاني: أنواع أوامر البورصة

تقسم الأوامر إلى خمسة أقسام ، من حيث كمية التنفيذ ، وسعر التنفيذ ، كيفية الدفع ، وآجال التنفيذ وأخيرا من حيث صاحب الأمر.

**أولا- من حيث كمية الأوراق المتداولة :** وهي الأوامر الموجهة إلى الوسطاء في البورصة والمتضمنة بيان كمية الأوراق المرغوب التفاوض عليها بيعا أو شراء ، وهي تختلف باختلاف ما يشترطه الزبون بشأن الكمية كما يلي:

**1 - أمر الكل أو اللاشيء :** يصدر الأمر هذا النوع من الأوامر حينما يرغب في الحصول على كامل الكمية المعروضة ، فيشترط على الوسيط تنفيذ الأمر بكامله على كل الكمية الواردة فيه ، وإن لم يستطع ذلك فلا ينفذه إطلاقا ، ويستعمل هذا النوع من الأوامر في البورصات الكبرى ، وذلك لكفاءتها العالية وسرعة التداول فيها وتوجد استراتيجيات كثيرة للمضاربة<sup>1</sup>.

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

**3 - أمر الكل أو اللاشيء بأقصى كمية :** يتوسط هذا الأمر الأمرين السابقين ، إذ يفتح الأمر للوسيط مجالا آخر للتنفيذ في حدود الحد الأقصى الذي سطره المستثمر.

**4 - أمر الكل أو اللاشيء بأدنى كمية :** يختلف هذا الأمر عن سابقه من حيث حدود الكمية المسموح بالتنفيذ عليها ، فهي عند أقصى حد في النوع الأول ، وأدنى كمية في هذا النوع ، كما يجب التنويه بأن الأمر في كلتا الحالتين قد يكون للبيع أو الشراء ، على خلاف تحديد السعر الذي يكون فيه

<sup>1</sup> - نورة حميل ، المرجع السابق ، ص384.

<sup>2</sup> - أنظر المادة 95 من نظام اللجنة 03/97 السابق الذكر.

الحد الأقصى دائما مرتبطا بالبيع ، أو الحد الأدنى مرتبطا بالشراء.

ثانيا- من حيث سعر التنفيذ : يعتبر سعر تنفيذ العملية من أهم البيانات التي يجب أن يتضمنها الأمر سواء تضمن بيعا أو شراء ، وتختلف الأوامر تبعا للسعر الذي تتضمنه كالاتي<sup>1</sup>:

1 - أوامر السوق : وهي أكثر الأوامر شيوعا يطلب فيها العميل من السمسار إتمام الصفقة بأفضل سعر في السوق وبذلك لا يتضمن الأمر سعرا معيناً على عكس النوع الثاني.

2 - الأوامر المحددة : يحدد العميل سعرا للسمسار لا يعمل على إتمام الصفقة إلا بهذا السعر أي بأقل منه في أمر الشراء أو أعلى منه في سعر البيع<sup>2</sup>.

3 - أمر لأفضل سعر : لا يتضمن هذا النوع من الأوامر أية إشارة إلى السعر الذي تنفذ عنده الصفقات فلا يحدد المشتري السعر الأقصى ، ولا يحدد البائع السعر الأدنى للمعاملة ، حيث ينفذ هذا النوع من الأمر بالأولوية وبأحسن ما تسمح به إمكانيات السوق.

ثالثا- من حيث كيفية الدفع : تنقسم الأوامر من حيث كيفية الدفع إلى نوعين وهما :

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.

رابعا- من حيث آجال التنفيذ: تتضمن هذه الأوامر بيانا بمواعيد تنفيذها ، ومدة صلاحيتها، ومنها نورد الآتي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> - نورة حميل ، المرجع السابق ، ص386.

<sup>2</sup> - سميرة بلجلبية ، أثر التضخم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة) ، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2011، ص31.

1 - أوامر المحددة بيوم : هي أوامر صالحة فقط أثناء اجتماع البورصة لليوم الموالي لإرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة.

2 - أمر المحددة بأسبوع : هي أوامر تحدد مدة صلاحية تنفيذها بالأيام المتبقية من أيام الأسبوع الذي صدرت فيه تم تنتهي هذه الصلاحية.

3 - أمر المحددة بشهر : هي أوامر تحدد مدة صلاحية تنفيذها بالأيام المتبقية من أيام الشهر الذي صدرت فيه تم تنتهي هذه الصلاحية.

خامسا- من حيث صاحب الأمر : وهي بدورها تقسم إلى قسمين هما:

1 - أوامر الزبون : وهي الأوامر التي يتلقاها الوسيط من قبل زبائنه ، فيسهر على تنفيذها لحسابهم ووفقا لتعليماتهم.

2 - أوامر غير الزبون : هي الأوامر التي يودعها الوسيط لدى شركة تسيير البورصة ، لحسابه الخاص ، وهو ما يسميه المشرع الجزائري بالعمليات ذات المقابل<sup>2</sup> ، وتمثل العملية ذات المقابل بالنسبة للوسيط في شراء أو بيع سندات لحسابه الخاص ، وحسب الشروط المحددة من طرف شركة تسيير بورصة القيم ، ولا يمكن أن تتم إلا ردا على أمر معبر عنه في نفس التسعيرة<sup>3</sup>.

الفرع الثالث: كيفية تحديد أسعار الأوراق المالية وشطبها

<sup>1</sup> - أنظر المادة 94 من نظام اللجنة 03/97 السابق الذكر.

<sup>2</sup> - نواة حمليل ، المرجع السابق ، ص 388.

<sup>3</sup> - أنظر المادة 122 من نظام اللجنة 03/97 السابق الذكر.

