جامعة قاصدي مرباح – ورقلة

كلية الحقوق و العلوم السياسية

قسم الحقوق

مذكرة مكملة لمتطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي

الميدان : الحقوق و العلوم السياسية

الشعبة : الحقوق

تخصص : قانون الشركات

من إعداد الطالب: حسام الدين سماعيلي

بعنوان :

عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة

نوقشت و أجيزت بتاريخ :.01-06-2015

أعضاء لجنة المناقشة السادة :

❖ الدكتور : مهداوي عبد القادر	أستاذ محاضر أ	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	رئيسا
❖ الدكتورة : لعجال يسمينة	أستاذة محاضرة أ	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	مشرفة
❖ الأستاذ : بالطيب محمد البشير	أستاذ مساعد أ	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	مناقشا

الموسم الدراسي 2014 /2015

جامعة قاصدي مرباح – ورقلة

كلية الحقوق و العلوم السياسية

قسم الحقوق

مذكرة مكملة لمتطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي

الميدان : الحقوق و العلوم السياسية

الشعبة : الحقوق

تخصص : قانون الشركات

من إعداد الطالب : حسام الدين سماعيلي

بعنوان :

عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة

نوقشت و أجيزت بتاريخ :01-06-2015

أعضاء لجنة المناقشة السادة :

❖ الدكتور : مهداوي عبد القادر	أستاذ محاضر أ	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	رئيسا
❖ الدكتورة : لعجال يسمينة	أستاذة محاضرة أ	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	مشرفة
❖ الأستاذ : بالطيب محمد البشير	أستاذ مساعد أ	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	مناقشا

الموسم الدراسي 2014 /2015

قائمة المحتويات

الإهداء	I
تشكرات	II
قائمة المحتويات	-
مختصرات	III
قائمة المخططات	IV
مقدمة	01
الفصل الأول : الطابع التعاقدي لتنظيم عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة	04
المبحث الأول : عمليات التداول وفق القواعد العامة	05
المبحث الثاني : ابرام الصفقات وفق عقود التداول ثنائية الأطراف	14
المبحث الثالث : ابرام الصفقات وفق عقود التداول ثلاثية الأطراف	21
الفصل الثاني : ضوابط تنفيذ عمليات التداول وفق قواعد السوق	31
المبحث الأول : القواعد الإجرائية لأوامر التداول	32
المبحث الثاني : آليات التسعير في بورصة القيم المنقولة	42
المبحث الثالث : الآثار القانونية المترتبة عن تنفيذ عمليات التداول	50
خاتـــــــــــمة	59
قائمة المراجع	63
الفهـــــــــرس	71
الملخـــص	

إهداء

إلى الرجل الطاهر الكريم ....معلمي في التضحية .....صانع طفولتي بيديه الكريمتين .....بعد الله سبحانه و تعالى.....إليك يا أبي

إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقها إلى من لا يمكن للأرقام أن تحصي فضائلها.....إليك يا أمي

أدامكما الله لي أهدي هذا العمل المتواضع الذي لا يضاهي شيئا من جميلكما.

إلى أساتذتي المحترمين في قسم الحقوق/ جامعة قاصدي مرباح كل واحد باسمه.

إلى زملائي طلبة الحقوق دفعة 2015 .

تشكرات

(رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَ عَلَى وَالِدَيَّ وَ أَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَ أَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ)

(الآية 19،سورة النمل)

الحمد لله الذي علم بالقلم علم الإنسان ما لم يعلم، وأصلي و أسلم على سيدنا محمد المبعوث رحمة للعالمين و الهادي إلى صراط المستقيم، أحمده و أشكره على إتمام هذا العمل المتواضع، و أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذة الدكتورة لعجال يسمينة على توجيهاتها الهادفة ونصائحها القيمة و على كل الوقت و الجهد المبذول في متابعة هذا البحث و الإشراف عليه.

كما أخص بالشكر أستاذي المحترم بو الطيب محمد البشير على توجيهاته و المساعدة التي قدمها لي بخصوص تصويب مسار البحث.

كما أوجه شكري أيضا لأستاذي المحترم الدكتور مهداوي عبد القادر الغني عن التعريف ويشرفني أن يكون رئيسا للجنة المناقشة .

أتوجه بشكري أيضا للأستاذ المحترم بضياف في قسم العلوم التجارية الذي استفدت من توجيهاته و ملاحظاته.

المختصرات :

, Commision D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse	(C.O.S.O.B)	(ل.ت.ع.ب.و)	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
Société de gestion de la bourse des valeurs	(s.g.b.v)	(ش.ت.ب.ق)	شركة تسيير بورصة القيم
Les intérmediaires en opérations de bourse	(i.o.b)	(و.ع.ب)	وسيط عمليات البورصة
Dépositaire central des titres	(Algérie clearing)	(م.م.ل.س)	المؤتمن المركزي للسندات

قائمة المخططات :

المخطط	الصفحة
مخطط رقم (1) : يبين تركيبة عقود التداول في بورصة القيم المنقولة	22
مخطط رقم (2): سير مرحلتي التداول و التسوية في بورصة الجزائر	41
مخطط رقم (3) : يبين طريقة التسعير الثابت	43
مخطط رقم (4) : يبين مراحل سير حصة التداول في بورصة الجزائر	48

المقدمة

يعتبر نشاط بورصات الأوراق المالية في ظل التحولات الإقتصادية الدولية و التوجه نحو الإستثمار سواء المباشر أو الغير المباشر من أهم الأسس ، تدعمها الدول من أجل تفعيل اقتصادياتها، والنهوض بها إلى مستويات أحسن مما كانت عليه، فبورصة الأوراق المالية تمثل مجالا خصبا للاستثمار في المشروعات، وتوظيف رؤوس الأموال ذات المصادر المختلفة بتحويلها من مال خام غير موظف إلى أموال منتجة ومربحة ومستغلة في نشاطات ومشروعات مختلفة، كما أنها تعد ركنا مهما في النظام الاقتصادي الذي يعتمد على الحرية الاقتصادية وتشجيع الفرد على الاستثمار والادخار وما يعود على ذلك من تمويل لتلك المشاريع، وكل ذلك يؤدي إلى تسريع وتيرة نشاط البورصة ونمو حجم التداولات فيها بشكل أكبر.

وتعتبر بورصة القيم المنقولة في الجزائر حديثة النشأة وبداية تنظيمها من قبل المشرع كان بعد التحولات الجذرية التي شهدها الإقتصاد الجزائري بتغيير نظامه ، الإقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق بهدف مواكبة التحولات التي مست النظام الدولي آنذاك، فكانت البورصة أداة من أدوات اقتصاد السوق القائم على الحرية الإقتصادية.

فبورصة القيم المنقولة هي عبارة عن سوق منظمة تجمع بين البائعين والمشترين للأوراق المالية عن طريق شركات وساطة متخصصة في السوق تسند إليها مهمة تسيير مختلف العمليات الجارية فيها والتي من بينها عمليات التداول.

وبالتالي تكتسي بورصة القيم المنقولة أهمية بالغة تتجسد في توظيف الرساميل وانتقالها بين المؤسسات والأفراد، مما يزيد من تنشيط دوران رؤوس الأموال و اتساع مجال التجارة والصناعة والخدمات بإمتصاص الكتلة النقدية الفائضة عند الجمهور المدخر و تحويلها إلى مشروعات مثمرة ومنتجة ترعاها مؤسسات عمومية وخاصة فتكون البورصة بذلك همزة وصل بين هاته الأطراف.

وقد سعت مختلف التشريعات المقارنة بما فيها التشريع الجزائري إلى محاولة ضبط هذا الجانب المهم من نشاط البورصة بوضع أطر قانونية و تنظيمية على اختلاف درجاتها على غرار المرسوم التشريعي 93- 10 و كذا القانون 03 – 04، إضافة إلى النصوص التنظيمية الأخرى الصادرة عن سلطة السوق ممثلة في القواعد المهنية وعلى العموم ولضمان حسن سير مختلف العمليات وتنظيمها تم إنشاء سلطات ذات اختصاص محكم بحسب درجاتها ومهامها وعلى رأسها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تمثل سلطة الضبط والرقابة في جميع مراحل العمليات الجارية في بورصة القيم، فهي سلطة عامة ولها صلاحيات واسعة في هذا المجال، وإلى جانب ذلك توجد شركة تسيير البورصة التي أوكلت لها مهمة تسيير عمليات التداول في جل مراحلها، ويمكن القول أن هذه

الأخيرة لا غنى عنها في هذا الجزء المهم من العمليات، بيد أن الحديث عن نشاط التداول يجرنا مباشرة إلى شركة تسيير البورصة التي جاء بها المشرع كجهاز مختص لتسيير عمليات التداول، إضافة لذلك تم خلق مؤسسة مختصة في تسيير إجراءات تسوية عمليات التداول من حيث نقل الملكية و ما يتبع ذلك من آثار، والمتمثلة في المؤتمن المركزي على السندات، وهذا الأخير يعمل بالتنسيق مع شركة تسيير البورصة، وكل منهما ينشط تحت سلطة ورقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ومنه يمكن القول أن عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة تتم على مراحل متفاوتة ويختص في تنظيمها و سيرها هيئات أنشأت خصيصا لذلك.

تتعدد العمليات في بورصة القيم المنقولة وتختلف من حيث مستوياتها، إلا أن الشق الرئيسي و الأكبر لهاته العمليات، والذي وجدت من أجله يتمثل أساسا في تداول الأوراق المالية الذي يعد القلب النابض لنشاط البورصة، حيث تسبق عملية تداول القيم المنقولة داخل البورصة عدة مراحل تمهد للدخول في التداول، وتتمثل أساسا في الشروط التي جاء بها نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 الذي يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، حيث يشترط أن تكون القيم المنقولة مقبولة للتداول،و أن تكون متوافقة مع الشروط التي جاء بها النظام السابق ذكره، إضافة إلى مراعاة إجراءات إدخالها في البورصة.

لذلك يكتسي هذا الموضوع أهمية بالغة مستمدة من الدور الذي تلعبه في تحفيز وتنويع الاستثمارات،فعمليات التداول بمثابة مرآة لقياس مستوى تطور أي بورصة، زد على ذلك فهي تعكس مدى تطور المعاملات المالية فيها وحجم الاستثمارات ونسبة توظيف الرساميل، وكذا مستوى الوعي والتفكير الذي وصل إليه المستثمر،وكل ذلك لا يتأتى إلا بضمان التأطير القانوني الجيد لمختلف لهذه العمليات، وذلك للوصول إلى تحقيق المصداقية والشفافية فيها حماية للمتعاملين والاستثمار على حد سواء.

ويتبين مما سبق أن بورصة القيم المنقولة تلعب دورا مهما في تسهيل المعاملات على الأوراق المالية بين مختلف الأطراف، من خلال ربط و تيسير عمليات التحويل و الإنتقال من أسهم و سندات وغيرها من الأدوات المالية المدرجة فيها، حيث تندرج كل هذه النشاطات تحت مصطلح عمليات التداول حيث تعرف هذه الأخيرة بتعددها وتداخلها وتفرعها حسب علاقات الأطراف فتعددت معها أساليب التعامل ومجرياتها حتى يكاد المستثمر يعجز عن التفرقة بينها، وهو ما أدى بطبيعة الحال إلى عدم وضوحها من حيث طبيعة عمليات القائمة بصددها،وذلك بسبب اختلاف مصادر تنظيمها والذي أدى إلى عدم وضوح التنظيم القانوني لهاته العمليات من جهة، إلى جانب عدم ثبات عمليات التداول واستمرار تطورها تماشيا مع متطلبات الإستثمار من جهة

أخرى،وبالرغم من أن نشاطات التداول هي في أصلها تمثل عمليات البيع و الشراء إلا أن الإختلاف يبقى قائما بينهما وهو ما يعكس خصوصية نشاط التداول في بورصة القيم المنقولة، كل ذلك يؤدي إلى طرح العديد من النقاط للتساؤل ومنها استخلصنا اشكالية البحث التالية :

ماهي الضوابط القانونية التي تحكم عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة ؟

وستكون دراستنا لهذا الموضوع مرتكزة على مباشرة عمليات التداول في بورصة القيم، وذلك بمحاولة حصر مختلف الصفقات المبرمة في إطار تداول الأوراق المالية و كذا إجراءات سير تنفيذ عمليات التداول، وبالتالي نستبعد من نطاق الدراسة تلك المراحل التي تمهد للدخول إلى عملية التداول في بورصة القيم المنقولة والتي سبق ذكرها، ومنه ستكون معالجة هذا الموضوع مؤسسة وفق خطة مبنية على فصلين، حيث جاء الفصل الأول بعنوان الطابع التعاقدي لتنظيم عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة وتم تقسيمه لثلاث مباحث للدراسة حيث جاء المبحث الأول بعنوان عمليات التداول وفق القواعد العامة، أما المبحث الثاني عرضنا فيه أنماط عقود التداول الثنائية الأطراف في بورصة القيم المنقولة أما المبحث الثالث خصصناه لعقود التداول المستحدثة التي تمثل استراتيجيات الاستثمار و المتمثلة في العقود ثلاثية الأطراف.

وبالنسبة للفصل الثاني فقد تمت دراسته تحت عنوان ضوابط تنفيذ عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة وقسم بدوره لثلاث مباحث، حيث تم تخصيص المبحث الأول منه للقواعد الإجرائية المتعلقة بأوامر التداول، بينما تمت دراسة المبحث الثاني تحت عنوان آليات التسعير في بورصة القيم المنقولة، واختتم هذا الفصل بالمبحث الثالث و الأخير تحت عنوان الآثار القانونية الترتبة عن تنفيذ عمليات التداول.

وقد اعتمدنا في دراستنا لهذا الموضوع على المنهج الوصفي التحليلي بإعتباره الأنسب ونظرا لرجوعنا لبعض النصوص و القواعد العامة وكذا الخاصة وتحليلها والتي تنظم عمليات التداول، إلى جانب رجوعنا لبعض أساليب المقارنة وذلك بالنسبة لبعض النقاط التي تستدعي بيان التفرقة بين مختلف العقود المبرمة خاصة وأن هذه الأخيرة عرفت تطورا و تغيرا تماشيا مع تطور المعاملات داخل بورصة القيم، مما يتطلب معه وجوب التمييز بين هذه العقود.

ويعود سبب اختيار هذا الموضوع لعدة دوافع منها ما يتعلق بالموضوع تتمثل أساسا في :

- كونه مازال مجالا خصبا يتطلب المزيد من الدراسة والتمحيص خاصة وأنه مازال لم يحضى بالإهتمام الكافي في المجال القانوني، وهو ما يعكس قلة الدراسات القانونية الفقهية فيه مقارنة بغزارة الدراسات في الميدان الإقتصادي في الموضوع نفسه.

- كثرة وتزايد النصوص القانونية على اختلاف درجاتها ومصادرها المؤطرة لعمليات البورصة والتداول بشكل خاص من الناحية الإجرائية وهو ما أدى إلى إثارة اللبس و الغموض وعدم وضوح معالمها.

- عدم وضوح الإطار التنظيمي للعلاقة التعاقدية بين الأطراف في نشاط التداول داخل البورصة، وهو ما يثير التساؤل حول هذا الجانب الذي يتطلب دراسة وبحث من أجل الوصول إلى معالم تنظيمه.

إلى جانب الدوافع الذاتية للباحث التي تتمثل في :

- رغبة الباحث في معرفة المزيد من التطورات والمستجدات الحاصلة على مستوى مختلف عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة.
- محاولة دراسة وتحليل مختلف عمليات التداول ومعرفة مدى احتواء المنظومة القانونية المؤطرة للسوق المالية الجزائرية لعمليات التداول.
- ارتباط الموضوع بمجال تخصص الباحث وميله للبحث في سياقه.

وكما اشرنا سابقا فإن موضوع البحث لاحظنا فيه بعض النقص من حيث وفرة المراجع وكذا الدراسات الفقهية والقانونية المتعلقة به لكونه ذو طابع اقتصادي احتوته المنظومة القانونية فيما بعد، وهذا في حد ذاته يعد صعوبة من الصعوبات، وإن بدأت الإجتهادات الفقهية في الآونة الأخيرة تتجه نحو معالجة هذا الموضوع، بإعتبار أن بورصة القيم المنقولة حديثة النشأة في الجزائر، وإلى جانب قلة الدراسات الفقهية وجدنا أيضا افتقارا في المعلومات والبيانات المتعلقة بعمليات تداول القيم المنقولة وهذا ما تجسد عند توجهنا لمقر بورصة الجزائر في العاصمة، التي لاحظنا فيها صعوبة كبيرة في الحصول على البيانات إلى جانب عدم تمكيننا من فحص بعض المراجع، وبطبيعة الحال فإن قلة المراجع الفقهية الجزائرية على الخصوص بشأن عمليات التداول يرجع لحداثة الموضوع من حيث التنظيم القانوني له وكذا من حيث قيمة ودور بورصة الجزائر للقيم المنقولة في الإقتصاد الحالي التي لا نجد لها أي صدى.

الفصل الأول
الطابع التعاقدي لتنظيم عمليات التداول

تتولى بورصة القيم المنقولة تنظيم العلاقات المالية بين المتعاملين، وترتكز هذه العلاقات أساسا على عمليات البيع و الشراء على الأوراق المالية و المندرجة كلها تحت مفهوم نشاط تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات،فهي من حيث الأصل أنشطة ذات طابع تعاقدي ممثلة في صفقات مالية، حيث يظهر ذلك جليا عند الوقوف على فحوى عمليات التداول، وكذا الطبيعة القانونية لهذه العمليات سواء كان ذلك من حيث طبيعة العقد في حد ذاته، أو من حيث طبيعة النشاط الغالب على هذه العقود، كما يظهر الطابع التعاقدي لعمليات التداول في كثرة المعاملات المالية المجسدة على شاكلة عقود تختلف و تتشعب حسب أهدافها الوظيفية وبحسب تقنيات التعامل بها، حيث أن هنالك مجموعة من العقود تكاد تكون متطابقة مع عقد البيع حسب القواعد العامة، بينما نجد عقود تداول أخرى تختلف نوعا ما عن عقود البيع المنظمة بموجب القواعد العامة.