لتحديد أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة هناك العديد من الطرق ، وإن اختلفت في الشكل فإنها تتلاقى في المبدأ الأساسي في التعامل في البورصة وهو قانون العرض والطلب ، وتستمر عملية تسعيرة الورقة المالية داخل البورصة إلى حين شطبها.

وتجدر الإشارة إلى أن للوكلاء والوسطاء الماليين والمختصين دور أساسي في تحديد الأسعار، والتقريب بين الباعة والمشتريين بتنفيذ أوامره ، وتوفير السيولة لمختلف الأدوات المالية ، وذلك بالتعاون مع السلطات المالية وهيئات تسيير البورصة.

**أولاً- طرق التسعيرة بشكل عام :** تسعر القيم في كل بورصة بطريقة مختلفة عن باقي البورصات ، فقد تتبنى كل بورصة طريقة موحدة لكل الحصص كما قد تطبق عدة طرق ، كما أن المشرع قد وضع إجراءات وحدد طرق لعملية تسعيرة هذه القيم وهي:

**1 - طريقة المناذاة :** وتتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة وعقد الصفقات بمناذاة بعضهم البعض ، فينادي الباعة بأن لديهم أوراق مالية بحوزتهم من نوع كذا مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها داخل البورصة ، كأن يقول وسيط البائع أو الوسيط إذا كان يتعامل لحسابه عندي كذا من أوراق ويعبر عن استعداده لبيع نوع معين من الأوراق وذلك بصوت عالي ، وبنفس الطريقة ينادي وسطاء المشتريين أو الوسيط ويعبرون عن استعدادهم عن الشراء مستعملين في ذلك ألفاظا متعارف عليها داخل البورصة ، مما يخلق هناك نوع من العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة<sup>1</sup>.

**2 -طريقة الأدرج :** وفق هذه الطريقة تضع اللجنة المنظمة للتداول في البورصة تحت تصرف الجميع الأوراق المالية المراد أدرجها والخاصة بها ، و يسجل فيها الوسطاء كافة أوامره سواء كانت بيعا أو شراء بخصوص

<sup>1</sup> - محفوظ جبار ، كفاءة البورصة الجزائرية خلال فترة 1999-2001 ، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس سطيف ، العدد 3 ، 2004 ، ص119.

أصول مالية معينة وكل ما يتداول في بورصة الأوراق المالية ، فبإتباع هذا الأسلوب يتم جمع كافة أوامر البيع والشراء التي تخص ورقة مالية ، وتسند من قبل الجهة المكلفة بالعملية في البورصة إلى أحد المتخصصين فيها لمتابعة تلك الأوامر والخروج بسعر تعامل للورقة محل التفاوض. وأهم ما يميز هذه العملية أنها تتم بالاتصال الكتابي ويغيب الاتصال الشفوي وتضمن سعرا عادلا من منظور المستثمرين

**3 - طريقة التسعير بالخزائن :** يجمع السمسار المتخصص الأوامر الموكلة إليه في خزينته ، ثم يحدث مواجهة بينها حتى يتوصل إلى السعر المناسب الذي يتم عنده تنفيذ حد من الأوامر بأفضل الأحوال، ويتم ذلك تحت مراقبة إدارة البورصة ، أهم ما يميز هذه الطريقة السرعة ، 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>1</sup>.

**4 - طريقة التسعيرة بواسطة الصناديق :** تجمع الأوامر التي ترد إلى الوسطاء ، في صناديق أو علب لدى إدارة البورصة ، قبل افتتاح حصة التسعيرة ، تتولى هذه البورصة فرز كل الأوامر بواسطة متخصصين تابعين لها ، ومواجهتها فيما بينها للوصول إلى سعر إقفال يلي أكبر حجم من العروض والطلبات ، وتتضمن هذه الطريقة حماية وشفافية أكبر من سابقتها نظرا لتدخل إدارة السوق برقابتها والإشراف عليها، مع ذلك فإن استعمالها محدود واستثنائي كونها تتسم بالبطء.

**5 - التسعيرة بواسطة الإعلام الآلي :** استفادت السوق المالية كغيرها من المنشآت الاقتصادية بالتطورات التكنولوجية وخدمات الإعلام الآلي ، وذلك بوضع قواعد معلوماتية وتأسيس شبكة معلوماتية تسمح بتسجيل كل الأوامر التي ترد إلى المقصورة في الحاسوب المركزي قبل افتتاح الحصة ، ويقوم الحاسوب بفرز الأوامر

<sup>1</sup> - نوارة حميل ، المرجع السابق ، ص 392.

ومعالجتها حسب نوعها وحجمها والأسعار التي تتضمنها ، ثم تتم المواجهة بين الأوامر بصفة آلية وتعقد الصفقات كلما تلاقى أمران متناسبان إذا كانت التسعيرة مستمرة أو في نهاية الحصة إذا كانت التسعيرة ثابتة ، أهم ما يميز هذه التقنية هي سهولتها وكفاءتها في حفظ هذه المعلومات ، بالإضافة عن تقديمها لخدمات كثيرة في مدة زمنية قصيرة ، خاصة وأن عنصر الوقت مهم داخل البورصة<sup>1</sup>.

### ثانيا- تسعيرة القيم المنقولة في بورصة الجزائر:

**1 -تنظيم رزنامة حصص التسعيرة :** أوكل المشرع الجزائري في المادة 78 من النظام رقم 03/97 مهمة ضبط رزنامة اجتماعات التسعيرة لشركة تسيير بورصة القيم ، التي قامت بتحديدتها بموجب نص المادة 2 من القرار رقم 02/98<sup>2</sup>. المعدل والمتمم بالقرار رقم 10/02 وهي كالآتي:

- أيام عمل شركة تسيير البورصة هي من الأحد إلى الخميس.
- تجري حصص التداول كل يوم اثنين وأربعاء.
- إذا صادف يوم التداول عطلة تؤجل للحصة الموالية أي الاثنين أو الأربعاء المقبل.
- تفتح الحصة على الساعة التاسعة ونصف.

**2 -طرق التسعيرة :** حسب ما ورد في المادة 81 من نظام اللجنة 03/97 ، فإنه يتم تسعيرة القيم المنقولة بالاستعانة بالإعلام الآلي أو بطريقة يدوية وفق الأنماط و الالتزامات الخاصة والمحددة من طرف شركة تسيير بورصة القيم ، وقد تبنت هذه الأخيرة نظام تسعيرة بموجب المادة 31 من القرار رقم 02/98 ، على أن تكون التسعيرة ثابتة و يطبق فيها سعر واحد على جميع العمليات المنجزة على نفس القيمة ، إلا في حالات استثنائية حددتها الشركة لا يمكن فيها تطبيق طريقة التسعيرة الثابتة وإذا تعذر الوصول إلى سعر موحد ، فإنها تقبل أسعار مختلفة ومتقاربة من شأنها أن تلي أكبر حجم من العمليات ، وتقلص فوارق الأسعار مقارنة بسعر الإقفال الذي توقفت عنده الحصص السابقة للتداول<sup>3</sup>.

**3 - إجراءات تسعيرة القيم المنقولة :** تفتح بورصة الجزائر أبوابها للوسطاء قبل افتتاح حصة التسعيرة ، ليتمكن الوسطاء من تسجيل أوامر زبائنهم في ورقة السوق بواسطة الحاسوب المركزي ، و تتضمن ورقة السوق كل المعلومات الخاصة بحصة التداول المعلن عنها ، و نوع وكمية الأوراق المالية المعروضة ، الأسعار المفتوحة ،

<sup>1</sup> - نوارة حميل ، المرجع السابق ، ص 393.

<sup>2</sup> - القرار رقم 02/98 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم والمتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة المؤرخ في 1998/03/22 .

<sup>3</sup> - نوارة حميل ، المرجع السابق ، ص 394.



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<sup>1</sup>.

تكتسب ورقة السوق أهمية كبيرة في نظام التسعيرة المستمرة ، فبواسطتها يتمكن الوسيط من متابعة معطيات السوق ، فبعد كتابتها وطباعتها عن طريق الحاسوب المركزي ، توزع على كل الأجهزة الخاصة بكل وسيط ، ثم تظهر الورقة على شاشة الوسيط كل المعلومات الخاصة بالقيم المعروضة للتداول ، كما تظهر لهم السعر النظري الذي حدده الحاسوب بعد مقارنة الأوامر.

**ثالثا- شطب القيم المنقولة :** إن قيد القيم المنقولة في البورصة لا يعد نهائيا وإنما يخضع لتطور أوضاع الشركات المصدرة فيما إذا كانت سلبية أو إيجابية ، ولما تراه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، كما يمكن للجهات المصدرة أن تطلب شطب قيمها من السوق إذا تعلق الأمر بالأسهم ، ويتم الشطب تلقائيا إذا تعلق الأمر بالسندات عند وصول أجل استحقاقها ، ولقد فسر المشرع بوضوح هذا الجانب لما له من أهمية في الحفاظ على مصالح المستثمرين وقد نص على ثلاثة طرق يمكن من خلالها شطب القيم المتداولة في البورصة تتمثل فيما يأتي :

#### 1 - الشطب التلقائي : يكون الشطب التلقائي في حالتين هما:

- حالة المادة 69 من نظام اللجنة رقم 03/97 حيث يمكن لشركة تسيير بورصة القيم أن توصي اللجنة

بشطب قيمة من القيم المتداولة في البورصة وذلك بالنظر إلى :

➤ المعدل اليومي للمعاملات المعبر عنها بالدينار والسندات وكذا عدد أيام التداول خلال السنة.

➤ دفع الأرباح خلال السنوات الثلاثة الأخيرة.

<sup>1</sup> - المرجع نفسه، ص 396.

➤ نسبة رأس المال الموزع على الجمهور.

على أن تحدد اللجنة بالاتفاق مع شركة تسيير بورصة القيم الحدود الدنيا التي تؤخذ بعين الاعتبار في تقرير شطب القيم<sup>1</sup>.

- حالة المادة 70 من نفس النظام ، حيث يتم الشطب التلقائي للقيم وذلك عند حلول أجل السند ، لا سيما في حالة تسديد سندات الدين أو عند زوال الشركة المصدرة.

**2 - الشطب بناء على الطلب :** في هذه الحالة مكن المشرع كل الجهات المصدرة من إمكانية سحب قيمها من السوق طواعيتا عن طريق تقديم طلب عرض عمومي للسحب يتعلق بقيمها المنقولة<sup>2</sup>.

ويتم الشطب هنا بعد تقديم طلب سحب السندات المسعرة إلى شركة تسيير بورصة القيم لتتولى عملية التحقيق في الطلب وترسله بعد ذلك إلى اللجنة للحصول على التأشيرة المسبقة لإجراء العرض العمومي للسحب ، ثم تنشر الشركة بلاغ فتح العرض يوضح فيه السعر والشروط التي بموجبها تعرض الشركة وخلال ثلاثين يوما على الأقل إعادة شراء السندات التي ستقدم إليها ، ليتم بعد ذلك نشر بيان الشطب من طرف شركة تسيير بورصة القيم<sup>3</sup>.

وتجدر الإشارة إلا أن شطب سند رأس مال يعني أن كل السندات المرتبطة بها أو التي ترجع إليها مثل سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى سندات رأس مال وكذا القسائم والحقوق المتعلقة بهذه السندات ، تشطب هي الأخرى من جدول الأسعار<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - أنظر المادة 27 من نظام اللجنة 03/97 السابق الذكر.