يعود سبب هذا الإختلاف لتطور التعامل في بورصات القيم المنقولة وكذا دخول أطراف أخرى في العلاقة التعاقدية، وهو ما يفسر تدخل كيانات البورصة في ضبطها بقواعد السوق، وهو ما أخذ به المشرع الجزائري عند إقحامه لبعض القواعد القانونية التي تحكم عمليات التداول المتمثلة أساسا في مجموعة الضوابط الخاصة مما أدى إلى إضفاء نوع من الخصوصية عليها، إلى جانب تعدد أشكالها وتنوعها، وهو ما يستدعي توضيح كل ذلك من خلال هذا الفصل الذي عمدنا إلى تقسيمه إلى ثلاث مباحث، خصصنا (المبحث الأول) منه لبيان نشاط التداول على الأوراق المالية من حيث مفهوم العمليات التي تمثله وطبيعتها القانونية ومحاولة معرفة مدى تغليب القواعد العامة في تنظيم هذه العمليات، وكذا الأهداف الوظيفية التي يسعى المتعاملون لتحقيقها في هذا المجال،بينما خصصنا المبحث الثاني للتغلغل في شتى العقود المبرمة في بورصة القيم والتي تمثل الحجر الأساس لتطور المعاملات في الوقت الراهن والمتمثلة في العقود ثنائية الأطراف، أما المبحث الثالث فقد تناولنا فيه العقود ثلاثية الأطراف التي يمكن وصفها بالحديثة في الآونة الأخيرة والتي تعمل بها أكبر وأشهر البورصات في العالم.

المبحث الأول : عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة وفق القواعد العامة

إن جل المعاملات الحاصلة في بورصة القيم المنقولة ممثلة بعقود التداول، ومضمونها من حيث المبدأ هو البيع و الشراء فهي عبارة عن عقود بيع مبرمة بين أطراف تتفاوت مقاصدهم من التعاقد، فمن جهة نجد أن جانبا من تنظيمها محال للقواعد العامة في القانون المدني، ومن جهة أخرى نجد أنها تسير وفق ميكانيزمات محددة من طرف سلطات الضبط في السوق، ومرد ذلك هو خصوصية هذا العقد الذي يظهر من خلال بيان مفهوم عمليات التداول من حيث تعريفها وخصائصها (المطلب الأول)، إلى جانب ذلك فقد أدى هذا إلى إثارة الجدل حول تكييف العقد من الوجهة القانونية، وهو ما يستدعي معرفة نوع النشاط الممارس في إطاره والتي تمثل في مجملها الطبيعة القانونية لعمليات التداول (المطلب الثاني).

المطلب الأول : مفهوم عمليات التداول

يصعب التمييز بين عمليات التداول من حيث اعتبارها نشاطا ممارسا داخل البورصة، ومن حيث اعتبارها عقدا يتم في إطاره تنفيذ تلك الأنشطة، لذلك وجب لكشف هذا التداخل البحث في أصل عملية التداول من حيث تعريفها الفقهي وخصائصها (الفرع الأول)، ثم بيان الأهداف الوظيفية من إبرامها (الفرع الثاني).

الفرع الأول : تعريف عمليات التداول و خصائصها

تختلف عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة عن أنشطة التداول الأخرى إلا أن وجهات النظر تكاد تكون متقاربة حول مضمون عملية التداول، ويظهر الإختلاف بين نشاط التداول في بورصة القيم المنقولة وبين نشاط التداول في مجالات أخرى عند محاولة ابراز معالم تنظيمها من خلال الوقوف على تعريف عملية التداول (أولا)، ثم محاولة تحديد خصائصها المميزة لها (ثانيا).

أولا : تعرف عمليات التداول

عند رجوعنا إلى مختلف الاجتهادات الفقهية المتعلقة بتحديد مفهوم عمليات التداول فإننا نجد أنها تكاد تكون متقاربة من حيث الأساس الذي تقوم عليه حيث هنالك من يرى أنها "تلك الحركة الآلية التي تتم داخل البورصة، ويتم بمقتضاها بيع وشراء الأوراق المالية من خلال إجراء الصفقات عليها شريطة أن تكون هذه الأوراق مقيدة فيها، وتتم عمليات التداول بواسطة وسطاء مخولين دون أن تكون هنالك علاقة مباشرة بين البائع والمشتري"[1].

[1]- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية (دراسة قانونية مقارنة)، منشورات حلبي الحقوقية، بيروت لبنان، الطبعة الأولى، 2009، ص291.

ما يقصد بها أيضا عقد صفقات بيع وشراء الأوراق المالية les termes، وهي عمليات متعددة ومتداخلة تحكمها أنظمة وقوانين البورصة[1].

ويتضح لنا مما سبق أن جوهر عمليات التداول من حيث العناصر الأساسية المكونة لها تتمثل في إصدار أوامر الشراء والبيع من الزبون (المستثمر) إلى (و.ع.ب) ليقوم هذا الأخير بتنفيذ أمر التداول عن طريق اتباعه للإجراءات المخصصة لذلك، كما أن ما يلاحظ أن نشاط التداول الوارد على الأوراق المالية يعد خاصية من خصائصها، إذ يقصد بالتداول أيضا بأنها"نقل ملكية الورقة المالية بالطرق التجارية تبعا لشكلها، فإذا كانت الورقة المالية اسمية فتنتقل ملكيتها بطريق القيد في سجلات الشركة، أما إذا كانت لحاملها فتنتقل بالتسليم أو المناولة وتنتقل أيضا بالتظهير إذا كانت لأمر كما يمكن انتقالها بطريق الإرث أو الوصية أو الهبة أو تنفيذا لحكم قضائي[2].

ثانيا : خصائص عمليات التداول

تنفرد عمليات التداول في البورصة بخصائص وسمات تميزها عن باقي العمليات المشابهة لها تتمثل في :

1- عدم جود علاقة مباشرة بين المتعاملين، وهذا معناه أن جمهور المستثمرين لا يعرفون بعضهم البعض، إذ يكتفي كل منهم بإصدار أمره إلى الوسيط الذي يتعامل معه ليقوم هذا الأخير بتنفيذ العملية وفقا لقواعد وقوانين البورصة[3].

2- عدم اقتصار أثر عمليات التداول ى المتعاملين القائمين بهذه العملية فحسب بل يتجاوزها إلى مختلف المتعاملين الحاملين لنفس نوع الورقة المالية الواردة عليها العملية، وعلى الحياة الاقتصادية بمجموعها، وهذا ما يبرر وجوب خضوع البورصة لرقابة عليا[4].

3- خضوع عمليات التداول لجملة من القواعد الشكلية، وتتم وفق نظام معين تسير من خلاله هذه العمليات وبنماذج محددة، وبشروط خاصة، إذ أن (و.ع.ب) يحكم نشاطهم قانون البورصة، وهذا معناه أن إرادتهم تختلف عن إرادة التجار بصفة عامة من حيث القيود المفروضة مثل (أساليب التعامل، الأوامر الصادرة، نظام نقل الملكية حدود عرض المعلومات وغيرها)[5].

4- عمليات التداول من الناحية الواقعية تتشابه إلى حد كبير مع عقود البيع، فهي أقرب بكثير إلى عقود البيع من باقي العقود الأخرى، وبالتالي فإن هذه العمليات تخضع كأصل عام إلى القواعد التي تنظم هذه العقود، إلى جانب القواعد الأخرى التي تفرضها مميزاتها الخاصة.

---

[1]- حسنى عبد السميع إبراهيم، أحكام البورصة و التوريق و التورق، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2012، ص346.

[2]- سيف إبراهيم المصاورة، تداول الأوراق المالية، الحماية الجزائية (دراسة مقارنة)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، ص 58 و59.

[3] Michel Germain, Philippe Delebecque, Traité De Droit Commercial, Tome2, Edition16, p78.

[4]- محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة) منشورات حلبي الحقوقية، لبنان الطبعة الأولى، سنة 2004، ص98.

[5]- عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص293.

5- قد تجري عمليات التداول في البورصة دون استخدام الأوراق التي هي موضوع لها (الأوراق المالية) ودون حملها إلى بورصة القيم بصورة فعلية[1].

6- العملاء في بورصة القيم المنقولة هم على الأغلب من المضاربين، ، أنهم جماعة تختص بالبيع و الشراء مضاربين بذلك على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها و هدفهم هو الإفادة من فروق الأسعار[2].

الفرع الثاني : الأهداف الوظيفية لعمليات التداول في بورصة القيم المنقولة

يتجسد الاستثمار في بورصة القيم أساسا في نشاط البيع والشراء على الأوراق المالية، وذلك من أجل تحقيق العوائد الإيجابية من الأرباح الصافية والمضاعفة، وتحقيق ذلك يعود إلى حنكة المستثمر ودهائه في تحليل حركة الأسعار في السوق، والأهداف المرجوة من إبرام صفقات التداول مجسدة في المضاربة على الأسعار (أولا) إلى جانب ذلك يمكن توسيع مجال النشاط التداولي إلى أسواق أخرى وهو ما يعرف بالموازنة التي تمثل الهدف الثاني من إبرام عقود التداول (ثانيا) وأخيرا تدعيم محفظته المالية و بعها بشتى السندات التي من شأنها التخفيض من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر والممثلة في التغطية (ثالثا).

أولا : المضاربة على الأسعار

عمد أحد الباحثين إلى تعريف المضاربة في بورصة الأوراق المالية بأنها" التعاقد على عملية مستقبلية يتنبأ لها ستكون مربحة سواء من خلال ارتفاع أسعار الأوراق المالية، أو انخفاضها حيث يترصد المضارب الفرص المتوقعة و ينتهزها لتحقيق مكسب مناسب من فروق الأسعار"[3].

وبالتالي المضاربة spéculation هي عملية مدروسة وفقا لتقديرات ومعلومات فنية يلجأ إليها المستثمرون بهدف الإنتفاع من فروق الأسعار في فترة ومكان محدد، وهي تقوم على المخاطرة ورغم ذلك تبقى لازمة وضرورية لإنعاش السوق المالية فهي المصدر المحرك لها، وتقوم على التوقع و التنبؤ بالتقلبات المستقبلية للأسعار من خلال استشعار العوامل التي تسبب ارتفاع أو انخفاض أسعار الأوراق المالية قبيل حدوثها وبناء توقعات عن الإتجاه الحقيقي للأسعار بتحليل نشاط التداول في السوق، بهدف تجنب الوقوع في الخسائر، وقد تنقلب المضاربة على الأسعار إلى مقامرة التي تنبني أساسا على المخاطرة والتخمين العشوائي والغير مدروس[4].

---

[1]- محمد يوسف ياسين، المرجع السابق، ص98، ص140.

[2]- نفس، المرجع، ص140.

[3]- أنظر جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص ص383 و 384.

[4]- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشرو التوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003، ص18.

من خلال ما تقدم نجد أن المضاربة تعتبر الهدف الوظيفي الأول للمستثمر من وراء إبرام صفقات التداول ويتجسد ذلك من خلال ممارسة المضاربين في بورصة الأوراق المالية لنوعين من المضاربة لا لهدف إلا لتحقيق الفوائد :

أ- المضاربة على الصعود : وتتحقق عند توقع المضارب بإمكانية ارتفاع سعر أحد الأوراق المالية في المستقبل القريب، فيعمد لشرائها بإبرام صفقة أملا في أن تصدق توقعاته ويجني الأرباح منها، وهذا النوع من المضاربة هو الأكثر انتشارا في بورصات القيم المنقولة.

ب – المضاربة على النزول : وفيها يعمد المضارب إلى بيع الأوراق المالية التي بحوزته بإبرامه لصفقة عندما يتوقع انخفاض أسعارها مستقبلا وذلك لتفادي الخسارة وتحقيق الربح بإعادة شرائها من جديد بسعر أقل وتعد المضاربة على سقوط السعر هدف يسعى المستثمر لتحقيقه في حالة استثماره في الأوراق المالية المقترضة، حيث يقترض هذه الأوراق من أجل بيعها بأعلى سعر في السوق مضاربا بذلك على سقوط السعر مستقبلا، وفي حال تحقق ذلك يعيد شراء تلك الأوراق لإعادتها للمقرض، وربحه يتمثل في فرق السعر[1].

ج – أكثر العقود تجسيدا لإستراتيجية المضاربة سواء على الصعود أو على النزول في الصفقات المالية نجد العقود المستحدثة خاصة العقود الإختيارية لما لها من امتيازات ، حيث تمكن العميل من تغيير مركزه من القصير إلى الطويل حسب نسبة نجاح توقعاته في الصفقة، والحصول على مكاسب أخرى[2].

تمتاز المضاربة المشروعة في بورصة الأوراق المالية في أنها عملية مدروسة ودقيقة، ومشروعيتها تسهم في تحقيق العديد من الأهداف تتمثل أساسا في تحقيق التوازن في أسعار الأوراق المالية في البورصة، و هي وسيلة فعالة في توجيه المصدرين و المستثمرين إلى مواطن إستثمار جديدة وتشجيع المستثمرين الصغار[3].

ثانيا : الموازنة

تعد الموازنة ثاني الأهداف التي يسعى المستثمر لإنتهازها، فهي تدفعه لإبرام صفقات التداول ويتحقق ذلك عندما يلاحظ وجود حالة عدم توازن سواء بين أسعار الأوراق المالية في السوق المالية الواحدة أو بين سوقين ماليين وكأصل عام الأوراق المالية التي تجتمع فيها خصائص مشتركة يتم تداولها بسعر واحد، إلا أنه قد يحدث وأن تتباين أسعار هذه الأخيرة، فيلجأ المستثمر إلى إبرام صفقات تداول لبيع الورقة المالية ذات السعر المرتفع، ويقتني بمقابل ذلك الورقة المالية ذات السعر المنخفض[4]، لذلك يمكن القول أن هذه الاستراتيجية تقوم على استغلال

[1]– نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها، تاريخها)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، لاتوجد طبعة، 2012، ص202.

[2]-J-c Augros , p. Navatte, Bourse Les Options Négociables, Aubin Imprimeur, Paris, Acune Edition, 1987,p99.

[3]– جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح و الشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، لا توجد طبعة، 2010، ص380.

[4]– سميرة محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجيستير في العلوم الإقتصادية، تخصص بنوك و تأمينات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005 /2006، ص135.

حالة عدم التوازن في السوق وتحقيق الربح من وراء ذلك، وعادة ما تنتهي بإعادة التوازن واختفاء فرص تحقيق الأرباح.

وطبقا لنظرية الموازنة فإن الأوراق المالية التي تتعرض بالتساوي لذات المخاطر فهي تحقق نفس العائد وهو ما يطلق عليه بقانون السعر الواحد، وفي حالة عدم حدوث ذلك تبدأ استراتيجية الموازنة[1]، كما يمكن أن ترد الموازنة على نفس الورقة المالية لكن بين سوقين مختلفين، وكمثال على ذلك نفترض أن سعر سهم في سوق "أ" بلغ 1000 دينار، بينما في سوق "**ب**" بلغت قيمته 1500 دينار، فيلجأ المستثمر إلى شراء السهم من السوق الأول وبيعه في السوق الثاني، وأرباحه تتمثل في فوارق الأسعار المتحصل عليهما بين السوقين.

وتساهم استراتيجية الموازنة في تعديل علاقة التساوي بين السوقين وبالتالي بين الأصلين، إذ أن السوق ذات السعر المنخفض "**أ**" تشجع العملاء المراجحين في الإقبال على الشراء، وهو ما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية المنخفضة القيمة وبالتالي عودة ارتفاعها من جديد، بينما يؤدي التركيز على العرض من قبل العملاء المراجحين في السوق "**ب**" إلى جانب ارتفاع السعر إلى قلة الطلبات عليها ومنه عودة انخفاض سعرها.

ثالثا : التغطية

التغطية هي استراتيجية تعتمد على مدى ملاءة المحفظة الاستثمارية للعميل من الناحية الكمية للأوراق المالية، و يتبعها المستثمر للحد من خسائره في وضع أو موقف معين، وذلك عن طريق اتخاذ الموقف المضاد بإستخدام نفس الأوراق المالية أو أوراق مالية مختلفة، وفي غالب الأحوال فإن عمليات التغطية لا تكون كاملة وهو ما يعني أن المستثمرين لا يستطيعون التخلص من كل الخسائر المحتملة في كل الحالات، وتهدف هذه الإستراتيجية للحد من الخسائر المرتفعة دون التقليل بشكل كبير من العوائد المتوقعة[2].

تعتبر التغطية من بين الأهداف التي يسعى المستثمر لتحقيقها من وراء إبرام عمليات التداول في البورصة ويتم اللجوء إليها غالبا في العقود ذات الأجل وعقود المشتقات المالية وتحديدا في العقود الإختيارية والعقود المستقبلية.

من الناحية التطبيقية لهذه العملية فقد يشتري أحد المستثمرين كمية من الأوراق المالية بإبرامه لعقد مؤجل،ولنظرب مثالا كأن يتخذ المستثمر مركزا طويلا في حالة الشراء وهو يضارب على ارتفاع الأسعارلكن من جهة أخرى يتخوف من وقوع العكس، في هذه الحالة يلجأ المستثمر إلى إبرام عقد آخر على نفس نوع الأوراق المالية ولكن بإتخاذه لمركز قصير أي بائع، وذلك للتقليل من الخسائر في حالة انخفاض سعر الأوراق المالية المشتراة،بجني أرباح في العقد الذي اتخذ فيه موقف البائع.

[1]- ضياء مجيد، البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها)، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية، لا توجد طبعة، سنة 2003، ص81.

[2]- محمد الصالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون طبعة، 2003، ص363.

المطلب الثاني : الطبيعة القانونية لعمليات التداول

تمتاز عمليات التداول بالتداخل الشديد فيما بينها، وهو ما استدعى تنظيمها، وقد تبين فيما سبق أنه ينظر لهذه العمليات من حيث كونها صفقات مبرمة ومجسدة بعقود مالية، إذ تختلف طبيعة هذه الأخيرة من حيث مدى اعتبارها عقدا كاملا قائما بأركانه ومدى قربها لعقود البيع (الفرع الأول)، ومن حيث كونها مجموعة من الأنشطة والمعاملات بين الأطراف على اختلاف غاياتهم مما يختلف معها بالضرورة نوع النشاط الممارس بين مدني و تجاري (الفرع الثاني).

الفرع الأول : التكييف القانوني من حيث طبيعة العقد

تعد عمليات التداول المنعقدة عبارة عن صفقات بيع وشراء واردة على القيم المنقولة، فهي تدخل ضمن عقود المعاملات المالية، لذلك توجب بيان معنى عقد البيع وأركانه (أولا)، ثم مطابقة ذلك مع عقود التداول التي تجرى في إطار عمليات التداول في البورصة (ثانيا)، مع مراعاة طبيعتها وخصوصيتها وكذا طبيعة نظام السوق المتمثلة في بورصة القيم ومؤسساتها.

أولا : معنى عقد البيع و أركانه

نجد الأساس القانوني للعقد بصفة عامة في المادة 54 من التقنين المدني الجزائري التي نصت على أن: " العقد هو اتفاق يلتزم بموجبه شخص أو عدة أشخاص آخرين بمنح أو فعل أو عدم فعل شيئ ما"[1]، أما عقد البيع فنجد أساسه القانوني في المادة 351 من التقنين المدني بإعتباره عقد يلتزم بمقتضاه البائع بأن ينقل للمشتري ملكية شيئ أو حقا ماليا آخر في مقابل ثمن نقدي، وبحسب المادة 352 من التقنين المدني الجزائري فيجب أن يكون المشتري عالما بالمبيع علما كافيا، ويتحقق ذلك إذا اشتمل العقد على مواصفات المبيع الأساسية بحيث يسهل التعرف عليه.

وينعقد عقد البيع بتوافر أركان موضوعية وأخرى شكلية، وبالنسبة للأركان الموضوعية تتمثل في الرضا بتطابق إرادتي البائع و المشتري وتبادل التعبير عن ذلك، ويجب أن يكون صحيحا خاليا من العيوب الخفية، أما الركن الثاني يتمثل في المحل حيث أن البائع ملزم بتسليم الشيء المبيع للمشتري فيعتبر بذلك الشيء المبيع محلا أولا في عقد البيع، ومن جهة أخرى فإن المشتري ملزم بدفع الثمن للبائع وبذلك يعتبر الثمن محلا ثانيا ، أما الركن الثالث يتمثل في السبب وهو الدافع لنشوء الإلتزام، حيث يجب أن يكون مشروعا غير مخالف للنظام العام أو الآداب العامة، إلى جانب الأهلية التي تعد شرط لصحة عقد البيع، أما الأركان الشكلية فهي تتعلق بالشكلية المطلوبة لينتج العقد آثاره و المتمثلة في الكتابة والشهر.

[1]- فاتح بوسنان، القانون المدني، دار طليطلة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2010، ص15.

أما بالنسبة لإلتزامات الأطراف في عقد البيع، فيقع على عاتق البائع التزام بنقل ملكية المبيع إلى المشتري وذلك حسب نص المادة 361 من التقنين المدني الجزائري، وبتسليمه للمبيع بالحالة التي كان عليها وذلك بصريح المادة 364 من نفس القانون، وضمان العيوب المتعلقة به التي نصت عليها المادة 379 من نفس القانون، أما المشتري فيقع على عاتقه التزام بدفع ثمن المبيع للبائع بموجب المادة 387 وبتسلمه المبيع دون تأخير وذلك حسب المادة 394 من نفس القانون، وبدفع نفقاته في الميعاد المتفق عليه في العقد وهو ما أكدته المادة 389 من القانون نفسه.

ثانيا : مطابقة عقود عمليات التداول مع مفهوم عقد البيع القواعد العامة

انطلاقا من اعتبار مجمل العمليات الجارية في البورصة تتمثل أساسا في نشاط التداول في الأوراق المالية وفي أن مضمون هذا التداول يتمثل في شراء وبيع هذه الأوراق، فإن كل ذلك يتم في إطار عقود البيع والشراء التي يطلق عليها (بعقود التداول في البورصة) فهي في طابعها أقرب إلى عقود البيع ويظهر ذلك عند محاولة إسقاط عقد البيع في القواعد العامة مع عقد التداول في بورصة القيم المنقولة، وانطلاقا من ذلك فأن المبيع يتمثل في الأوراق المالية المتداولة، والثمن هو سعر تلك الأوراق، وبالنسبة للمبيع (الأوراق المالية) فقد وضعت بورصة القيم المنقولة شروطا لإصدارها، وأما العلم بالمبيع فإن الأوراق المالية يتم العلم بها عن طريق الإفصاح المالي، وذلك من خلال توفير البيانات المحاسبية التي يشترط فيها الصدق، وقد بينت ذلك المادة 4 من نظام (ل.ت.ع.ب.م) التي أكدت على ظرورة صحة المعلومة ودقتها وصدقها[1]، ويقوم الإفصاح هنا مقام الوصف وذلك لأن دقة المعلومات وموضوعيتها تعطي الوصف الدقيق للورقة ونوعها إن كانت أسهما أم سندات وهذه الأخيرة مثلا إن كانت سندات استحقاق أم سندات دين، إضافة إلى تحديد السعر الذي يكون بشكل سليم عن طريق أنظمة التسعير في البورصة، إضافة إلى مقدار المبيع و المتمثل في كمية الأوراق المالية محل التعاقد.

أما بالنسبة لنقل الملكية و كيفيات التسليم، فقد نظمت قوانين البورصة من خلال (و.ع.ب) و كذا نظام المقاصة والتسوية تسهيل عملية التسليم حيث أن المادة 35 من النظام 03-01 بينت أن نظام التسوية في بورصة الجزائر يتولاه (م.م.ل.س) بنقل ملكية السندات[2]، كما أن محل العقد المتمثل في الورقة المالية يدخل ضمن ملكية البائع عن طريق (و.ع.ب) وهذا ما يزيد من سهولة عملية التسليم، ومن جهة ثانية يكون (و.ع.ب) إلى جانب (م.م.ل.س) طرفا ثالثا ضامنا لتنفيذ العقد في بعض الحالات.

[1]- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم2000-02 مؤرخ في 20 يناير سنة 2000 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 50 المؤرخة في16أوت2000.

[2]- نظام لجنة عمليات البورصة و مراقبتها رقم03-01 مؤرخ في 18 مارس سنة 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية العدد73 المؤرخ في 03/11/30.

أما تسليم الثمن فهو ما يدفع مقابل الأوراق المالية والذي يقع التراضي عليه، وتجدر الإشارة هنا أن القيمة يمكن أن تقدر وفق مقتضيات السوق، وتراضي الطرفين هنا ليس مطلقا بل مقيد بتقلبات قيمة الأوراق المالية من حيث السعر في البورصة،كما أن خصوصية أنظمة التداول لكل بورصة لها تأثيرها في هذا الشأن[1].

الفرع الثاني : التكييف القانوني من حيث طبيعة النشاط

ويقصد بطبيعة النشاط هنا هو تحديد ما إذا كانت عمليات التداول في البورصة مدنية أم تجارية، ولتوضيح ذلك لابد من تحديد مدى مدنية هذه الأعمال أو مدى تجاريتها من منظور أعمال (و.ع.ب) (أولا)، وكذا من منظور العملاء المتعاملين بالأوراق المالية في البورصة (ثانيا).

أولا : بالنسبة لشركات الوساطة

تعتبر عمليات التداول بالنسبة (و.ع.ب) أعمالا تجارية، إذ أن الوساطة بصفة عامة هي عمل تجاري إذا كان الهدف منها تحقيق الربح، وإن اكتساب الوسيط لصفة التاجر تترتب عليه تمتعه بحقوق التجار، والتزامه بإلتزاماتهم على غرار تمتعه بالحقوق وتحمله الإلتزامات التي تفرضها عليه قوانين وأنظمة البورصة، وفضلا عن ذلك فإن مهنة الوساطة محتكرة من قبل شركات الوساطة بموجب القانون كما يجوز للبنوك ممارسة هذا النشاط عند رغبتها في ممارسة الوساطة[2].

وقد جاء القانون رقم 03-04 المؤرخ في 2003/02/17 المتعلق ببورصة القيم المنقولة بتعديلات فيما يخص الأشخاص المرخصة لهم ممارسة الوساطة في البورصة الجزائرية، فأقصى هذا القانون الشخص الطبيعي من الوساطة في البورصة بعد ما كان مرخصا له بموجب المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ* في 1993/05/23 واكتفى بالترخيص للبنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية أيا كان نوعها أنشأت خصيصا لهذا الغرض لأن تكون وسيطا في البورصة[3].

وتتفق مختلف التشريعات على احتكار تداول الأوراق المالية في السوق على يد وسطاء مختصين مرخصين للقيام بذلك، ويشترط فيهم الشروط المطلوبة التي تفرضها التشريعات، وقد يكون (و.ع.ب) شخصا طبيعيا كما قد يكون شخصا معنويا، ثم إن عمليات البيع والشراء التي يتولى تنفيذها إنما يقوم بذلك بإعتباره وكيلا بالعمولة والوكيل بالعمولة يعد تاجرا[4].

---

[1]- حسنى عبد السميع إبراهيم، المرجع السابق، ص348.

[2]- عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص294.

*- وتنص المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23 المعدل و المتمم بالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 2003/02/17 المتعلق ببورصة القيم المنقولة على :"مهنة الوسيط في عمليات البورصة تمارس بعد اعتماد اللجنة من طرف أشخاص طبيعية أو شركات مساهمة انشأت خصيصا لهذا الغرض".

[3]- القانون رقم 03-04 المؤرخ في 2003/02/17 المتعلق ببورصة المنقولة المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23، الجريدة الرسمية العدد 11 الصادرة في 18 ذي الحجة1423.

[4]- سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص64.

وللبنوك دور متعدد الجوانب في خدمة الأوراق المالية، من خلال تقديمها لخدمات لأطراف التعامل في البورصة مثل الجهات المصدرة للأوراق المالية، كتمكينها من اكتتاب هذه الأوراق في تلك البنوك، فتقوم بتلقي الإكتتاب من المكتتبين، وإصدار شهادات الإكتتاب، إضافة إلى قيامها بتمويل التعامل في البورصة عن طريق تقديمها للتسهيلات اللازمة لأطراف التعامل بضمان تلك الأوراق[1]، ومصلحة البنوك في كل ذلك هو تلقيها للعمولة من المستثمرين (العملاء) نظير الخدمات المقدمة لهم على غرار قيامها بدور الوساطة، وفي ذلك تشجيع للمستثمرين على التعامل معها[2].

وبالنسبة للتشريع الجزائري فإنه وفي إطار أن (و.ع.ب) يتلقى أوامر الشراء والبيع من زبونه ويقع على عاتقه مهمة التنفيذ وبالتالي يتدخل بإسمه ولحساب زبونه، حيث يتعين عليه أن يبرم مع زبونه عقد وكالة طبقا للمادة 13من المرسوم التشريعي 93-10 التي تؤدي إلى تحرير اتفاقية فتح الحساب بين الزبون والوسيط ماسك الحسابات[3]، إذ إن اصطلاح مصدر الأمر اصطلاح واسع يشمل كل شخص يوكل إلى شخص آخر مهمة نقل الأوامر إلى السوق وتنفيذها.

ثانيا : بالنسبة للمستثمر

المستثمر le investisseur أو العميل هو ذلك الشخص (الطبيعي أو المعنوي) الذي يمارس عمل تداول الأوراق المالية في البورصة من خلال (و.ع.ب)، وفي هذا الشأن يجب التمييز بين نوعين من العملاء :

1- بالنسبة للمدخر الذي يقتصر على توظيف أمواله في شراء الأوراق المالية دون قصد بيعها بعد فترة قصيرة فإن عمله هذا لا يعد تجاريا، وإنما هو عمل ذو طبيعة مدنية[4].

2- تعد العملية تجارية بالنسبة للعميل الذي يقوم بشراء الأوراق المالية بين الحين والآخر، بهدف بيعها وتحقيق فارق الربح، ولكن لا يكتسب صفة التاجر ومرد ذلك أن تعامله في بيع وشراء الأوراق المالية هو ليس على وجه الإحتراف، رغم قيامه بذلك بإسمه ولحسابه الخاص.

3- تعد العملية تجارية ويكتسب فيها العميل صفة التاجر متى قام وعلى وجه الإحتراف بصفقات بيع وشراء من أجل المتاجرة بالأوراق المالية، وكان يقصد من ذلك تحقيق الربح بين العمليتين (بيعا وشراء) أي المضاربة (speculator) سواء كان المضارب شخصا طبيعيا أم معنويا، فيعد عمله تجاريا ويكتسب صفة التاجر، لأنه يقوم بذلك على وجه الإحتراف وباسمه ولحسابه[5].

---

[1]- مصطفى كمال طه، العقود التجارية و عمليات البنوك، منشورات حلبي الحقوقية، بيروت لبنان، الطبعة الأولى، 2006، ص187.

[2]- عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص295.

[3]- معاشو عمار، حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، سنة 2012، ص 202.

[4]- سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص71.

[5]- عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص296.

المبحث الثاني : إبرام الصفقات وفق عقود التداول ثنائية الأطراف

تبرم عقود تداول الأوراق المالية في بورصة القيم المنقولة على أشكال مختلفة، ويعود سبب هذا التنوع أساسا إلى سياسة المضاربة المتبعة في السوق، إضافة إلى الوضعية المالية للمستثمر والتي تدفعه إلى الأخذ بأحدى صور هذه العقود.

ويقصد بعقود التداول ثنائية الأطراف تلك العقود التي تكون فيها الرابطة العقدية قائمة على طرفين رئيسيين يتمثلان في البائع والمشتري، وتندرج كل من عقود التداول الفورية والمؤجلة ضمن طائفة عقود التداول ثنائية الأطراف لأن العلاقة التعاقدية قائمة أساسا على البائع و المشتري دون دخول طرف ثالث مؤثر في العقد.

وبالتالي قد يلجأ المستثمر لإبرام العقد لتنفيذه خلال فترة وجيزة بغرض توظيف مدخراته مثلما نجده في عقود التداول الفورية (المطلب الأول)، أو يمكن تأخير تنفيذه لموعد لاحق إن كان يسعى لتحقيق فوائد حسب المقتضيات والمعطيات التي يعتمد عليها وهو ما نجده في عقود التداول الآجلة (المطلب الثاني).

المطلب الأول : عقود التداول الفورية les contrats des négociations au comptant

تجسدت عقود التداول على الأوراق المالية في البداية على شكل صفقات فورية يتم تنفيذها مباشرة بعد توافق إرادة أطرافها، كن القول أن أول تعامل على الأوراق المالية كان بهذا الشكل، والعقد الفوري من أكثر العقود مطابقة مع عقد البيع (الفرع الأول)، ونظرا لتدخل سلطات الضبط في البورصة لتنظيمه فقد أضفى ذلك على العقد خصائص مميزة له (الفرع الثاني)، كما أن هذا النوع من العقود تختلف الغايات من ابرامه على غرار هدف المضاربة على الأسعار والتي تمثل في مجملها أغراض المتعاملين بالعقود الفورية (الفرع الثالث).

الفرع الأول : تعريف العقد الفوري

هي تلك العقود التي تتم في تاريخ محدد، ويلتزم أطرافها بتنفيذها في الحال، وذلك بنقل ملكية الأوراق المالية التي تمت بشأنها العملية، خلال مدة قصيرة لا تتعدى ثمان وأربعون ساعة 48 ساعة من إبرام الصفقة[1]، وسميت بورية لأن اجراءات انتقال الملكية وتسديد الثمن يتم البدء بها من لحظة إبرام العملية بواسطة (و.ع.ب)، وفي خلال الفترة المحددة لها، ويتم تحديد أسعار الصفقات من خلال آليات التسعير في السوق سواء عن أعلى سعر يعرضه المشتري وأقل سعر يقبله البائع[2].

ويمكن أن يمتنع البائع أو المشتري عن تنفيذ العملية التي أجريت لحسابه، وفي هذه الحالة أجاز التعامل عدم الرجوع للقضاء، وأعطى (و.ع.ب) حق تأمين حقوقه بصفة مباشرة، ففي حالة امتناع البائع عن تسليم الأسناد

[1]- جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص106.

[2]- عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص 300.

يعمد الوسيط لشرائها على حسابه في البورصة، أو إذا رفض المشتري دفع الثمن، باع الوسيط الأسناد على حسابه في البورصة أيضا، وقد فسر هذا التعامل بأن العقد يحتوي شرطا بالفسخ قبله العميل مسبقا[1].

الفرع الثاني : مميزات العقود الفورية

ما يميز العقود الفورية هو السرعة و المرونة في إتمام عقد الصفقة، بحيث يتم دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة مباشرة، أو في خلال مدة وجيزة جدا، ويشترط فيها أن تكون أوامر العملاء أكثر دقة بشأن الصفقة ومحلها،كوجوب بيان نوع وصفة الورقة المالية، وكميتها المطلوبة والمعروضة، ووجوب تحديد السعر الذي على أساسه ستنفذ الصفقة، فتحديد نوعها يكون ببيان ما إذا كانت أسهم أم سندات، فإذا كانت من النوع الأول يجب بيان إن كانت أسهم رأسمال أم أسهم تمتع، أسهم عادية أم أسهم امتياز، أما إذا كانت من النوع الثاني (سندات قروض) فيجب بيان تاريخ إصدارها ونسبة الفائدة والحقوق المنبثقة عن السند كما يجب تحديد حصص التمتع بكل وضوح خاصة إذا كانت مسعرة في البورصة إلى جانب الأسهم الصادرة عن الشركة.

وتجدر الإشارة أن في العقود الفورية ليس هنالك اشتراط من حيث كمية الأوراق المالية الجاري عليها الصفقة، أما أسعار الأوراق المالية فيحددها قانون العرض والطلب في إطار حرية المنافسة[2].

الفرع الثالث : أغراض المتعاملين بالعقود الفورية

يلجأ المستثمرون إلى العقود الفورية عن طريق شراء الأوراق المالية والإحتفاظ بها، فيكون هدفهم من ذلك إما :

1- توظيف رؤوس أموالهم وتنويع المحافظ المالية والإكتفاء بما يعود عليهم من توزيع للأرباح والحقوق المتعلقة بهذه الأوراق.

2- المضاربة على الأسعار بإعادة البيع عند تحسن السعر في السوق والاستفادة بذلك من فروق الأسعار بين ثمن الشراء وثمن البيع مع ملاحظة أن ارتفاع ثمن هذه الأوراق لا يكون كبيرا مقارنة بالعقود الآجلة[3].

3 – السعي لتحقيق الهدفين معا بالاستفادة من عوائد الأوراق المالية المحفوظة والمتمثلة في الأرباح والحقوق المتعلقة بها، إضافة إلى الأرباح المراد تحقيقها من بيعها عند تحسن أسعارها في السوق[4].

---

[1]- محمد يوسف ياسين، المرجع السابق، ص109.

[2]- شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار هومة للنشر و التوزيع، الجزائر، الطبعة الثانية، لا توجد السنة، ص 53 و54.