<sup>2</sup> - أنظر المادة 70 الفقرة 2 من نفس النظام .

<sup>3</sup> - أنظر المادة 75 من نظام اللجنة 03/97 السابق الذكر.

<sup>4</sup> - أنظر المادة 73 من نفس النظام.

الخلافة

في ختام هذه الدراسة التي تعرضت فيها إلى موضوع التعامل بالأوراق المالية بين الشريعة والقانون نكون قد سلطنا الضوء على شقين هامين من واقع التعامل بالأوراق المالية، في منظوره الشرعي ومنظوره القانوني، فقد عرفت سوق الأوراق المالية الإسلامية المعاصرة تطورا كبيرا وبالرغم من حداثتها استطاعت أن تجعل لها مكانا في الريادة سواء إقليميا أو دوليا في عالم المال ، وهذا من خلال ما توفره من فرص استثمار وما تتيحه للمستثمرين سواء المسلمين أو غيرهم من إمكانية تحقيق عوائد جيدة.

وهذا كله راجع إلى ابتكارها إلى أدوات مالية جديدة زادة من فرص تحقيق العوائد وتقليل المخاطر، وقد برع الفقه الإسلامي (تخصص الاقتصاد الإسلامي) من خلال اجتهاداته في تطوير واستحداث أوراق مالية شرعية بديلة عن تلك المحضورة أسهمت في رفع شأن التنمية في هذه الدول ، ولبت حاجة المتعاملين في تحقيق ما يصبون إليه من تحقيق الربح الطيب، وعمدت على إيجاد بدائل إسلامية تبعث في نفوسهم الأريحية ، وتوفر الشفافية وهذا رفع من الكفاءة المعلوماتية لهذه السوق ، واستقطبت حتى المتعاملين الأجانب لما وفرته هذه الأوراق من أمان ، ضف إلى ذلك أن الأسواق المالية الإسلامية تتمتع بقدر عال من المرونة ، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية ، وهذا بدوره يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية لأن هذه السوق تقضي على المضاربة الصورية ، والمقامرة .

أما بخصوص السوق المالية في الجزائر وبالرغم من حداثتها ، إلا أن انطلاقتها جاءت متعثرة وفاقدة للجدية بالنظر إلى ما كان يتطلع إليه من قيامها بدورها الفعال في الاقتصاد الوطني ، فلقد حاول التشريع الجزائري من خلال نصوصه التي تم استقرارها من إعطاء دوافع لفتح سوق مالية - بورصة - فعالة ، بغية جعل منها بديلا غير تضخمي لتمويل الاستثمارات والأنشطة الاقتصادية بتحويل الموارد المالية - المدخرات - بطريقة مباشرة بين المتعاملين في هذه السوق سواء من أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي.

كما حاولت من خلق أدوات مالية كئي تشجع على الاستثمار فيها ، بالإضافة إل ما سمحت به للخرينة العمومية من طرح سندات متوسطة وطويلة الأجل بمدف إعادة تمويل المؤسسات العمومية والاستثمارات والأنشطة الحكومية.

ومن أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث:

1- سوق الأوراق المالية الإسلامية هي المكان الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية ، حيث تعتبر السوق إحدى القنوات التي تساهم في نقل الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز مع شرط ضروري ولازم هو أن توافق الأدوات المالية المتداولة أحكام الشريعة الإسلامية وأن تكون صادرة على أنشطة اقتصادية سواء تجارية أو خدمية أو إنتاجية جائزة شرعا.

2- الفرق بين سوق الأوراق المالية بالجزائر و الإسلامية هو تقييد هذه الأخيرة بمجموعة من الضوابط الشرعية التي تنظم معاملاتها ، وهذا ما تفتقر إليه سوق الأوراق المالية بالجزائر ، لذلك فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية تنظم وتضبط عملها هيئة الأوراق المالية بالإضافة وبالتعاون مع هيئة الرقابة الشرعية التي يعد وجودها حجر الأساس في إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية.

3- توجد هيئة شرعية تسهر على تنظيم عمل السوق المالية ، وتعمل على تنوير المتعاملين بالأوراق المالية المطروحة في هذه السوق ، عكس ما هو عليه الحال في سوق الأوراق المالية بالجزائر فلجنة تنظيم ومراقبة عمل البورصة عملها تنظيمي وإجرائي محدد مسبقا ، وليس لها جانب حل الإشكالات المطروحة في هذه السوق أو الاجتهاد في طرح الحلول .

4- برع الفقه الإسلامي في تحديد الأوراق المالية المباحة وتلك غير الشرعية بداية من بعض أنواع من الأسهم ( الأسهم الممتازة) و السندات، ولم يقف هنا بل عرض البديل الشرعي لهذه الأوراق.

5- لا تتعامل سوق الأوراق المالية الإسلامية بجملة من المعاملات الجارية في السوق المعاصرة على غرار بورصة الجزائر مثل المضاربة بالمفهوم السائد في السوق المعاصرة ، إلا أنها تتم فيها عملية تسعير الأوراق المالية و تداول الأوراق ، وكذا ينشط فيها سماسرة وصناع السوق ، وينظم عملهم من الناحية الشرعية هيئة الرقابة الشرعية.

6- أوجدت الشريعة بديلا شرعيا عن السندات الربوية يتمثل في الصكوك الإسلامية والتي هي عبارة عن أدوات أو أوراق مالية متساوية القيمة منها القائم على عقد المشاركة مثل المضاربة والمشاركة، ومنها العقود القائمة على أساس البيع مثل صكوك المراجعة السلم و الاستصناع و المزارعة ، وكذلك منها القائم على عقد الإجارة مثل صكوك الإجارة بكل أنواعها وهي كلها جائزة من حيث الإصدار والتداول وبشروط محددة.