[3]- حسنى عبد السميع إبراهيم، نفس المرجع، ص368.

[4]- شمعون شمعون، نفس المرجع، ص54.

ويشترط في العقود الفورية أو السوق العاجلة من حيث تصنيفها كسوق أن تكون الأوراق المالية موضوع الصفقة حاضرة، وتسلم إلى (و.ع.ب) المسندة إليهم تنفيذ الأوامر، وقد يلجأ المستثمر إلى العقود الفورية مباشرة بعد عملية الشراء لتلك الأوراق فيعيد بيعها مجددا في السوق، أو في حالة الرغبة في التخفيف من المحافظ للإنقاص من محتويات هذه الأوراق ببيعها وتغطية احتياجاته من الأموال، أو إذا كانت أسعار بعض الأوراق المالية التي يحوزها قد بلغت سعرا جيدا يشجعه على البيع، كما يمكن أن يرجع سبب البيع إلى تفضيل ورقة مالية عن أخرى تم بيع مجموعة متنوعة من هذه الأوراق بهدف شراء ورقة مالية أخرى تكون عوائدها أكثر قيمة، ويتم غالبا إعلام المتعامل بالصفقات المعقودة لحسابه من قبل (و.ع.ب) في بورصة الجزائر خلال مدة 24 ساعة من إغلاق البورصة، ففي حالة عدم اعتراضه على الصفقة بعد تبليغه الإشعار بالتنفيذ اعتبر الأمر مبرما وترتب عليه ابرام العقد[1].

المطلب الثاني : عقود التداول المؤجلة les contrats des négociations à terms

مع ازدياد المعاملات في البورصة les transactions dans le marché boursier وتطورها ازدادت معها حاجة المستثمر في البحث عن تقنيات وطرق أكثر ربحية وأمانا حتى ظهرت العقود المؤجلة التي تعتبر عقدا مختلف تماما عن عقود التداول الفورية.

تعد المعاملات الآجلة les transactions à terme من الركائز الأساسية في بورصة الأوراق المالية وهي تتعلق بالعقود التي يوجد مدى زمني بين تاريخ إبرامها وتاريخ تنفيذها، لذلك يكتسي هذا العقد أهمية كبرى نظرا لتركيبته وخصائصه التي تميزه عن غيره (الفرع الأول)، وكذا تعدد صور هذا العقد وأغراضه والذي يجسد أحد أهم استراتجيات الاستثمار في البورصة(الفرع الثاني).

الفرع الأول : مفهوم عقود التداول المؤجلة

تكتسي عقود التداول التي تحمل أجلا في البورصة أهمية بالغة حيث يتجلى ذلك في تركيبة العقد من حيث مضمونه، وللإحاطة بالقواعد التي تحكم هذا العقد توجب علينا التطرق لتعريفه (أولا)، خاصة و أن هذا العقد يعد النواة الأساسية لتطور المعاملات في البورصة وهو ما يجعلها عقدا مختلفا لذلك توجب بيان خصائصه (ثانيا).

أولا : تعريف عقود التداول المؤجلة

عرفت المعاملات الآجلة على أنها"عبارة عن عقود مبرمة بين متعاملين في البورصة، حيث يتم فيها تأجيل التنفيذ إلى وقت لاحق ومتفق عليه مسبقا يطلق عليه بيوم التصفية أو التسوية، الذي فيه يلتزمان بتنفيذ العملية

[1]- شمعون شمعون، مرجع سابق، ص53 و54.

بالتسليم والدفع لكل من الثمن و المبيع، أو دفع الفرق بين السعرين (سعر التعاقد و سعر يوم التصفية) وقد يتفقان على تأجيل موعد التنفيذ*إلى أجل آخر، وكيفية التعويض بشروط خاصة فيما بينهما"[1].

إن الغرض الأساسي من وجود هذا النوع من العقود بغض النظر عن قصد المضاربة هو تجنب مخاطر تغير السعر بما لا يتفق والمقاصد التي يسعى إليها المستثمر، فهذا النوع يشجع المستثمر المتردد في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية[2].

ثانيا : خصائص عقود التداول المؤجلة

يمكن استخلاص أهم مميزات أسواق العقود الآجلة في أن التسليم والتسلم لا يتمان عند عقد الصفقة،وإنما بعد فترة تعين مسبقا تدعى بموعد التصفية liquidation ويعتمد الأطراف في إبرام العقد على توقعاتهم بشأن التغيرات في سعر الورقة المالية[3].

وقد اشترطت أنظمة البورصة دفع تأمين مالي يسمى بالتغطية la couverture تجنبا من الوقوع في الضرر نظرا لأن تاريخ تنفيذ الصفقة مؤجل، لمف نسبة هذه التغطية تبعا لاختلاف نوع العمليات المجرات حيث تتراوح عادة ما بين 25% و 85%، ويمكن أن تقدم في شكل نقود أو أوراق مالية أو سندات حكومية، ويجري تقدير هذه السندات حسب قيمتها الفعلية[4].

وتتولى لوائح البورصة تنظيم العقود الآجلة، وذلك بأن اشترطت أن تكون الأوراق المالية المعنية موجودة بكثرة، وأن يكون تداولها مألوفا، كما اشترطت وجود عدد معين من الأوراق التي تكون محلا لهذه العمليات حيث حدد الحد الأدنى لها والذي يختلف من بورصة لأخرى، والعنصر المتحكم في ضبط عددها هو سعرها، فكلما كان سعرها مرتفعا كلما كان الحد الأدنى المطلوب قليلا[5].

وتلجأ السلطات العامة في معظم الدول إلى تنظيم العقود الآجلة الذي يتجسد في تحديد مقدار البيع، ونوع الأوراق المالية، وميعاد الوفاء، وهذا التدخل هدفه حماية المستثمر نظرا للمخاطر التي يتعرض لها[6]، وغالبا ما

---

*- يسمى تأجيل موعد تسوية الصفقة إلى موعد لاحق ب (عملية الترحيل)، وهذه الأخيرة تعد مكملة للعمليات الباتة و العمليات الشرطية، وهي لا يتم عقدها إلا عند حلول أجل التسوية وذلك بتأجيل موعد تصفية الصفقة إلى وقت لاحق، فقد يضطر المتعامل في البورصة إلى ذلك إذا شعر أنه غير قادر على تنفيذ العملية أو أن تنفيذها يكبده خسائر فادحة بالنظر إلى تطور الأسعار خلافا لتقديراته فيعمد إلى ترحيل العملية، وفي الواقع لا يمثل هذا الترحيل صفقة جديدة، وإنما هو فترة جديدة من العملية السابقة كونه يرد على الأوراق المالية ذاتها.

[1]- محمد شكرى الجميل العدوى، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2012، ص66.

[2]- عبد الغفار حنفي، رميسة زكى قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، لا توجد طبعة، سنة2004، ص244.

[3]-Paul-Jacques Lehmann, Bourse Et Marchés Financiers, Dunod, Paris, Edition 2e,2005, p89.

[4]- شمعون شمعون، مرجع سابق، ص56.

[5]- شمعون شمعون، نفس المرجع ، ص56.

[6]- عبد الباسط كريم مولود، المرجع السابق، ص304.

تلجأ الشركات العملاقة المربوطة بتعاملات كبيرة لإبرام صفقات بعقود مؤجلة ذات دفع شهري يتم فيها التسليم والدفع نهاية الشهر، رغم أن غالب الأسهم و السندات يتم تداولها بعقود فورية[1].

الفرع الثاني : أنواع عقود التداول الآجلة

تنقسم المعاملات الآجلة في البورصة إلى أشكال متعددة، حيث أن مجال التفاوض وعنصر المضاربة فيها هو المتحكم في مميزات كل نوع، وعليه أدى ذلك إلى تقسيم عقود التداول المؤجلة من حيث مدى إلزاميتها للأطراف إلى عقود التداول الباتة(أولا)، ومن حيث تلك التي تفتح لهم المجال للتملص من التزاماتهم متى تعارضت مع خططهم الإستثمارية وهذا ما نجده في عقود التداول الشرطية (ثانيا).

أولا : عقود التداول الباتة القطعية

هي العقود التي يلتزم بموجبها كل من البائع والمشتري على تصفية العملية في تاريخ لاحق محدد على أساس السعر الساري في السوق عند التعاقد[2]، فيلتزم كل من الطرفين بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية، وسميت بالقطعية لأن أطراف العقد ليس لهم الخيار في إلغاء العقد أو فسخه.

و يجب أن تتضمن أوامر البورصة في هذا النوع من العمليات الآجلة نوع وصفة الورقة المالية موضوع العملية كبيان صفة الأسهم والسندات، إضافة إلى ضبط الحد الأدنى للأوراق محل الصفقة، ويتم تحديد السعر بناء على قانون العرض والطلب.

وما يلاحظ في البيع البات أن أحد أطراف العقد معرض للخسارة، فالمشتري يضارب على ارتفاع الأسعار مستقبلا فيصبح معرضا للخسارة في حالة تدنيها خلافا لتوقعاته، أما البائع وهو يضارب على انخفاضها فيكون هو الآخر معرضا للخسارة إن ارتفعت الأسعار إلا في حالة إذا كان السعر في تاريخ التصفية مساويا للسعر في تاريخ التعاقد وهذا الافتراض بعيد التحقق، لذلك يرى خبراء الاقتصاد أن المجازفة في السوق الآجلة أخطر منها في السوق العاجلة لأن المضارب يمكن أن يبرم صفقة بمبالغ ضخمة جدا[3].

ومنه فإن الغرض الأساسي من اللجوء للبيع البات هو الحصول على الربح المتمثل في الفارق بين سعر التعاقد وسعر التصفية، من خلال الاعتماد على التوقعات المستقبلية و يمكن أن يكون التنافس في السوق بدون حيازة للأصول المالية ويطلق على المستثمر المضارب ببيع الأوراق المالية دون حيازة فعلية "بالبائع الغير مغطي" بي استراتيجية يتبعها المستثمر عند تحليله لأسعار الأسهم على أنها مقومة أكثر من قيمتها و يتوقع انخفاض

[1] - Michel Germain, Philippe Delebecque , Traité De Droit Commercial, op, cit, p79.

[2]- مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،الطبعة الأولى، سنة 2009، ص 41.

[3]- شمعون شمعون، مرجع سابق، ص57.

سعرها، فيعمد لبيعها وعند تحقق انخفاض السعر يعيد شرائها بعقد فوري ويسلمها للمشتري في العقد المؤجل وتكون أرباحه هي فارق السعر، وهي تتشابه إلى حد ما مع استراتيجية "البيع على المكشوف[1]"التي يقترض فيها البائع أوراقا مالية لبيعها مع توقع انخفاض أسعارها مستقبلا، وتبقى الاستفادة من فروق الأسعار هي الهدف الذي يسعى أطراف العقد لتحقيقه.

وما يلاحظ في البيع البات أن العقد يمكن أن يشتمل ما يسمى بشرط خيار التنازل عن الأجل وهذا الشرط ممنوح للمشتري وحده ويصب في مصلحته عندما يتوقع أن الأسعار تتجه نزولا، فيلجأ للبائع لتسليمه الأوراق المالية قبل موعد التصفية لإيقاف هبوط الأسعار ثم يعيد بيعها قبل موعد التصفية عن طريق تكليف (و.ع.ب) ببيع هذه الأوراق ويتم تسجيل رصيد العملية في حساب الدائن إذا اقترنت بربح، أما البائع فيلجأ لشراء هذه الأوراق بعقد فوري وهو ما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها ومن ثمة ارتفاع أسعارها من جديد أو إيقاف حركة هبوط السعر على الأقل[2].

ثانيا : عقود التداول الشرطية les contrats des négociations à prime

هي عقود يلتزم بموجبها المتعاملون على تصفيتها بتاريخ معين، على أنه يحق لأحد الطرفين تضمين العقد بشرط قد يقع على عدم تنفيذ العملية أو قد يقع على تحديد كمية الأوراق المالية محل العقد بعد تقديم مبلغ معين من المال متفق عليه مسبقا كتعويض عن ذلك[3]، وهذين الشرطين هما الأكثر شيوعا في عقود التداول الشرطية لذلك سنقتصر على بيان طبيعتهما فيما يلي:

1- العقود الآجلة بشرط التعويض

هي العقود التي يكون فيها المتعاملون*، في سوق البورصة مخيرين بين تنفيذ الصفقة بالتسليم والدفع في تاريخ يوم التصفية، أو عدم تنفيذها نظير تقديم مبلغ مالي يتم تحديده مسبقا[4] يمثل تعويضا للطرف الآخر وهو غير قابل للرد، ويسمى اليوم الذي يسبق تاريخ التصفية بيوم جواب الشرط، فإذا اختار المشتري تنفيذ الصفقة قيل عنه أنه رفع التعويض، أما إذ اختار التنازل عن الصفقة فيقال أنه تنازل عن التعويض[5]، وتسمى في هذه الحالة بالعمليات الشرطية على الصعود[6].

---

[1] - Stéphane Ceaux - Dutheil, Bourse Et Analyse Technique, Economica, Ed, 2005, Edition2em, p193.

[2]- محمد شكرى الجميل العدوى، المرجع السابق، ص84.83.

[3]- مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، المرجع السابق، ص41.

*- لقد منح حق التخيير بين تنفيذ العملية أو دفع التعويض في فرنسا للمشتري فقط، أما في أنظمة بقية الدول فقد منح هذا الحق للمشتري و البائع على حد سواء.

[4]- محمد أحمد حلمي الطوبي، البورصات و سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2011، ص18.

[5]- محمد شكرى الجميل العدوى، نفس المرجع، ص138.

[6]- مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، نفس المرجع، ص41.

أما البائع حسب المنظور الفرنسي ملزم بالقرار النهائي للمشتري المتمثل في قبول تنفيذ الصفقة، أو حصول البائع على مبلغ التعويض مع احتفاظه بالسندات المالية في حال رفض التنفيذ ويجب أن تتضمن أوامر البورصة كل من السعر، مقدار التعويض، أجل التصفية[1].

وقد يتقرر أن يكون خيار تنفيذ الصفقة من عدمها للبائع في يوم جواب الشرط ونكون في هذه الحالة أمام العمليات الشرطية مع خيار البائع[2]، وفي حالة عدم التنفيذ، يلتزم بدفع التعويض المتفق عليه مسبقا في العقد لصالح المشتري ولا يلجأ البائع لذلك إلا عند ملاحظة ارتفاع الأسعار فيلجأ لإلغاء الصفقة لتكون خسارته محدودة بمبلغ التعويض، بينما تكون الأرباح غير محدودة إذا انخفضت الأسعار عن سعر البيع فيلجأ لتنفيذ الصفقة فيكون البائع دائما في مركز ممتاز مقارنة بالمشتري الذي تكون خسارته غير محدودة عند انخفاض الأسعار[3].

2. العقود الآجلة بشرط الزيادة: les contrats à terme (ou avec facuité)

الأصل أن كمية الأوراق المالية يتم تحديدها عند التعاقد، وبالتالي لا يجوز لأحد أطراف العقد المطالبة بتسلم أكثر من المقدار المتفق عليه، لذلك جاءت العقود الآجلة بشرط الزيادة لمنح المتعاملين هذا الخيار بأن خولت لأحد أطراف العقد في تاريخ التسوية حق زيادة عدد الأوراق المالية المتفق عليها بالسعر المتفق عليه.

وقد عرفت على أنها تلك العقود التي تخول أحد أطرافها بطلب مضاعفة كمية الأوراق المالية محل الصفقة سواء من قبل المشتري بطلب مضاعفة الكمية التي اشتراها، أو البائع بطلب مضاعفة الكمية التي باعها مقابل دفع تعويض متفق عليه مسبقا غير قابل للرد[4]، فنكون هنا أمام احتمالين :

أ – إذا كان الخيار لمصلحة المشتري فيحق له طلب تسلم ضعف الأوراق المتعاقد عليها وتكون باتة بالنسبة للأوراق المتعاقد عليها، واختيارية بين التسليم أو دفع تعويض بالنسبة للكمية الزائدة فتكون أسعار الأوراق مرتفعة عن السوق الباتة[5].

ب – إذا كان الخيار للبائع فيمكنه طلب تسليم ضعف الأوراق المباعة، فيعتبر باتا على الأوراق المتعاقد عليها واختياريا بين قبول التسلم على الكمية الزائدة وتكون أسعارها أدنى من أسعار السوق الباتة[6].

---

[1]– شمعون شمعون، مرجع سابق، ص58.

[2]– مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، المرجع السابق، ص42.

[3]– شمعون شمعون، نفس المرجع، ص59.

[4]– محمد شكرى الجميل العدوى، المرجع السابق، ص143.

[5]– مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، نفس المرجع، ص45.

[6]– محمد يوسف ياسين، المرجع السابق، ص113.

المبحث الثالث : إبرام الصفقات وفق عقود التداول ثلاثية الأطراف

أدى تطور المعاملات المالية في الأسواق الدولية إلى استحداث أنواع جديدة من العقود كانت المعاملات الآجلة* النواة الأولى لها، وما أضفت عليه من مرونة في السوق حيث أن أصل هذه العقود مشتق من المعاملات الآجلة ويتمتع فيها المستثمر في إطارها بفرص إبرام العقود بكل أريحية لما توفره من حماية وتغطية للمخاطر التي قد يتعرض لها خلال تداول الأوراق المالية.