7- بالرغم من الكم الهائل من التنظيمات والتشريعات القانونية إلا أن سوق الأوراق المالية بالجزائر لا تزال راكدة ولم تعطي المأمول منها ، وتشهد عزوفا كبيرا من طرف المتعاملين .

8- يمكن القول أن أسواق الأوراق المالية الإسلامية يمكنها أن توفر فرصا استثمارية جيدة من حيث العوائد والقدرة على التحكم في المخاطرة ، مما يجعلها السوق المطلوبة اليوم من قبل عدد كبير من المستثمرين و المتعاملين الاقتصاديين من مختلف دول العالم مهما كانت جنسياتهم أو خلفياتهم الدينية ، و ذلك لقدرتها على الاستقرار نوعا ما في ظل الأزمات المالية العالمية على غرار أزمة 2008 التي حولت أنظار العالم الاقتصادي و المالي نحو سوق الأوراق المالية الإسلامية على حساب أسواق الأوراق المالية الأخرى .

ومن بين التوصيات و الاقتراحات التي يمكن أن نفيدها من خلال بحثنا من خلال مقارنة لما هو عليه حال التعامل بالأوراق المالية في إطاره الشرعي وبين ما هو عليه واقع حال التعامل بهذه الأوراق المالية في بورصة الجزائر والتي بعد مرور سنوات على إنشائها لم تستطع تحقيق الأهداف التي كانت منتظرة منها ، ولم تشهد تطورا مقارنة بالتطورات التي شهدتها أسواق مالية لبلدان إسلامية ، فواقع التعامل بالأوراق المالية في الجزائر لا

يزال يعاني جمودا في أدائه إلى جانب الضعف الذي يميز النظام المصرفي الجزائري والذي لا مناص له من فتح مصارف إسلامية على غرار ما هو معمول به في باقي الدول الإسلامية ، والسبب في ذلك جملة من الأسباب من بينها:

- غياب الشفافية وضعف النظام المعلوماتي.
- عدم تنوع الأوراق المالية.
- هيمنة القطاع العام على الاقتصاد الجزائري.
- غياب ثقافة البورصة في المجتمع الجزائري.
- العامل الديني وإحجام المتعاملين عن التعامل بأوراق مالية - السندات - محرمة شرعا.

وكتوصيات لتجنب ذلك يمكن أن نقترح:

1-الشفافية التامة : فلا يمكن تصور بورصة ناجحة في مناخ لا تسوده الشفافية ، فمن بين الصعوبات التي يواجهها المستثمرين في الأوراق المالية هو الحصول على المعلومات التي تخص كل الشركات المدرجة في السوق المالية - البورصة - ، فلكي تكون هذه السوق فعالة يستلزم أن تكون البيانات المعلوماتية دقيقة ويتم نشرها باستمرار، وأن تكون سهلة البلوغ والإدراك .

2-التشجيع على تعدد الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية في الجزائر من :

- شركات الوساطة كشركات السمسرة.
- مؤسسات صناع السوق التي تتدخل في السوق المالي لمنع حدوث ارتفاع عشوائي أو انخفاض حاد في أسعار الأوراق المالية دون مبرر اقتصادي.

3-الاستفادة من تجارب الدول العربية التي اعتمدت على التعامل بالأوراق المالية وفق الشريعة الإسلامية.

4- لا يمكن تحقيق سوق مالي إسلامي دون أن يفتح المجال أمام ما يسمى بالصيرفة الإسلامية ، فلا بد من

فتح بنوك إسلامية تساهم في الرفع من واقع السوق المالي.

5- يجب أن تتضمن لجنة عمل ومراقبة البورصة بالزيادة إلى أعضائها أعضاء متخصصين في الجانب الشرعي

للمعاملات المالية كما هو معمول به في الهيئة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

6- تكريس ثقافة البورصة في المجتمع الجزائري ، لأن المجتمع الجزائري يفتقر تماما إلى ثقافة البورصة ، وهذا ما

يفسر

عدم ثقته في مصداقية وفعالية هذه السوق.

7- ضرورة خلق وإدراج أوراق مالية شرعية حتى يمكن استقطاب شريحة كبيرة من المتعاملين العازفين عن التعامل

بالأوراق التقليدية.

تم بحمد الله وتوفيقه ونسأل الله أن يوفقنا لما يحبه ويرضاه

وصلى الله على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم.



قائمة

المصادر و المراجع

أولاً: قائمة المصادر

أ-الكتب

- 1- القرآن الكريم.
- 2- الإمام مالك بن أنس ، الموطأ، تحقيق ،نجيب ماجدي ،المكتبة العصرية ، صيدا ، بيروت، ط1 ، 2000.
- 3- ابن المنذر،الإجماع ،دار الكتب العلمية ، بيروت ، لبنان ،ط2، 1988.
- 4- أبو داود سليمان بن الأشعث السجستاني ،سنن أبي داود،دار بن حزم ،بيروت ،لبنان ،ط1، 1991.
- 5- أبو عيسى محمد بن عيسى الترمذي ،سنن الترمذي(جامع الترمذي)،دار السلام ،الرياض ، المملكة العربية السعودية ، ط 1 ، 1999.
- 6- أحمد الشرباصي ، المعجم الاقتصادي الإسلامي ،دار الجيل ،1981.
- 7- أحمد بن تيمية، مجموع الفتاوى شيخ الإسلام ابن تيمية ،جمع وترتيب عبد الرحمان ابن محمد بن قاسم ، وزارة الشؤون الإسلامية والأوقاف والدعوة والإرشاد بالمملكة العربية السعودية ، الجزء19، د س ن .
- 8- أحمد بن علي بن حجر العسقلاني،فتح الباري بشرح البخاري، تحقيق محب الدين الخطيب ، الجزء4،المكتبة السلفية،مصر ،ط2001،3.
- 9- عبد الله بن أحمد بن قدامة ، المغني ، تحقيق د.عبد الله بن عبد المحسن التركي و عبد الفتاح محمد الحلو ،دار هجر ،ط2، 1992.
- 10- محمد بن أحمد الأزهري ، تهذيب اللغة ، تحقيق عبد السلام هارون ، الدار المصرية للتأليف والترجمة،1964.