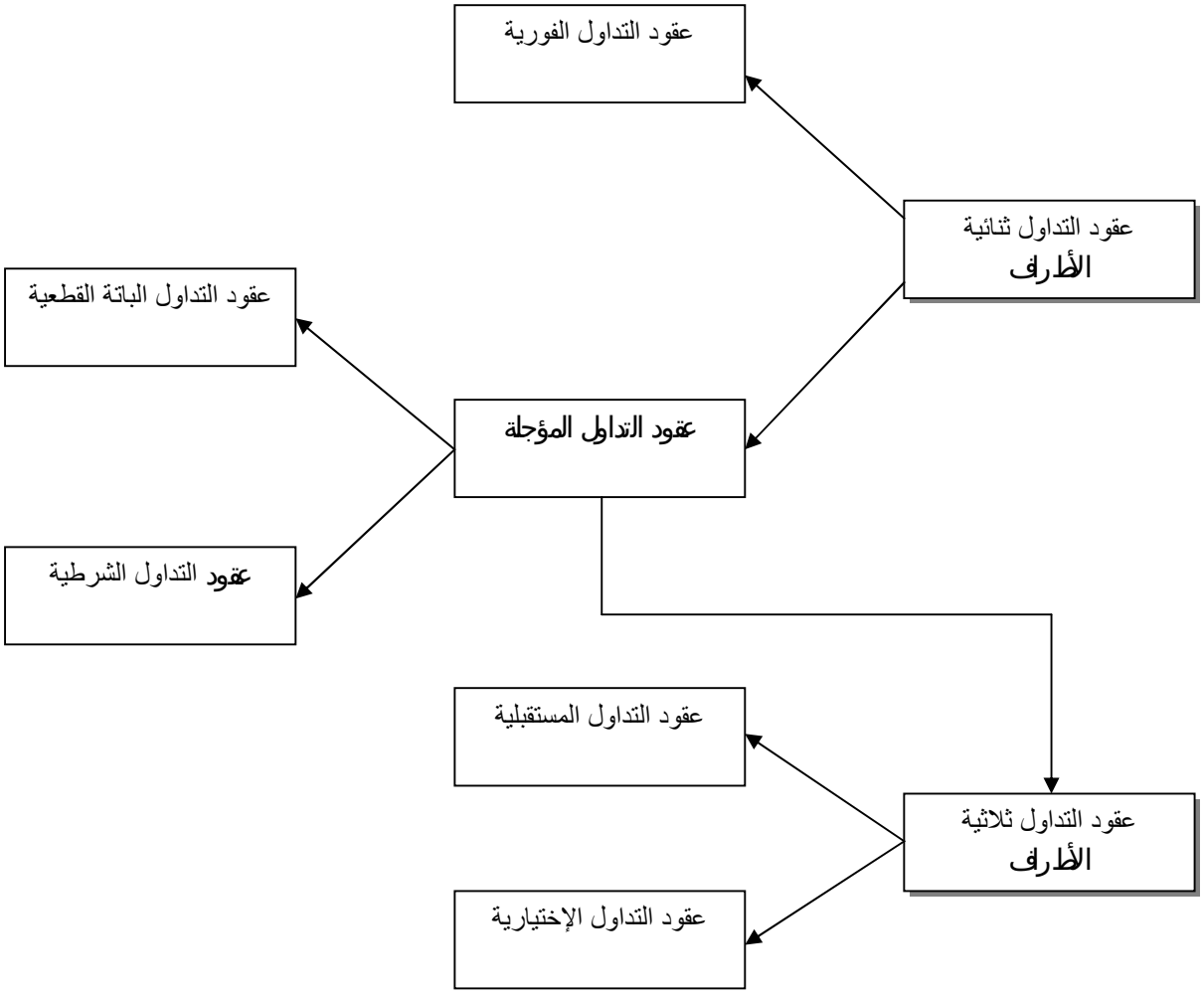
ويقصد بعقود التداول الثلاثية الأطراف تلك التي تنبني تكون فيها العلاقة العقدية بين البائع و المشتري إلى جانب طرف ثالث يعد عنصرا رئيسيا في العقد، وهذه العلاقات نجدها مجسدة في العقود المستحدثة و المتمثلة في العقود المستقبلية و عقود الإختيار، بحكم أهميتها فقد وجدت أسواق خاصة بها تدعى بأسواق المشتقات المالية وتتميز عن باقي الأسواق بوجود مراكز خاصة لتبادل المعلومات ومراكز تفاوض كما أن سيولة الصكوك المتداولة فيها كبيرة جدا[1].

فالمشتقات المالية les contrats dérivés هي عقود مستحدثة تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية التي تمثل موضوع العقد، وتتنوع هذه الأخيرة بين أسهم و سندات وغيرها فهي بهذا المفهوم تسمح للمستثمر بتحقيق أرباح أو خسائر ويتحكم في ذلك كله آداء الأصل المالي، وتأخذ المشتقات المالية صورا مختلفة فقد تمثل عقدا يمنح أحد أطرافه ممارسة حق وليس تنفيذ التزام وهو ما نجده في عقود التداول الإختيارية (المطلب الأول)،كما يمكن أن تكون أقرب إلى عقد مؤجل لكن ذات ميزة خاصة والممثل في عقود التداول المستقبلية (المطلب الثاني) وهما النوعين الأكثر استخداما لذلك ستكون دراستنا مرتكزة عليهما.

*- أول سوق منظم للعقود الآجلة يعود إلى عام 1865 حين تم تداول أول عقد (قمح) في مجلس شيكاجو للتجارة Chicago Board Trade في 13أكتوبر 1865 تم ميلاد أول سوق آجلة للبضائع Commodities.

[1] -Henri Bourachot, 100 Fiches Pour Comprendre La Bourse Et Les Marchés Financiers, Bréal,Rosny Cedex, 2e Edition, 2006,p127.

مخطط رقم (1) : يبين تركيبة عقود التداول في بورصة القيم المنقولة



المصدر : من إعداد الطالب

المطلب الأول : عقود التداول الإختيارية les contrats des négociations d' options

يعتبر التعامل بحقوق الخيار من التطورات الحديثة في أسواق الأوراق المالية*، يعتبر عقد الخيار حقا قبل أن يكون التزاما، فهو اتفاق عقدي يقوم بموجبه أحد الأطراف (محرر العقد، بائع الخيار) بمنح الطرف الآخر حق الشراء ويدعى بخيار الشراء، أو منح حق البيع ويدعى خيار البيع أو منحهما معا (حق الشراء أو حق

* – حيث بدأت في أمريكا عام 1973 و فرنسا في عام 1987، وهي بطبيعتها من صور العقود المؤجلة كما أنها صورة متطورة من العمليات الشرطية، والإختلاف الجوهري بينهما يتمثل في أن أحد أطراف العقد يملك (الخيار) وليس الإلتزام.

البيع)[1]،ونظرا لأن عقود الخيار تقدم نوعا من التأمين ضد مخاطر تقلب أسعار الفائدة فإن مشتري حق الخيار يجب عليه دفع مبلغ مالي لبائع الخيار بمثابة علاوة أو سعر الخيار كما يطلق عليه في بعض الأحيان[2].

ويرتبط تحديد سعر الخيار أو علاوة الخيار بعدة عوامل منها سعر التنفيذ وميعاد النفاذ وسعر الفائدة الخالي من المخاطرة وتوزيعات الأرباح المتوقعة إضافة إلى أسعار الأوراق المالية ودرجة تقلبها حيث أن هذه العوامل تؤثر في سعر العلاوة على اختلاف الخيار سواء بالشراء أو البيع[3].

ومن خلال التعريف السابق نستنتج أن عقد الخيار يعد من الأدوات المالية التي لا تقل أهمية من حيث استخدامها في البورصة، إلا أن الجدل لا زال قائما بين الفقهاء في تكييف العقد من المنظور القانوني (الفرع الأول) كما أن اللجوء لإبرام هذا العقد وآليات التعامل به يرجع أساسا إلى الخيارات المفتوحة للتنفيذ (الفرع الثاني).

الفرع الأول : التكييف القانوني لعقد الخيار

لقد تباينت الآراء الفقهية بشأن تكييف عقد الخيار، إذ أن هذا العقد لم يبرم أصلا إلا لوجود عقد آخر وهذا الأخير هو الباعث الدافع للتعاقد بين الطرفين اللذان تكون توقعاتهما متعاكسة، فالمشتري يتوقع عكس ما يتوقعه البائع وفي حال صدقت توقعاته يعمد إلى إبرام العقد الثاني، فيكون المشتري دائما في مركز قوة مقارنة بالبائع، وهذا الترابط بين المرحلتين يجعل عقد الخيار من العقود المركبة التي ثار جدل كبير بشأن تكييفه وإعطاء التصور الكامل له، وقد اختلفت آراء الفقهاء في تحديد أصل العقد بين اعتباره بيع عربون وبين اعتباره بيعا بخيار الشرط كما هنالك من اعتبره عقد تأمين وهنالك من كيفه على أنه شهادات خاصة تصدرها الشركات، إلا أن كل هذه المحاولات كانت محلا للنقد نظرا للفروقات التي تحول دون مطابقة هذا العقد مع تلك التكييفات[4].

و يمكن القول أن عقد الإختيار إنما هو عقد من نوع خاص لا ينضوي تحت أي عقد من العقود المسماة بيد أنه أقرب ما يكون إلى عقد الوعد بالبيع يكون فيه البائع محرر الخيار في نفس مركز الواعد، أما المشتري فيكون في مركز الموعود له، وما يميز هذا العقد أنه بمقابل، وهو المكافأة التي يدفعها مشتري الخيار نظير حصوله على حق الخيار، أما من حيث الطبيعة القانونية للعلاوة فإنها ليست مقابل التزام البائع بتنفيذ العقد، وإنما مقابل تحمل البائع للمخاطرة الناشئة عن إبرام هذا العقد[5].

---

[1] - rodolphe vialles, savoir investir en bourse avec internet, librairie vuibert, paris, 2em edition, 2005,p37.

[2]- أحمد أبو الفتوح على الناقه، نظرية النقود و الأسواق المالية، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2001، ص34.

[3]- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم و تقييم للأدوات) ، دار يازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية 2010، ص 351.

[4]- إسراء فهمي ناجي، ماهية عقد الخيار و موقف القانون العراقي منه، مجلة رسالة الحقوق، جامعة كربلاء، كلية القانون، السنة الخامسة، العدد الأول، 2013، ص ص 161وما يليها.

[5]- إسراء فهمي ناجي، نفس المرجع، ص، 170.

الفرع الثاني : دواعي تحريك حق الخيار

ويأخذ موعد استخدام حق الخيار شكلين، د يستخدم عند نهاية الأجل أي في تاريخ تسوية الصفقة وهذا ما أخذ به النظام الأوروبي، أو يمكن استخدامه بين تاريخ التعاقد وتاريخ التسوية وهذا ما أخذ به النظام الأمريكي[1].

وعلى عكس الخيار الأوروبي، يمكن أن يمارس الخيار الأمريكي في أي وقت قبل الموعد النهائي للتنفيذ، لذلك نجد هذا النوع من الخيارات ينطوي على تسوية قسط أكبر من الصفقات، وهو أداة فعالة للمستثمر لممارسة حقه في الوقت المناسب[2].

وعمليا يلجأ المالك إلى استخدام حقه في الشراء la cas d'une option d'achat (صاحب الحق هو الذي يشتري من بائع الخيار) إذا ارتفع سعر الأوراق المالية في السوق عن سعر التعاقد فيحقق بذلك مكاسب غير محددة، وتنحصر خسارته في العلاوة المدفوعة، أما بالنسبة لمانح حق الشراء (بائع الخيار) فتكون خسارته غير محدودة أما ربحه فينحصر في العلاوة المقدمة، ويترتب على محرر عقد الخيار تنفيذه بتسليم الأوراق المالية ولكن فرضا أن البائع كان خياره غير مغطى ففي هذه الحالة يعمد إلى شراء الأوراق المالية المطلوبة بموجب عقد فوري لتسليمها إلى صاحب حق خيار الشراء[3].

ويلجأ مالك الحق إلى استعمال خيار البيع la cas d'une option de vente (صاحب حق خيار البيع يمارس حقه في بيع الأوراق المالية إلى محرر الخيار) وذلك إذا ما انخفض سعر الأوراق المالية عن سعر التعاقد فيحقق مالك الخيار أرباحا غير محدودة عند الإنخفاض المستمر لسعر الأوراق، أما خسارته فهي مساوية لعلاوة المدفوعة[4]، فيعمد بذلك إلى شراء الأوراق المالية بموجب عقد فوري بسعر السوق ليبيعها إلى محرر الخيار بسعر التعاقد.

المطلب الثاني : عقود التداول المستقبلية les contrats des négociations ou future

يعتبر العقد المستقبلي الصورة الثانية من العقود التي تمثل المشتقات المالية و هو من أكثرها استخداما في البورصات المتقدمة، ومرد ذلك أن هذه العقود نمطية و منظمة و حرية المتعاقدين فيها مقيدة نوعا ما، وكل هذا يمثل خصوصية هذا العقد من حيث مفهومه (الفرع الأول)، وهي من حيث أصلها تعد عقدا مؤجلا لكن استحدث مع تطور عقلية المستثمر و المعاملات بصفة عامة(الفرع الثاني).

[1] - Henri Bourachot, 100 Fiches Pour ComprendreL la Bourse Et Les Marchés Financiers, Op ،cit,p 132.
[2] - J-c Augros,p. Navatte, Bourse Les Options Négociables, op,cit, p30.
[3]- أرشد فؤاد التميمي، المرجع السابق ص 353.
[4]- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص127.

الفرع الأول : مفهوم عقد التداول المستقبلي

للإحاطة بمفهوم هذا العقد يجب تحديد تعريف له (أولا) ثم استخلاص أركانه وتحديد التكييف القانوني المناسب له (ثانيا).

أولا : تعريف عقد التداول المستقبلي

العقد المستقبلي هو عقد معياري منظم بواسطة بورصة منظمة، وهو يمثل اتفاقا بين طرفين من أجل شراء أو بيع أصل ما في تاريخ لاحق وبسعر يحدد مسبقا[1].

ومنه نستنتج أن هذه العقود عبارة عن اتفاقات قانونية تتم داخل أسواق معتمدة يتم من خلالها تبادل عقود ذات قيمة مستحقة مستقبلا[2]، ويشترط في هذا النوع من العقود تقديم أطراف العقد لضمان مالي ل(و.ع.ب) الخاصة بالعميل حيث تودعه غرفة المقاصة قبل تنفيذ المعاملة[3]، وتقوم هذه العقود على الأركان التالية[4]:

1- السعر المستقبلي : هو السعر المتفق عليه في العقد لإتمام الصفقة مستقبلا.
2- تاريخ التسليم أو التسوية : هو التاريخ المتفق عليه لإتمام عملية التبادل.
3- محل العقد : هو الأصل المتفق على بيعه أو شرائه والذي قد يكون بضائع أو أوراق مالية أو عملات .
4- أطراف العقد : هما البائع والمشتري اللذان يلتزمان بتنفيذ الصفقة في التاريخ المحدد مستقبل إلى جانب غرفة التسوية و المقاصة.

ثانيا : التكييف القانوني للعقد المستقبلي

تندرج عقود التداول المستقبلية ضمن عقود المعاوضة التي يحدد فيها المقابل وفقا لطبيعة العقد، إلى جانب ذلك فهي عقود ملزمة لجانبين، يقع فيها إلتزام متبادل بالتسليم والتسلم بين أطراف العقد وهنالك من كيفها على أنها عقود بيع آجلة تنشأ إلتزامات وقت الإبرام، ويتأخر التنفيذ إلى وقت لاحق محدد في العقد[5].

الفرع الثاني : أصل عقد التداول المستقبلي

تتشابه العقود المستقبلية إلى حد كبير مع العقود المؤجلة إذ هي في الأصل تمثل صورة مستحدثة للعقود المؤجلة، وهذا ما ذهب إليه صندوق النقد الدولي في إحدى الدراسات التي أعدت بشأن العقود المستقبلية بقوله "

[1]- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم.إدارة المخاطر.المحاسبة)، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، لا توجد طبعة، 2001 ، ص111.
[2]- رائد محمود أبو طربوش، أسرار الفوركس(عملات.أسهم، عقود مستقبلية)، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص71.
[3]- جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص89.
[4]- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون طبعة، 2005، ص369.
[5]- حمليل نوارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في القانون، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، ص445.

إن العقود المستقبلية التي يجري عليها التعامل في سوق منظمة ما هي في الأساس إلا عقود مؤجلة"[1]، ويمكن بيان الإختلاف بين العقدين من حيث[2]:

أولا : نوع العقد

كون العقود المستقبلية هي اتفاقات نمطية معيارية يتم التعامل بها في البورصة التي تتولى تنظيمها وبالتالي حرية الأطراف تكون مقيدة، بعكس العقود الآجلة التي يمكن التفاوض فيها، ويتجلى هذا التنظيم من حيث تحديد ميعاد تسوية العقد وكذا نوع وجودة الأصل محل العقد إضافة إلى تواريخ انتهاء صلاحيته، بحيث يبقى للأطراف الإتفاق على السعر و الكمية.

ثانيا : ثبات السعر المحدد في العقد

في العقود المؤجلة يضل السعر ثابتا طيلة مدة العقد فلا توجد مراقبة يومية لتحركات الأسعار في السوق يتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد، أما في العقود المستقبلية فيتم مراقبة الأسعار وهذا يعني أن سعر العقد غير مستقر ويخضع للتعديل يوميا.

ثالثا : مزايا وعيوب العقدين

تتميز العقود المستقبلية بالمرونة والسيولة من حيث إمكانية تصفية مركز أحد الأطراف في حال رغبته في ذلك بتحويل مركزه من بائع مثلا إلى مشتري بإجراء صفقة عكسية، وهذا ما يفسر قلة مخاطر الإئتمان فيها مقارنة بالعقود الآجلة التي هي أقل سيولة و يمكن أن تلحق بأحد أطرافها خسائر فادحة خاصة في حالة عدم القدرة على الوفاء بإلتزاماته.

رابعا : ضمانات تنفيذ الإلتزامات العقدية

يتوقف تنفيذ العقد المؤجل على مدى ملاءة أطرافه وحسب نواياهم وكذا تقلبات الأسعار، أما العقد المستقبلي فإضافة إلى البائع و المشتري يوجد طرف ثالث في العلاقة العقدية وهي غرفة التسوية والمقاصة[3] التي تعد ضامنا لإلتزامات الطرفين حيث تمثل المشتري بالنسبة للبائع في حال اخلال المشتري بإلتزاماته، كما تمثل البائع بالنسبة للمشتري في حال اخلاله هو الآخر بإلتزاماته[4].

ومن خلال ما سبق يتضح أن العقود المستقبلية تحقق ثلاث وظائف رئيسية الأولى تتمثل في كونها أداة لتوفير المعلومات حول الأسعار في السوق الحاضرة، فأسعار العقود المستقبلية لأصل ما تعد مؤشرا لسعره في

[1]- نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها، تاريخها)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، لا توجد طبعة، 2012، ص198.

[2]- طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص111-112 وما بعدها.

[3]- بسام الحجار، نظام النقد العالمي و أسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، 2009، ص180.

[4]- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار المعتز للنشر و التوزيع، عمان، لا توجد طبعة، 2010، ص192.

السوق الحاضر في تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي، و الثانية تتمثل في إتاحة الفرصة للمضاربين لتحقيق الأرباح والوظيفة الثالثة والأهم هي أن العقود المستقبلية تساعد على تخفيض التغيرات السعرية وذلك بالنسبة لمن لديهم الأصول محل التعاقد أو من يرغبون في امتلاكها بفضل تقنية التسوية اليومية[1].