11- محمد بن أحمد الأنصاري القرطبي ، الجامع لأحكام القرآن، دار إحياء التراث العربي،بيروت ، لبنان، ط2، 1985.

12- محمد بن أحمد الذهبي ، سير أعلام النبلاء ، مؤسسة الرسالة،بيروت ، لبنان ، ط11 ، 1996.

13- محمد بن إسماعيل البخاري ، صحيح البخاري، بيت الأفكار الدولية ، الرياض، د س ن .

14- محمد بن مكرم بن منظور ، لسان العرب ، دار صادر ،بيروت، ط1 ، 1990.

15- محمد يعقوب الفيروز آبادي ، القاموس المحيط ، مؤسسة الرسالة ، بيروت ، ط5 ، د س ن .

16- مسلم بن الحجاج القشيري ، صحيح مسلم، بيت الأفكار الدولية ، الرياض ، 1998.

#### ب-القوانين والمراسيم والتشريعات

1- التعديل الدستوري رقم 10/16 المؤرخ في 06 مارس 2016 ، الجريدة الرسمية عدد 14 الصادرة

في 07 مارس 2016.

2- القانون 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93 المتعلق

ببورصة القيم المنقولة ، جريدة الرسمية 11 الصادرة في 18 فيفري 2003.

3- المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 1993/05/23 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة الجريدة

الرسمية عدد 34 الصادرة بتاريخ 1993/05/28.

4- المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 1993/04/25 ، الجريدة الرسمية العدد27، الصادر بتاريخ

1993/04/27 المتضمن القانون التجاري الجزائري.

5- المرسوم التنفيذي 102/96 المتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة

القيم المنقولة ، المؤرخ في 11 مارس 1996 ، الجريدة الرسمية العدد 18 ، الصادرة في 20 مارس 1996.

- 6- الأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقرض المؤرخ في 26 أوت 2003 ، الجريدة الرسمية عدد 52 الصادرة في 27 أوت 2003.
- 7- نظام اللجنة رقم 02/96 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة المؤرخ في 22 /07/ 1996 الجريدة الرسمية عدد 36 الصادرة بتاريخ 01/07/1997.
- 8- نظام اللجنة رقم 02/97 المؤرخ في 18/11/1997 المتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم المنقولة في البورصة ، الجريدة الرسمية عدد 87 الصادرة بتاريخ 29/12/1997.
- 9- نظام لجنة عمليات البورصة رقم 03/97 المؤرخ في 18/11/1997 الجريدة الرسمية عدد 87 الصادرة بتاريخ 29/12/1997.
- 10- النظام رقم 04/97 المتعلق بمبيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة المؤرخ في 25 نوفمبر 1997 الجريدة الرسمية العدد 87.
- 11- نظام لجنة تسيير ومراقبة بورصة القيم رقم 01/15 المؤرخ في 15/04/2015 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم الجريدة الرسمية عدد 55 الصادرة بتاريخ 21/10/2016.
- 12- نظام لجنة البورصة 10/97 المتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة المؤرخ في 17/11/1997 الجريدة الرسمية العدد 87 الصادر بتاريخ 29/12/1997.
- 13- نظام اللجنة رقم 03/04 المؤرخ في 09/09/2004 المتعلق بصندوق الضمان الجريدة الرسمية عدد 22 لسنة 2004.

## قائمة المصادر و المراجع :

14- نظام اللجنة رقم 01/12 المؤرخ في 2012/11/18 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة  
الجريدة الرسمية عدد 41 الصادرة بتاريخ 2012/07/15.

15- القرار الصادر بخصوص شركة تسيير القيم المنقولة رقم 01/98 المؤرخ في 1998/03/30 والمتضمن  
ضبط إجراءات إدخال القيم المنقولة والمعلومات الواجب نشرها المعدل والمتمم بموجب القرار رقم 05/99  
المؤرخ في 1999/07/22.

16- القرار رقم 02/98 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم والمتضمن قواعد تسيير حصص التداول في  
بورصة القيم المنقولة المؤرخ في 1998/03/22 .

17- تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 1998/04/30 المتعلقة  
بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، غير منشورة ، انظر الموقع

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=163>

## ثانيا: قائمة المراجع

### أ-المراجع العامة

1- أحمد بن محمد العدوي الشهير بالدردير، الشرح الكبير ، تحقيق محمد عبد الله شاهين ، دار المكتبة  
العلمية ، بيروت ، لبنان ، ط1 ، 1996.

- 2- زين الدين بن إبراهيم ابن نجيم ، البحر الرائق شرح كنز الدقائق ، دار الكتاب الإسلامي ، ط 2، د س ن.
- 3- شوقي عبده الساهي، المال وطرق استثماره في الاسلام، المكتبة الفيصلية ، مكة المكرمة ، ط2، 1984.
- 4- عبد العزيز فهمي هيكل ، موسوعة المصطلحات الاقتصادية و الإحصائية ، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1987.
- 5- عمار عوابدي ، نظرية القرارات الإدارية بين علم الإدارة والقانون الإداري ، دار هومة ، ط2، الجزائر، 2003.
- 6- محمد أمين بن عمر ابن عابدين ، رد المختار على الدر المختار، دار الكتب العلمية ، 1992.
- 7- محمد بن عبد الله النيسابوري ، المستدرک في الصحيحين ، تحقيق مصطفى عبد القادر عطا ، دار الكتب العلمية ، بيروت ، لبنان ، ط 1، 1990.
- 8- محمد بن محمد المغربي ، المعروف بالحطاب ، مواهب الجليل لشرح مختصر خليل - التاج والإكليل - ، تحقيق زكريا عميرات، دار الكتب العلمية ، بيروت ، لبنان ، ط 1، 1995.
- 9- محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية ، دار وائل ، الأردن ، 2006.
- 10- وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دمشق، سوريا، دار الفكر، ط 1، 2002.

ب-المراجع المتخصصة

- 1- أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود و البنوك والأسواق المالية ،مؤسسة شباب الجامعة ، مصر، 1998.

## قائمة المصادر و المراجع :

- 2- أسامة نائل المحيسن ،الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، دار الثقافة للنشر والتوزيع، مصر،2009.
- 3- سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال والشركات ،منشورات الحلبي الحقوقية،لبنان، ط2، 2008.
- 4- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي دراسة تحليلية نقدية ، دار الفكر،دمشق ، ط1 ، 2002.
- 5- عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية،دار الصفاء ط1،2010.
- 6- عبد العزيز عزت الخياط ، الشركات في الشريعة الإسلامية والقانون الوضعي،مؤسسة الرسالة، بيروت، ط2، 1983.
- 7- عصام فهد العرييد ، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار رضا للنشر ، سوريا ، دمشق ، ط1، 2002.
- 8- علاء أحمد جبر، بورصة الأوراق المالية ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، القاهرة ، 2007.
- 9- عمار عمورة ، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري ، دار المعارف ، الجزائر،2000.
- 10- فتحي زناكي، شركة المساهمة في القانون الوضعي والفقہ الإسلامي ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، الأردن، ط1، 2012.
- 11- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ، من أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع،المملكة العربية السعودية، ط1، 2005.
- 12- محمد السيد الفقي، مبادئ القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان،2002.
- 13- محمد سويلم ، شركات الأموال (دراسة مقارنة بين التنظيم والتجريم والعقاب)،دار المطبوعات الجامعية،الجزائر،ط1، 2013.

- 14- محمد بن علي القرني ، الأسواق المالية ، دار حافظ، جدة، المملكة العربية ، السعودية ، 1995.
- 15- محمد عثمان إسماعيل حميد ، أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار النهضة، مصر، 1993.
- 16- محمد مبارك البصمان ، صكوك الإجارة الإسلامية دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية ، دار النفائس ، عمان ، الأردن، 2011.
- 17- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1995.
- 18- نادية فضيل ، شركات الأموال في القانون التجاري، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
- 19- ولد عالي محمد أمين ، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار بن حزم ، بيروت ، 2011 ،
- 20- يسري محمد أبو العلا، المعاملات الاقتصادية للأسواق في النظام الإسلامي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.

### ثالثا: قائمة الرسائل و المذكرات

#### أ- الرسائل:

- 1- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ،رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 2- سليم قط، مفاضلة بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية -دراسة مقارنة- ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة بسكرة 2015-2016.
- 3- شافية كتاف ، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة سطيف 1 ، 2013-2014 .



## قائمة المصادر و المراجع :

4- نواره حمليل ، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية ،(رسالة دكتوراه) ، كلية الحقوق والعلوم السياسية ، جامعة مولود معمري تيزي وزو ، د س ج .

### ب-المذكرات :

1- حفيظة زوار ، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كسلطة إدارية مستقلة ، مذكرة لنيل شهادة ماجستير ، كلية الحقوق بن عكنون ، جامعة الجزائر ، 2003-2004.

2- رشيد هولي ، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برامج الخصخصة دراسة حالة تونس المغرب الجزائر ، أطروحة ماجستير ، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011.

3- سمية بلجلية ، أثر التضخم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة) ، رسالة ماجستير، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير ، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2011.

4- مجدوب قوراري ، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي (لجنة تنظيم البورصة وسلطة ضبط البريد والمواصلات انموذجين)، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق جامعة تلمسان، 2009-2010

5- نبيل خليل طه سمور ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، رسالة ماجستير ، الجامعة الإسلامية ، غزة، 2007.

6- ليندة بن دحمان ، فعالية الأسواق المالية في دعم الاقتصاد - حالة بورصة الجزائر- ، مذكرة لنيل ماستر ، قسم العلوم التجارية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم ، 2014-2015.

### رابعا:قائمة المقالات

1- أحمد العازمي، المضاربة الوهمية في الأسواق المالية صورها وآثارها ،مجلة الحقوق للبحوث القانونية والاقتصادية بكلية الحقوق ، جامعة الإسكندرية ، العدد 2014.

- 2- أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي ، مجموعة دلة البركة ، إدارة التطوير والبحوث ، قسم البحوث والدراسات الشرعية ، الكتاب 2، د س ن.
- 3- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة (الأوراق المالية)، ج 2، دارهومة، الجزائر، ط 1، 2002.
- 4- جبار محفوظ ، كفاءة البورصة الجزائرية خلال فترة 1999-2001 ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس سطيف ، العدد 3 ، 2004.
- 5- مبارك بن سليمان آل فواز ، الأسواق المالية من منظور إسلامي ، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز ، المملكة العربية السعودية ، ط 1 ، 2010.
- 6- محمد زيدان ، بومدين نورين ، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر ، المعوقات والآفاق "الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية - ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ، يومي 22/21 نوفمبر 2006.