المطلب الثالث : موقف المشرع الجزائري من عقود التداول ثلاثية الأطراف

تعد البورصة الجزائرية من البورصات الحديثة النشأة فقد كانت بوادر ظهورها سنة 1988، وهي نتاج التحول الحاصل في المنظومة الإقتصادية العالمية آنذاك، فهي تعد أداة ضرورية من أدوات اقتصاد السوق وتحرير الخوصصة بعدما كانت الجزائر منتهجة لنظام الإقتصاد الموجه، وقد حاول المشرع الجزائري تنظيمها وتطويرها تماشيا مع خصوصية النهج الإقتصادي من خلال ترسانة من القوانين و الأنظمة خاصة المرسوم التشريعي10/93 والقانون 04/03، ورغم ذلك بقيت البورصة تعاني من حيث نشاطها و الدور المنوط بها، بسبب انعدام محفزات الإستثمار و التي نجد عقود التداول المستحدثة تمثل أحد أدواتها التي تغاضى عنها المشرع (الفرع الأول) و هو ما يجب تداركه لما لهذه العقود من دور في إنعاش البورصة الجزائرية (ا لفرع الثاني).

الفرع الأول : عدم إقرار المشرع لعقود التداول ثلاثية الأطراف

تتدخل (ل.ت.ع.ب.م) بقواعدها المهنية في سبيل تنظيم السوق عامة والعمليات الجارية فيه على وجه التحديد، فاللجنة لا يمكنها سن قواعد تنظيمية خارج الإطار الذي حدده لها المشرع والممثل في النصوص التشريعية التي بينت نطاق تدخلها وسن قواعدها تطبيقا لتلك النصوص، وبالتالي لا يمكنها أن تنظم عمليات تداول غير مشار لها في النصوص التشريعية، أو تم النص على حضرها، وهذا ما يفسر انعدام تنظيم العقود المستحدثة أو المشتقات المالية في البورصة الجزائرية من قبل المشرع الجزائري خاصة عقود الخيار والعقود المستقبلية[2].

فقد اعتبر المشرع الجزائري هذه العقود من العمليات المحظورة وهذا ما يفسر عدم تنظيم اللجنة لها خاصة وأن البورصة الجزائرية حاليا منقطعة ومنعزلة عن الأسواق العالمية وهو ما أدى إلى تدهورها وتدني مستواها، ويرجع ذلك لإستخدام آليات تقليدية في التداول لا تفي بالغرض، إضافة إلى تركز درجة التداول الجد مرتفعة بسبب ضعف جودة الأوراق المتداولة واحتكار القلة للأوراق ذات الجودة[3]، إضافة إلى عدم التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع، إذ يقتصر التعامل في البورصة الجزائرية على السندات دون الأسهم و هو ما يتناقض مع مبدأ الخوصصة، كل هذا يعد من أسباب ضعف التداول في بورصة الجزائر[4].

---

[1]- رسمية أحمد أبو موسى، نفس المرجع، ص185.

[2]- حمليل نوارة، المرجع السابق، ص407.

[3]- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، تخصص مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006، ص116.

[4]- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.2005، ص280.

الفرع الثاني : ضرورة رفع الحضر على العقود ثلاثية الأطراف

في الوقت الذي تغاضى فيه المشرع عن تنظيم عقود المشتقات المالية و أمام الوضع المزري لنشاط البورصة في الجزائر فقد أدى كل هذا إلى عزوف المستثمر عن دخول البورصة و وجود إقبال جد محتشم عليها لإنعدام السبل المغرية للإستثمار مما أدى بالمستثمر الجزائري للتوجه إلى الأسواق الموازية أو ما يعرف بإقتصاد الظل وتجنبهم البورصة، زد على ذلك نسبة الضرائب المرتفعة على أرباح الشركات المقدرة ب30% من الأرباح الإجمالية، وهذه النسبة تقلل من نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين وهو ما يؤثر على التداول بالسلب، لذلك يجب فتح الباب أمام المستثمر، وهو هدف لن يتحقق إلا بتمكين المستثمرين من التعامل بهذه العقود الحديثة في الوقت الذي تحتل فيه الجزائر المرتبة الأخيرة من حيث عدد الشركات المدرجة مقارنة مع الأسواق العربية[1].

وأمام غياب التأطير القانوني الجيد لعمليات التداول والتي تعد العقود المشتقة أحد تجلياتها فعلى المشرع إعادة النظر في هذه الأدوات المالية التي تمثل وسيلة تعامل مستحدثة في الأسواق المالية و أداة مثالية للمستثمر الراغب في دخول البورصة لإبرام عقود ذات ربح عالي ومخاطر أقل وهذا ما يميز عقود المشتقات المالية، وبفضلها يمكن فتح قنوات استثمارية جديدة في السوق المالية الجزائرية.

[1]- رشيد بوكساني و نسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قالمة للعلوم الإجتماعية والإنسانية، مجلة محكمة، مديرية النشر جامعة قالمة، العدد 05، 2010، ص.ص08-09.

خلاصة الفصل الأول

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن عمليات التداول في البورصة يتم تجسيدها من الناحية القانونية بموجب عقود تداول خاصة بين المتعاملين تتميز بالتداخل والتعقيد والتنوع، وتتجلى هذه الخصوصية في تدخل مختلف التشريعات في تنظيمها بقواعد قانونية خاصة إلى جانب القواعد العامة، وهو ما يعكس أهميتها، ويرعى تنفيذ هذه العقود (و.ع.ب) المخولين، ويتضح لنا أن إبرام هذه العقود إلى حين تسويتها من الناحية الإجرائية تخضع لمجموعة من الضوابط والأنظمة الخاصة التي تمثل في مجملها قواعد مهنية تحمكها البورصة وهذا ما سنبينه في الفصل الثاني.

الفصل الثاني

ضوابط تنفيذ عمليات التداول وفق قواعد السوق

تتجلى سياسة التعامل داخل بورصة القيم المنقولة في إبرام المتعاملين لعقود تصب دائما في مصلحتهم حيث تباع الأوراق المالية إلى (و.ع.ب) الذين يعرضون أعلى سعر للشراء، وتشترى الأوراق المالية من (و.ع.ب) الذي يقبلون أدنى سعر للبيع، لذلك فقد كرست مختلف التشريعات مبدأ حرية التداول داخل البورصة و اجراءات تسويتها كل ذلك في إطار المنافسة الحرة، إلا أن هذه الحرية غير مطلقة، إذ تتدخل (ش.ت.ب.ق) بقواعد مهنية لتنظيم وضبط اجراءات تنفيذ عمليات التداول، وتظهر بوادر هذا التنظيم في النظام 97-03 المؤرخ في18 نوفمبر سنة 1997 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الذي جاء بالضوابط المتعلقة بأصناف الأوامر التي يمثل كل منها صورة من صور التنفيذ، إضافة إلى ضبط اجراءات تنفيذ أمر التداول الصادر من العميل ل(و.ع.ب) من حيث شروط صحته سواء تلك التي تسبق مرحلة الإصدار أو التي تليه.

وقد ذهب المشرع إلى أبعد من ذلك عندما خول(ش.ت.ب.ق) ضبط إجراءات تنفيذ عملية التداول من حيث تنظيمها، و المتمثلة أساسا في تحديد مراحل سير حصص التداول وصولا إلى آليات تسعير القيم المنقولة من حيث النظام المتبع في سبيل تحديد أسعار القيم، وكذا الطرق التي تتوافق مع طبيعة كل نظام.

من جهة أخرى حاول المشرع إفراد قواعد خاصة تتعلق بإجراءات التسوية و نقل الملكية و إضفاء نوع من الإستقلالية بين مهمة تسيير حصص التداول و اجراءات تسويتها، وتوج ذلك بإصداره للنظام 03-01 المؤرخ في 30 نوفمبر 2003 المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي للسندات كجهاز مخصص لذات الغرض يعمل بالتنسيق مع (ش.ت.ب.ق)، وقد ساعدت هذه الهيئة على تسهيل عملية تسوية عمليات التداول و إضفاء نوع من السرعة و المرونة بفضل أنظمة تسوية السندات، وقد ازدادت قيمة بيوت التسوية و المقاصة خصوصا فيما يتعلق بدورها البارز في عمليات التداول المجسدة بالعقود المستقبلية و عقود الإختيار.

ومن خلال ما سبق بيانه نجد أن ضوابط تنفيذ عمليات التداول تتجسد أساسا في ضبط القواعد الإجرائية المتعلقة بأوامر التنفيذ (المبحث الأول) وكذا القواعد المتعلقة بآليات التسعير في بورصة القيم المنقولة (المبحث الثاني)، إلى جانب قواعد تسوية عقود التداول بتثبيت نقل ملكية الأوراق المالية التي يشرف عليها (م.م.ل.س) والتي تمثل الآثار القانونية المترتبة عن تنفيذ عقود التداول (المبحث الثالث) كل ذلك في إطار حماية النظام العام للسوق الثانوية.

المبحث الأول : القواعد الإجرائية لأوامر التداول

عرفت أوامر البورصة les ordres de bourse على أنها وكالة يعطيها الزبون المستثمر ل (و.ع.ب) ببيع أو بشراء قيمة معينة في البورصة، وهذا الأمر ضروري بالنسبة لهذا الأخير لمباشرة مهامه مراعيا شروط عمليات التداول، وبالتالي لا يكون الأمر صالحا إلا إذا أعطي (و.ع.ب) الذي يتمتع بسلطة قانونية لإجراء العملية[1]، إلا أنه يجوز توجيه الأمر إلى أحد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل في مقصورة التداول الذي ينقله بدوره إلى (و.ع.ب)[2]، وقد عرف المشرع الجزائري بدوره أوامر البورصة في المادة 89 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 97-03 على أن "أمر البورصة هي تعليمة يقدمها الزبون إلى (و.ع.ب)، و يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل"[3].

لقد اختلف الفقه حول الطبيعة القانونية لأوامر البورصة، حيث هنالك من اعتبر العلاقة بين الآمر و(و.ع.ب) عبارة عن عقد، واختلف الرأي الواحد في تكييف هذا العقد[4]، وقد ميزت (ل.ت.ع.ب.و)بين الأوامر الفردية الصادرة من الزبون إلى (و.ع.ب) دون إدارة محفظة الزبون، والأوامر التي يتلقاها بمناسبة إدارة محفظة الزبون*، فكيفت الأوامر في الحالة الأولى على أنها تعليمات يصدرها الزبون، وكيفت في الحالة الثانية على أنها عقد وكالة بموجبها ينوب (و.ع.ب) زبونه في إدارة المحفظة فتكون الأوامر جزءا من هذا العقد[5].

من خلال ما سبق يظهر دور (و.ع.ب) جليا في مثل هذه المرحلة الحاسمة من عمليات البورصة، حيث توكل لهم مهمة نقل الأوامر الصادرة من عملائهم لتنفيذها من خلال إتباعهم للقواعد المهنية التي حددتها (ش.ت.ب.ق) في هذا الشأن والمتمثلة في مراعاة الشكليات المتعلقة بطبيعة و نوع كل آمر (المطلب الأول)، إلى جانب ذلك فقد حددت (ش.ت.ب.ق) مجموعة من الضوابط التي تمثل قواعد مهنية متعلقة بتنفيذ أمر التداول (المطلب الثاني).

---

[1]- علي مقلد، المطول في القانون التجاري، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، لبنان، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، 2008، ص124.

[2]- محمود يوسف ياسين، المرجع السابق، ص99.

[3]- مبروك حسين، المدونة النقدية و المالية الجزائرية، دار هومة للنشر و التوزيع الجزائر، الطبعة الأولى، 2004، ص252.

[4]- حمليل نوارة، المرجع السابق، ص 382، 383.

*- لقد ميزت المادة 2 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-03 المؤرخ في 3 يوليو 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم ومراقباتهم، ج ر العدد 36 المؤرخ في 1997/6/1 بين (و.ع.ب) ذي النشاط الغير المحدود الذي يتولى إلى جانب تداول الأوراق المالية لحسابه الخاص و حساب زبائنه، إدارة محفظة القيم المنقولة، و(و.ع.ب) ذي النشاط المحدود الذي يقتصر على مجال التفاوض في القيم المنقولة لحساب زبائنه فقط.

[5]- المادة 89 من النظام رقم97- 03 المتعلق بلجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، الجريدة الرسمية العدد 87 ، الصادر في 29 ديسمبر 1997.

المطلب الأول : أصناف الأوامر في بورصات القيم المنقولة

تتعدد أوامر الزبائن من بورصة لأخرى وذلك بحسب نوع المعاملات الجارية فيها، وحسب تطورها[1]، وتأخذ صورا كثيرة ويرجع تصنيفها إلى عدة اعتبارات أهمها وأكثرها شيوعا عامل سعر التنفيذ الذي على أساسه يتحدد نوع الأمر (الفرع الأول) وعامل مدة صلاحية الأمر الذي يتعلق بالمدة الممنوحة ل(و.ع.ب) لتنفيذ الأمر (الفرع الثاني)كما قد تقسم بناء على معايير أخرى مرتبطة بخصوصية كل بورصة مثلما نجده في أوامر بورصة الجزائر للقيم (الفرع الثالث)، التي حددها نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة رقم 97-03.

الفرع الأول : الأوامر من حيث سعر التنفيذ

وهي الأوامر التي يكون فيها عامل السعر هو المعيار المحدد لنوع الأمر ونجد فيها[2]، أمر محدد السعر الذي يحدد فيه الزبون السعر الذي على أساسه ستنفذ الصفقة سواء بالبيع بتحديد السعر الأدنى للبيع أو الشراء بتحديد السعر الأقصى للشراء، إذ يلتزم (و.ع.ب) بتنفيذ الأمر بموجب السعر المحدد في الأمر[3]، وبالمقابل نجد"الأمر بسعر السوق" الذي لا يتضمن أي إشارة للسعر إذ يلتزم الوسيط بتنفيذه وعلى وجه السرعة ببيع أو شراء الورقة المالية على أساس أفضل سعر في السوق ويعمد الوسيط لتنفيذ الأمر بالأولوية على بقية الأوامر[4].

كما نجد أيضا أمر بسعر الإفتتاح الذي يطلب فيه الزبون من (و.ع.ب) تنفيذه بالبيع أو الشراء مباشرة بأول سعر يعرض في الجلسة أو تفتتح به الجلسة، وعلى نقيضه نجد"الأمر بسعر الإقفال"وفيه ينفذ الوسيط(و.ع.ب) أمر التداول بشراء الأوراق المالية أو بيعها بناءا على السعر المقارب لإقفال الجلسة[5].

وهنالك أنواع من الأوامر تكون مفتوحة بالنسبة (و.ع.ب) مثل"أمر إيقاف الخسارة" الذي لا ينفذ فيها الصفقة إلا إذا بلغت قيمة الأوراق المالية مستوى معينا سواء في حالة الشراء أم في حال البيع[6]، أما "أمر إيقاف محدد" فيحدد فيه العميل ل(و.ع.ب) التنفيذ بأحد السعرين سواء في الشراء أم في البيع وتستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف، فيقوم المستثمر بتحديد سعرين هما سعر إيقاف وسعر محدد[7].

---

[1] -Henri Bourachot, 100 Fiches Pour Comprendre la Bourse et Les Marchés Financiers, op, cit ,p 78,79.

[2]- جمال عبد العزيز العثمان، المرجع السابق، ص111.

[3]- عبد الغفار حنفي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، دون طبعة، 2005، ص462.

[4] - Patrick Desjardins, Apprentifinancier, Bien Débuter en Bourse, Premiére Edition,2010/2012, p108.

[5]- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2012، ص233.

[6]- بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص الإقتصاد الدولي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013/2012، ص11.

[7]- محمد الصالح الحناوي، كمال فريد مصطفى، جلال العبد، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون طبعة، 2003، ص25.

الفرع الثاني : الأوامر بحسب مدة التنفيذ

وهي الأوامر التي يعتمد في تقسيمها على معيار مدة التنفيذ فنجد" أمر محدد المدة "وهو أمر بالشراء أو البيع الذي يحدد فيه العميل تاريخ صلاحية الأمر، حيث يغتنم (و.ع.ب) الفرصة لتنفيذ الصفقة بأقل سعر في حال الشراء، وبأعلى سعر في حال البيع، خلال المدة المحددة في الأمر[1]، أما "الأمر الفوري" فهو الذي ويتم تنفيذه مباشرة بمجرد استلامه وبالسعر المحدد أو الأفضل الجاري حينئذ[2].

ونجد أيضا "الأمر الحر أو المطلق" وهو نادرا ما يطبق ويكون ل(و.ع.ب) حرية مطلقة في تنفيذه في الوقت والسعر الذي يراه مناسبا[3]، وإلى جانب ذلك نجد "أمر مفتوح" وفيه لا يحدد العميل أي تاريخ لصلاحية أو تنفيذ الأمر حيث يبقى ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يتقرر إلغاؤه، غير أن العميل قد يدرج السعر الذي على أساسه ستنفذ الصفقة، وبالتالي يقوم (و.ع.ب) بإغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر الورقة المالية في السوق للسعر المحدد في الأمر أو أقل منه في حال الشراء، أو أعلى منه في حال البيع ومن مزاياه أن المستثمر يكون على دراية بالسعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء[4].

وبالنسبة للعقود ذات الأجل فهناك "أمر خاص بالعقود الآجلة"ويتضمن هذا الأمر بيان الدفع الكامل حاضرا أو الدفع الجزئي حاضرا مع الاستكمال مستقبلا، وإلى جانب ذلك نجد"أمر خاص بشراء عقد مستقبلي" الذي يتضمن كل من موعد التسليم في المستقبل، والسعر الذي يتعين دفعه في تاريخ التسليم، ونوع وكمية الأوراق المتفق عليها[5].

الفرع الثالث : أصناف الأوامر في بورصة الجزائر للقيم المنقولة

لقد حدد نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم97-03 أنواع الأوامر التي يصدرها العملاء في بورصة الجزائر للقيم، وذلك عند تطرقه للشروط التي يمكن أن تتضمنها هذه الأوامر من حيث سعر تنفيذها (أولا)، أو من حيث مدة صلاحيتها (ثانيا)، أو من حيث شروط التنفيذ (ثاثا)، وكذا من حيث كيفية الدفع (رابعا)، وأخيرا من حيث مصدر الأمر (خامسا).

[1]- رسمية أحمد أبو موسى، المرجع السابق، ص41.

[2]- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، لا توجد الطبعة، 2007، ص142.