# الفهرس

الصفحة	قائمة المحتويات
	كلمة الشكر
	الإهداء
01	المقدمة
07	الفصل الأول : الإطار الشرعي للتعامل بالأوراق المالية...
09	المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها وفق الشريعة
09	المطلب الأول : مفهوم السوق المالية الإسلامية
09	الفرع الأول : تعريف السوق
09	أولاً: تعريف السوق في اللغة
10	ثانياً: تعريف السوق اصطلاحاً
11	الفرع الثاني : تعريف المال
11	أولاً: تعريف المال في اللغة
12	ثانياً: تعريف المال اصطلاحاً
12	ثالثاً: تعريف المال شرعاً
15	الفرع الثالث: تعريف السوق المالية الإسلامية
15	أولاً: تعريف السوق المالية
16	ثانياً: تعريف السوق المالية الإسلامية
17	المطلب الثاني : الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية
17	الفرع الأول : التعريف بالأسهم وأنواعها وحكمها الشرعي
17	أولاً : التعريف بالأسهم وأنواعها
19	ثانياً : الحكم الشرعي للأسهم
25	الفرع الثاني : التعريف بالسندات وأنواعها وحكمها الشرعي
25	أولاً : التعريف بالسندات وأنواعها
30	ثانياً : حكم إصدار السندات
31	الفرع الثالث : البديل الشرعي للسندات
32	أولاً : الصكوك الإسلامية القائمة على عقود المشاركة
36	ثانياً : الصكوك الإسلامية القائمة على عقود البيع

38	ثالثا : الصكوك الإسلامية القائمة على الإجارة
41	المبحث الثاني : إجراءات التعامل بالأوراق المالية في الأسواق المالية الإسلامية
41	المطلب الأول : تنظيم سوق الأوراق المالية الإسلامية وآلية عملها
41	الفرع الأول : هيئة الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية
42	أولا: تعريف الرقابة الشرعية
42	ثانيا: أعضاء الرقابة الشرعية
43	ثالثا: صلاحيات هيئة الرقابة الشرعية
44	الفرع الثاني : الوساطة في الأوراق المالية وحكمها الفقهي
44	أولا: التعريف بالسماسة، والحكم الفقهي للسماسة في الأوراق المالية
49	ثانيا :صناع السوق وأحكامهم الفقهية
50	الفرع الثالث : المضاربة في الأوراق المالية وحكمها الفقهي
51	أولا: التعريف بالمضاربة في الأوراق المالية
53	ثانيا: أنواع المضاربين
55	ثالثا :الحكم الفقهي للمضاربة في الأوراق المالية
56	المطلب الثاني : العمليات الواردة على الأوراق المالية وفق الشريعة الإسلامية
56	الفرع الأول :المعاملات العاجلة وأحكامها الفقهية
56	أولا: أنواع المعاملات العاجلة
58	ثانيا :الحكم الفقهي للمعاملات العاجلة
61	الفرع الثاني :المعاملات الآجلة وحكمها الفقهي
61	أولا :التعريف بالمعاملات الآجلة
62	ثانيا :الحكم الفقهي للمعاملات الآجلة
65	الفصل الثاني : الإطار القانوني للتعامل بالأوراق المالية
66	المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها وفق القانون
67	المطلب الأول : ماهية سوق الأوراق المالية في الجزائر
67	الفرع الأول : التطور التاريخي لنشأة سوق الأوراق المالية المعاصرة (البورصة)
69	أولا : مرحلة إنشاء بورصات البضائع
69	ثانيا : مرحلة التعامل بالأوراق التجارية
70	ثالثا : مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق

70	رابعا : مرحلة استقلال سوق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها
71	الفرع الثاني : نشأة بورصة الجزائر
71	أولا : المرحلة التقريرية
72	ثانيا : المرحلة الابتدائية
72	ثالثا : مرحلة الانطلاق الفعلية
73	رابعا : الشركات المدرجة ضمن بورصة الجزائر
75	المطلب الثاني : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بالجزائر
76	الفرع الأول : الأسهم
76	أولا: خصائص السهم
78	ثانيا: أنواع الأسهم
81	الفرع الثاني :السندات
82	أولا: خصائص السندات
83	ثانيا : أنواع السندات
86	الفرع الثالث :شهادات الاستثمار والحق في التصويت
86	أولا: شهادة الاستثمار
86	ثانيا: خصائص شهادات الاستثمار
87	ثالثا: شهادة الحق في التصويت
87	الفرع الرابع: باقي القيم المنقولة
88	المبحث الثاني : تنظيم سوق الأوراق المالية بالجزائر وآلية التداول فيها
88	المطلب الأول : تنظيم سوق الأوراق المالية بالجزائر
88	الفرع الأول : طبيعة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وتنظيمها
89	أولا : تشكيلة اللجنة وتركيبتها
90	ثانيا : الطبيعة القانونية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
95	الفرع الثاني : المتعاملون في بورصة القيم المنقولة بالجزائر
95	أولا: الوسيط في عمليات البورصة
109	ثانيا :المستثمرون
114	ثالثا : المصدرون
125	المطلب الثاني : عمليات التداول في سوق الأوراق المالية بالجزائر

125	الفرع الأول : تعريف أوامر البورصة وشروط صحتها وأنواعها
125	أولا : تعريف أوامر البورصة
126	ثانيا : شروط صحة أوامر البورصة
127	الفرع الثاني :أنواع أوامر البورصة
127	أولا : من حيث كمية الأوراق المتداولة
128	ثانيا : من حيث سعر التنفيذ
129	ثالثا : من حيث كيفية الدفع
129	رابعا : من حيث آجال التنفيذ
129	خامسا : من حيث صاحب الأمر
130	الفرع الثالث: كيفية تحديد أسعار الأوراق المالية وشطبها
130	أولا : طرق التسعيرة بشكل عام
132	ثانيا :تسعيرة القيم المنقولة في بورصة الجزائر
133	ثالثا : شطب القيم المنقولة
136	الخاتمة
142	قائمة المصادر والمراجع
153	الفهرس