[3]- رسمية أحمد أبو موسى، نفس المرجع، ص43.

[4]- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة لا توجد، 2010، ص89.

[5]- محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إبتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، لا توجد طبعة، لا توجد سنة طبع، ص158، 157.

أولا : من حيث سعر التنفيذ

وتصنف الأوامر في بورصة الجزائر للقيم وفق هذا المعيار إلى ثلاث أشكال من الأوامر :

1- أمر بسعر السوق ordre au prix du marché : هو الأمر الذي لا يتضمن أية إشارة للسعر ويجري تنفيذه على وجه السرعة و بالسعر الأفضل في السوق في حالة كان التعامل بالتسعير الثابت، بينما يجري تنفيذه تبعا للأوامر الموجودة في السوق في حالة التسعير المستمر[1].

2- أمر بسعر محدد ordre à cours limité : وهو الأمر الذي يحدد فيه المستثمر السعر الأقصى الذي يقدر على دفعه في حال الشراء والسعر الأدنى الذي يقبله نظير التنازل عن الأوراق المالية في حال البيع[2].

3- أمر بأفضل سعر ordre au mieux : هو الأمر الذي لا يحدد فيه العميل السعر الأقصى للشراء ولا السعر الأدنى للبيع، ويتم تنفيذه بالأولوية وبأحسن الفرص المتاحة في السوق ومجال استخدام هذا الأمر يكون في نظام التسعير الثابت[3].

ثانيا : من حيث مدة صلاحية الأمر

وتختلف الأوامر في هذا المعيار بحسب المدة المحددة للتنفيذ ونجد فيها ما يلي :

1- الأمر الملغى ordre à revocation : هو أمر صالح إلى غاية آخر حصة التسعيرة للشهر الذي يرسل فيه الوسيط الأمر في عمليات البورصة[4]، ويكون الأمر صالحا طيلة الشهر إذا تلقاه الوسيط في بدايته، أما إذا تلقاه في منتصف الشهر فيكون الأمر صالحا خلال النصف الثاني للشهر نفسه وفي جميع الأحوال يتم إلغاء الأمر في حال عدم تنفيذه[5].

2- أمر لليوم ordre de jour : هو أمر صالح خلال اجتماع البورصة الموالي لإرساله إلى الوسيط في عمليات البورصة[*].

3- أمر للتنفيذ ordre à exécution : وهو أمر غير محدد الصلاحية، وقد حددت مدة تقديمه إلى السوق بثلاث أسابيع[6].

---

[1]- المادة 93 من النظام 97-03 السابق ذكره.

[2]- وليد صافي، أنس البكري، المرجع السابق، ص232.

[3] - Mansour, Mansouri, la Bourse des Valeurs Mobilières D'alger, op, cit, p64.

[4]- المادة 94 من النظام 97-03 السابق ذكره.

[5]- حمليل نوارة، المرجع السابق، ص387.

[*]- ويحتوي هذا النوع أيضا الأوامر التي لم يحدد فيها المستثمر مدة تنفيذها فتعتبر أمرا لليوم.

[6]- المادة 94 من النظام 97-03 السابق ذكره.

5- أمر لمدة محددة ordre à durée limitée: وهو الأمر الذي يتضمن أجلا محددا لا يتجاوز ثلاثين (30) يوما ويحلل كأمر صالح لغاية نهاية اجتماع البورصة المنصوص عليه[1].

ثالثا: من حيث الكمية

وتقسم الأوامر حسب هذا المعيار إلى :

1- أمر غير محدد الكمية : وهي الأوامر التي يوجهها المستثمر للوسيط لتنفيذها بدون تحديد كمية الأوراق المطلوبة سواء في البيع أو الشراء وتنفذ الأوامر في هذه الحالة على أقصى كمية من الأوراق المالية[2].

2- أمر "الكل أو لا شيئ" ordre tout ou rien: ويلتزم الوسيط بموجب هذا الأمر بتنفيذه على كامل الكمية المطلوبة سواء بالبيع أو بالشراء، وبمفهوم المخالفة إذا لم تتوفر الكمية المطلوبة والمحددة في الأمر لا يتم تنفيذه[3]، وعادة ما يستخدم هذا النوع من الأوامر في البورصات التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة في التداول من حيث الكم الهائل من العروض والطلبات*.

رابعا : من حيث كيفية الدفع

وتنقسم إلى :

1- أوامر مستحقة الدفع الفوري : وينفذ هذا النوع من الأوامر في عقود التداول الفورية.

2- أوامر مستحقة الدفع الشهري ordre àréglement mensuel: ويتم الوفاء بقيمة العملية في آخر حصة تداول مقررة في رزنامة الشهر الجاري الذي تتم فيه العملية وينفذ هذا النوع من الأوامر في عقود التداول المؤجلة.

خامسا : من حيث مصدر الأمر

وتقسم إلى :

1-أوامر الزبون : وهي الأوامر التي يوجهها الزبائن إلى (و.ع.ب) الذي يكون غالبا من الوسطاء ذوي النشاط المحدود، حيث تنحصر مهامهم في تنفيذ أوامر البورصة لحساب زبائنهم فقط، و وفق الشروط المحددة من طرفهم، وقد يقع وأن يتلقى(و.ع.ب) في هذه الحالة أوامر متعارضة من زبائنه أحدها أمر بالبيع و الآخر أمر بالشراء وبنفس الشروط و التعليمات، فيعمد مباشرة لتنفيذها وهو ما يعرف بالصفقات التطبيقية[4].

---

[1]- المادة 94 من نفس النظام.

[2]- المادة 95 من النظام 97-03 السابق ذكره.

[3]- المادة 95 من النظام 97-03 من نفس النظام.

* - هناك أنواع أخرى من أوامر الكل أو لا شيئ مثل أوامر الكل أو لا شيئ بأقصى كمية ، كل أو لا شيئ بأدنى كمية ، وما يميز هذين النوعين هو إفساح المجال للوسيط للتنفيذ وعدم تقيده بالكمية الثابتة.

[4]- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2008، ص133.

2- أوامر غير الزبون : وهي الأوامر التي يبادر بها (و.ع.ب) لتنفيذها لحسابه الشخصي في إطار تنظيم السوق أو ضمان السيولة لقيمة معينة من القيم المنقولة[1]، كما يمكن أن يكون ذلك في إطار العمليات مع النفس أو ما يعرف بالعمليات ذات المقابل opération de contrepartie التي يقصد بها قيام (و.ع.ب) بتنفيذ أمر التداول سواء بالشراء أو البيع كطرف مقابل لعميله فيتحول بذلك من وكيل إلى مالك للأوراق المالية التي كان مكلفا ببيعها، وقد ثار جدل كبير في فرنسا بشأن هذا النوع من العمليات فتم حضرها نظرا لتضارب المصالح والمساس بشفافية نشاط (و.ع.ب)، إلا أنه تم الإعتراف فيما بعد بموجب قانون 1988/1/22 نظرا لما توفره من سيولة في السوق[2]، وقد حذى المشرع الجزائري حذو المشرع الفرنسي بإعترافه بهذا النوع من عمليات التداول التي يجريها الوسيط لحسابه الخاص و ذلك بصريح المادة 122وما يليها من نظام (ل.ت.ع.ب.و) 97-03 السابق ذكره.

المطلب الثاني : تنفيذ أمر التداول

من خلال ما سبق يتضح أن نجاح تنفيذ الأوامر في البورصة يتوقف على عدة اعتبارات، تضمنتها القواعد والنصوص التنظيمية والممثلة في النظام 97-03، حيث تم تحديد جملة من الشروط منها ما يتعلق بالإجراءات التي تسبق عملية التنفيذ وتسبق مرحلة إصدار الأمر (الفرع الأول)، ومنها ما يعلق بالشروط اللاحقة لمرحلة إصدار الأمر (الفرع الثاني).

الفرع الأول : الشروط السابقة لمرحلة إصدار الأمر

لكي يعتبر الأمر البورصي صحيحا لا لبس فيه ألزم المشرع على مصدر الأمر أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية لإصدار الأمر (أولا)، وأن تكون هنالك اتفاقية مسبقة بينه و بين (و.ع.ب) متمثلة في فتح الحساب (ثانيا)، كما يجب أن يكون الأمر متوافقا مع الشكلية المطلوبة قانونا (ثالثا).

أولا : أهلية مصدر الأمر

يرتب تنفيذ الأمر على عاتق صاحبه التزامات مختلفة، لذلك كان من الضروري أن يصدر عن شخص متمتع بالأهلية القانونية لمباشرة البيع أو الشراء وأن يكون رضاه سليما وغير مشوب بأي عيب من العيوب التي قد تؤدي إلى الإبطال[3]، ولما كانت القوانين الخاصة ببورصة القيم المنقولة لم تفرض أهلية معينة أو خاصة على معطي الأمر، فإنه يقتضي عند تحديدها الرجوع إلى القواعد العامة، والأهلية نوعان أهلية الوجوب التي تعني صلاحية الشخص لإكتساب الحقوق وتحمل الإلتزامات، والثانية أهلية الآداء وهي قدرة الشخص على التعبير بنفسه عن

[1] - المادة 22 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 96-03 المؤرخ في 03 يوليو سنة 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم و مراقبتهم، الجريدة الرسمية عدد 36 المؤرخة في 01،06، 1997.

[2]- رشا محمد تيسير الحطاب، عقد التداول في البورصة (دراسة قانونية مقارنة)، دراسات علوم الشريعة و القانون، جامعة اليرموك، الأردن، المجلد 36، العدد1، 2009، ص125.

[3] - Michel Germain, Philippe Delebecque, *Traité De Droit Commercial*, *op, cit*, p83.

إرادته تعبيرا منتجا لآثاره القانونية في حقه وذمته، وعليه فإنه لا يكفي أن يتمتع مصدر الأمر بأهلية الوجوب حتى يمكن الأخذ بتنفيذه بل لا بد من تمتعه بأهلية الآداء[1].

ثانيا : فتح حساب خاص بين العميل والوسيط

يتولى(و.ع.ب) مهمة نقل الأوامر إلى مقصورة التداول les compartiments de négociation في بورصة القيم المنقولة لتنفيذها بعد تلقيها من الزبائن، ولكن يسبق ذلك قيام الزبون بإبرام اتفاقية فتح الحساب مع الوسيط ماسك الحسابات[2]وتوفير دفتر خاص بالزبون والذي على أساسه يتم تلقي أوامر الشراء والبيع[3]، وفي جميع الأحوال يلتزم (و.ع.ب) بالتأكد من أهلية عميله و كذا ملكيته للأوراق المالية محل الصفقة[4].

ثالثا : الشكلية المطلوبة

يصدر الزبون أمره بالبيع أو الشراء إلى (و.ع.ب)، وحتى تسوفي الأوامر لشكلها القانوني المقبول فقد فرضت (ش.أ.ب.ق.) أن يكون الأمر محررا وفق نموذج مشتمل على البيانات المتعلقة بنوع الأمر و سعر التنفيذ و تاريخ الصلاحية و الكمية محل الصفقة[5] وذلك وفق ما يلي :

1/بيان اتجاه العملية (شراء أو بيع)

2/تعيين القيمة محل التداول أو خصائصها

3/عدد السندات المزمع تداولها

4/إشارة أو حد السعر

5/مدة صلاحية الأمر

6/ مرجع صاحب الأوامر

7/كل بيان لازم لحسن تنفيذ الأمر[6]

---

[1]– محمود يوسف ياسين، المرجع السابق، ص99.

[2]– المادة 9 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم03–02 مؤرخ في18 مارس سنة 2003 المتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات، ج ر العدد 73 المؤرخ في 2003/11/30.

[3]– هدال غنية، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص الحقوق، جامعة الجزائر، 2002/2001، ص51.

[4] - Mansour, Mansouri, la Bourse des Valeurs Mobilières D'alger, Editions Distribution Houma, Alger, 2002, p60.

[5] -Jacques Hamon ,Bourse Et Gestion De Portefeuille, Ed, Economica , Paris , Edition 2e, 2005,p 26.

[6] -Guide Investir On Bourse, Commision D'organisation et De Surveillance Des Opérations De Bourse,2015,pour voir le site www.cosob.org, p09.

الفرع الثاني : الشروط اللاحقة لمرحلة إصدار الأمر

تختلف أساليب تلقي الأوامر من الزبائن إلى (و.ع.ب) حسب ظروف التداول من حيث مسار الأسعار وتأثيرها على قرارات الزبون، وفي جميع الأحوال يستلزم إثبات هذا الأمر سواء من طرف العميل بإصداره أو من (و.ع.ب) بتلقيه والتي تمثل كيفيات تلقي الأمر (أولا)، لتأتي بعد ذلك مرحلة إثبات تنفيذ الأمر (ثانيا)، الذي يترتب عليه التزام الزبون بدفع تكلفة تنفيذ الأوامر إلى (و.ع.ب) (ثالثا).

أولا : كيفيات تلقي الأمر من الزبون

يتلقى (و.ع.ب) أوامر زبائنه بأي وسيلة كانت فيمكن تلقيها كتابة،كما يمكن أن تكون شفاهة أو عبر الهاتف في حالة الإستعجال أو بموجب رسالة إلكترونية أو بالفاكس في بعض البورصات، ويتعين على العميل في هذه الحالة تأكيد الأمر الصادر منه بإرسال أمر كتابي، وبالنسبة (و.ع.ب) الذي يتولى تنفيذ الأوامر في إطار وكالة التسيير أو النشاط بمقابل فيجب أن تكون محل وثيقة مكتوبة مرسلة من الشخص المكلف بتسيير محفظة الأوراق المالية للزبائن، أو الشخص المكلف بالعمليات ذات المقابل إلى الشخص المكلف بالمفاوضات[1].

ويلتزم (و.ع.ب) بتسجيل الأوامر المرسلة إليه من الزبون بالتاريخ والساعة التي استلمها منه، حيث تظهر أهمية هذا التسجيل عند الرجوع لأولوية التنفيذ في جلسة التداول، وفي حالة قيام الزبون بأي تعديل طارئ على أمر التداول، فإن ذلك يؤدي إلى تراجع أولويتها في التنفيذ[2].

وقد ثار خلاف فقهي حول مدى التزام (و.ع.ب) في تنفيذ أوامر عملائه بين وجود سلطة تخوله قبول التنفيذ من عدمه و كذا من حيث مركز العميل الذي أصدر الأمر إن كان جديدا أو من العملاء المعتادين، سواء كان هذا الرفض مصدره إخلال العميل بإلتزامه كعدم تسليم ثمن الأوراق المالية المشتراة، أو كان ذلك مرده أن العملية تنطوي على جانب كبير من المخاطرة تؤدي إلي خسارة العميل، وكأصل عام على(و.ع.ب) الإلتزام بتنفيذ أوامر عميله وفقا لما هو صادر منه، أما إذا كان هذا التنفيذ يعود بالضرر الجسيم على العميل فعلى(و.ع.ب) إخطاره بذلك بتوعيته وإثبات ذلك في محظر، بعد ذلك يتم تنفيذ الأمر بعد هذا الإخطار[3].

وفي جميع الأحوال على (و.ع.ب) إثبات نقل الأمر إلى البورصة بموجب بيان كتابي يثبت ذلك خاصة في الأحوال التي يتلقاها من عميله شفاهة، ثم تحويلها بعد ذلك إلى منفذي العمليات ليتمكن المتداول من تسجيلها قبل بداية حصة التداول في سجل الأوامر[4].

---

[1]- المواد 96، 97 من النظام 97-03 السابق ذكره.

[2]- المواد 98،99 من نفس النظام.

[3] -عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2009، ص 754، 755.

[4]- حمليل نوارة، المرجع السابق، ص384.

عند رجوعنا لبورصة القيم المنقولة بالجزائر بشأن تلقي الأوامر فقد بينت أحد الدراسات أن وسائل الإتصال المستعملة من قبل مؤسسات الوساطة المكلفة بجمع أوامر الشراء والبيع بسيطة وتقليدية لدرجة أن بعضها يأخذ الأوامر إلى (و.ع.ب) في الجزائر العاصمة يدويا مرة كل أسبوع أو أسبوعين، وهذه قمة البطئ في التداول[1].

ثانيا : إثبات تنفيذ الأمر

في اليوم الذي ينفذ فيه الأمر يقوم (و.ع.ب) بتوجيه إعلام خطي يؤكد التنفيذ ويستطيع العميل طلب جدول مستخرج من السجل موقع من طرف شركة الوساطة الذي يعد سند إثبات، ويعتبر العميل قد قبل بتنفيذ الأمر في حال وصول الإعلام الخطي إليه[2]، ث يتيح له التثبت من طبيعة العمليات المجراة بإسمه ولم يثبت اعتراضه عليها، وفي حال العكس يوجه مطلبه للبورصة مما يمكنه من إلغاء العملية محل الخلاف، كما يمكنه تقديم إثبات بعدم صلاحية (و.ع.ب) في الآجال المقررة[3].

وفي حالة تخلف العميل عن التنفيذ كأصل عام و بغض النظر عن نوع العقد المالي المبرم، سواء كان هذا التخلف من جانب العميل المشتري أو من البائع، فقد سمح العرف التجاري بحلول (و.ع.ب) الذي يخلف عميله عن التنفيذ كضامن، حيث يقوم هذا الأخير بشراء الأسناد على حساب زبونه البائع المتخلف عن التسليم، أما في حالة التخلف عن التسديد يقوم بإعادة بيع الأسناد المشتراة[4].

ثالثا : تكلفة تنفيذ الأوامر

يترتب على تنفيذ أوامر البيع و الشراء و إنجاز المعاملات في بورصة القيم مجموعة من التكاليف تقع على عاتق المستثمر تتمثل أساسا في[5] :

1. عمولة (و.ع.ب) والتي قد تكون محددة أو تحدد من خلال التفاوض.
2. هامش الربح الذي يحققه صانع السوق.
3. الخصم الممنوح من المشتري للبائع.
4. الضرائب والرسوم.
5. تكلفة الحصول على المعلومات.
6. تكاليف أخرى مثل الفوائد على الأموال المقترضة والفوائد على عمليات الشراء الغير نقدي والضريبة على الدخل الشخصي الناجمة عن الأرباح الرأسمالية.
7. تكلفة الفرصة البديلة في حالة توجيه الاستثمار إلى مجالات أخرى.

---

[1]– محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 2001/1999، مجلة العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 03، 2004، ص 93.

[2] - Lamia Yous, Lindustrialisation Du Métier de Conservation de Titres : Enjeux et Stratégies, (Cas Pratique : Gestitres s.a.Sous-Traitant), Mémoire Soutenu en Vue de L'obtention du Dess « Banques & Finances »,Faculte de Droit ,Universite Rene Descartes (Paris v),Année Universitaire 2003-2004 .p24

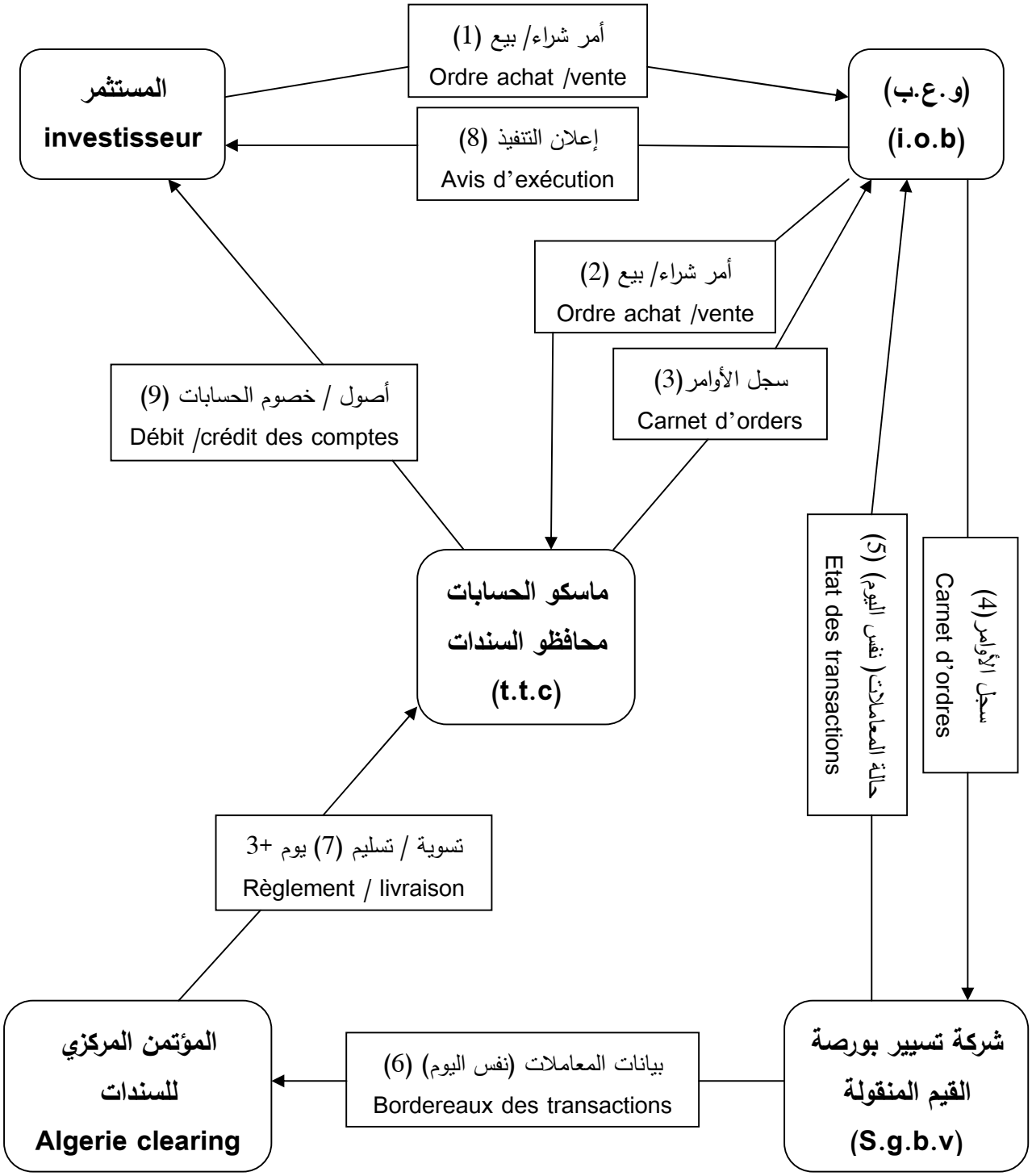
[3] - Michel Germain, Philippe Delebecque, Traité De Droit Commercial, op.cit, p89.

[4]– علي مقلد، المرجع السابق، ص134.

[5]– دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية و النقدية، دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2012، ص142.

8. مصاريف التنازل ونقل ملكية الأوراق المالية التي تكون عادة في الصفقات الكبيرة ممثلة في العمولات والضرائب على أطراف التعامل.[1]

المخطط رقم (2): سير مرحلتي التداول و التسوية في بورصة الجزائر[2]



المصدر : من إعداد الطالب استنادا إلى موقع: **www.gosob.org**

[1]- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، 2006، ص68.

[2]- بحث مخططات عمليات التداول في بورصة الجزائر للقيم المنقولة، نقلا عن موقع : **www.gosob.org**، بتاريخ 2015/04/14، الساعة، 14:32.

المبحث الثاني : آليات تسعير القيم المنقولة la cotation en bourse (v,m)

تسند مهمة تنظيم حصص التداول في البورصة إلى (ش.ت.ب.ق) حيث تسهر هذه الأخيرة على حسن سير نشاط التداول فيها، يتجلى هذا التنظيم بالدرجة الأولى في ضبط أسعار الأوراق المالية محل التداول عن طريق إتباع أنظمة متخصصة و طرق محددة لذات الغرض، إذ تنتهج كل بورصة نظام تداول خاص بها لتحديد الأسعار من خلال أنظمة التسعير (المطلب الأول)، وقد أدى هذا التباين في الأنظمة إلى اختلاف طرق التسعير ذاتها (المطلب الثاني) والهدف من تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة هو تعظيم التبادلات ومنه احتواء أكبر قدر ممكن من الأوراق المالية من خلال هذا التحديد[1].

المطلب الأول : الأنظمة المعتمدة في التسعير

يعرف سعر البورصة على أنه القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات التداول، وترتبط العمليات التي تجري على إحدى هذه الأوراق أشد الإرتباط بحيث يقوم مجموعها بتحديد السعر وفقا لقانون العرض و الطلب[2]، وقد عرف المشرع الجزائري أسعار البورصة في المادة 82 من النظام 97-03 السابق بيانه حيث نصت على ما يلي :

"إن تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء والبيع المقدمة من طرف (و.ع.ب) على السند المستعمل للتسعيرة و ذلك أثناء اجتماع التسعيرة تحت رقابة (ش.ت.ب.ق)".

ترعى أنظمة البورصة في سبيل إتمام عمليات التداول تنفيذ الأوامر سواء المتضمنة البيع أو الشراء من خلال تأسيس الأسعار التي ستنفذ على أثرها هذه الأوامر، إذ أن تحديد سعر الورقة المالية غير مرهون بإرادة العملاء، وإنما يتوقف تحديده على مدى سيولة العروض والطلبات، وعليه فقد تسعر الورقة المالية انطلاقا من الأوامر المجمعة وهو ما يعرف بنظام التسعير المسير بالأوامر (الفرع الأول)، كما قد تحدد تسعيرتها وفقا لمسار عرض الأسعار من خلال نظام التسعير المسير بالأسعار (الفرع الثاني).

الفرع الأول : نظام التسعير مسير بالأوامر la cotation dirigé par les ordres

وهو من أكثر الأنظمة انتشارا في البورصات الأوربية مثل فرنسا، وتحدد الأسعار وفقه بناءا على أوامر البورصة والذي يقود إلى إنشاء سعر موحد وعادل للجميع إذ يمثل هذا النظام تجسيدا للنموذج اللاتيني الذي يسير ويوجه بناءا على أوامر البورصة[3]، ومبدأ العمل في ظل هذا النظام يبدأ أولا بتجميع الأوامر من طرف (ش.ت.ب.ق) ثم القيام بمواجهتها بعضها ببعض من أجل الوصول إلى سعر يمثل نقطة توازن تنفذ على إثره بقية

[1]- بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية، مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري ، قسنطينة، 2012/2011، ص117.

[2]- محمود يوسف ياسين، المرجع السابق، ص104.

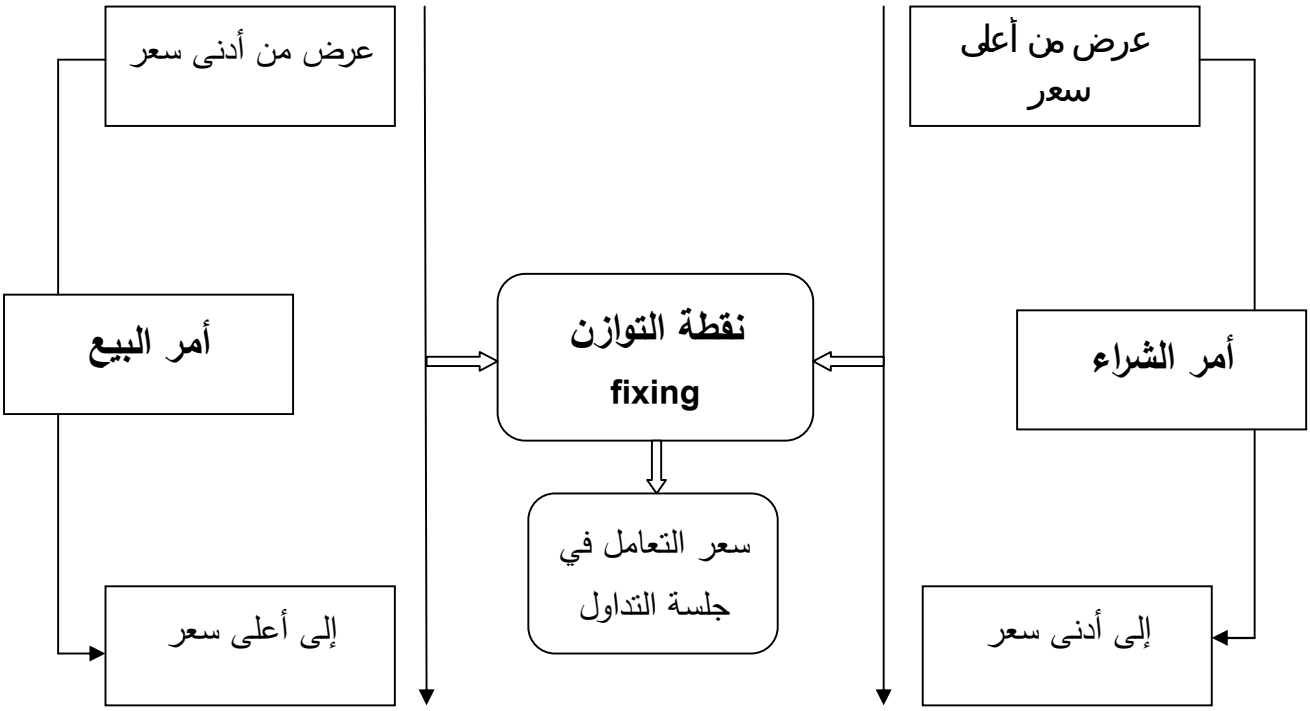
[3] - anne- dominique MERVILLE, droit des marchés financiers, gualino éditeur, paris, aucun edition, 2006, p125.

الأوامر، وما يميز هذا النظام هو وحدة السعر لجميع العمليات كما يحقق نوع من الشفافية مما يسهل اكتشاف المخالفات، إضافة إلى المساواة بين المتعاملين[1]، ومن بين طرق التسعير الذي يحتويها هذا النظام نجد :

أولا : تقنية التسعير الثابت la cotation au fixing

يتم اللجوء لتقنية التسعير الثابت في حالة وجود نقص في سيولة الأوراق المالية، فيتم التداول من مرة إلى مرتين في اليوم الواحد[2]عن طريق تجميع الأوامر تجميعا تراكميا سواء تلك المتعلقة بالبيع أو الشراء والتي يشترط أن تكون مقيدة في دفتر الأوامر خلال الجلسة، فيتم إدخال الأوامر خلال مرحلة ما قبل الإفتتاح، وتظهر على سجل أوامر الشركة دون إجراء أي تداول عليها، تظهر أوامر البيع المتراكمة من أدنى سعر إلى أعلى سعر، وبالنسبة لأوامر الشراء من أعلى سعر إلى أدنى سعر[3]، يتولى نظام التداول الإلكتروني احتساب سعر التوازن بعد كل عملية إدخال، وعلى إثر ذلك تنفذ أوامر البيع والشراء المدخلة خلال مرحلة الافتتاح ويطبق عليها آخر سعر يمثل نقطة توازن[4].

المخطط رقم (3) : يبين تقنية التسعير الثابت .



المصدر : من إعداد الطالب

[1] - Daniel Goyeau, Amine Tarazi, la Bourse,Edition la Découverte,Paris,Nouvelle Edition,2006 ,p21.
[2] - Paul-Jacques Lehmann, Bourse et Marchés Financiers,op,cit ,p 43.
[3]- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية، لا توجد طبعة، 2005، ص286.
[4]- زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص147.

ثانيا : تقنية التسعير المستمر la cotation continue

يتم اللجوء للتسعير المستمر في حالة وجود تركز كبير في المعاملات قد تصل ل20 معاملة خلال 30 ثانية[1]، وتقوم هذه الطريقة على إجراء مواجهات بين الأوامر بطريقة مستمرة بحيث تسجل الأوامر في المقصورة كلما رغب (و.ع.ب) في ذلك، ويتم تسعير القيم كلما تلاقت الأوامر وكانت متطابقة ومتناسبة بنفس السعر تستمر هذه العملية طيلة حصة التسعيرة، وتنتهي الحصة بأسعار مختلفة ومتعددة مصدرها الصفقات المنعقدة عند كل مواجهة[2]، أما بالنسبة للأوامر التي لم تتم فترحل إلى جلسة اليوم الموالي ما لم تنتهي مدة صلاحيتها، ويتم إدراجها في دفتر أوامر الإفتتاح لليوم الموالي[3].

الفرع الثاني : نظام تسعير مسير بالأسعار la cotation dirigé par les prix

ويعتمد هذا النظام بشكل أساسي على صناع السوق وهو بدوره يمثل تجسيدا للنموذج الأنجلو أمريكي المنتشر في شمال أمريكا وانجلترا إذ يتم تسييره وفق الأسعار المعروضة من طرفهم[4]، حيث تبدأ حصة التسعيرة بإقتراح (و.ع.ب) لأسعارهم، دون الإفصاح عن نية البيع أو الشراء، ودون أن يعلم أحد بمضمون الأوامر التي تلقاها من الزبون، يسعى المتداول دائما إلى استغلال الفجوات بالحصول على أكبر سعر ممكن لضمان هامش سعر أوسع، لأن عمولته تتحدد بهامش السعر الذي يمثل الفرق بين سعر التنفيذ وسعر الأمر، فكلما كان السعر الذي تنفذ به العملية أكبر كلما كان فارق السعر أكبر، وبالتالي تزداد عمولته[5].

وما يميز هذا النظام عن سابقه هو عدم تحقيقه للمساواة بين الوسطاء لأن تحديد الأسعار لا يكون من طرف إدارة السوق بل من طرف (و.ع.ب)، فدوره في هذا النظام دور إيجابي وفعال يؤثر على السوق بشدة، إذ يتوقف على نشاطه هذا تحديد الأسعار، وبالتالي حجم التعاملات في البورصة، مما يجعل السوق حرة وتنافسية[6] ونجد هذا النظام منتشرا في بورصة نازداك الأمريكية*.

---

[1] -Paul-Jacques Lehmann, Bourse et Marchés Financiers, op, cit, p 43.

[2]- حمليل نوارة، المرجع السابق، ص390.

[3]- سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الإستثمارات، دراسة مقارنة (الجزائر، المغرب، تونس) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2004.2003، ص64.

[4] - Anne- Dominique MERVILLE, Droit Des Marchés Financiers, op, cit, p126.

[5] - Daniel Goyeau, Amine Tarazi, la bourse, op,cit,p21.22.

[6]- حمليل نوارة، نفس المرجع، ص391.

*- نظام نازداك NASDAQ : هو نظام التداول خارج البورصة الذي يسمح بالتعامل على مدى 24ساعة مع البورصات العالمية و يضم حوالي3000 وكيل و 300 وسيط بالعمولة و يطلق عليه :

The National Association of Securities Dealers Automated Quotations System

المطلب الثاني : طرق تسعير القيم المنقولة

يعد عامل السرعة في تنفيذ أمر التداول عنصر جد مهم في ظل سوق يعرف تقلبات مفاجئة في الأسعار لذلك تباينت طرق تسعير الأوراق المالية من بورصة إلى أخرى، والعامل المتحكم في هذا الإختلاف يتمثل في مدى سيولة العروض والطلبات les offres et les demands وكذا حجم الأوراق المالية المتداولة داخلها وهذه الطرق في التسعير تختلف حسب تطورها التاريخي، إذ ظهرت الطرق التقليدية في بادئ الأمر (الفرع الأول)، ومع تطور تكنولوجيا المعلومات أدى إلى ظهور ما يسمى بالتداول الإلكتروني الذي يعد من أهم طرق التسعير الحديثة (الفرع الثاني).

الفرع الأول : طرق التسعير التقليدية

هذه الطرق قد وجدت مع تنظيم البورصات لأول مرة واستحدثت تدريجيا مع تطور المعاملات، وتتمثل في طريقة التسعير بالمنادة (أولا)، و طريقة التسعير بالمعارضة (ثانيا)، ثم جاءت طريقة التسعير بالتوازن (ثالثا)، وأخير التسعير بالصندوق (رابعا) :

أولا : التسعير بالمناداة :

هو من أقدم طرق التسعير، يتم باجتماع المتداولين في مقصورة التداول ومناداتهم بصوت مرتفع على عروض الشراء والبيع ويلجأ كل منهم إلى استعمال إشارات معينة متعارف عليها باليد نتيجة للصوت المرتفع في القاعة وذلك للتعبير عن الرغبة في البيع أو الشراء[1].

ثانيا : التسعير بالمعارضة :

ويتم ذلك بتدوين أوامر البيع والشراء لكل ورقة مالية في سجل خاص بها، وبموجب هذه التسجيلات يتم معرفة مقدار طلبات البيع و الشراء وكذا حدود الأسعار المعروضة، حيث يعمد المسعر إلى تعبئة السجل حسب البطاقات التي يتلقاها من المتداولين[2]، ويتميز هذا الأسلوب بقبوله لأعداد كبيرة من الطلبات، إضافة إلى تحديده للأسعار من خلال تحليل العلاقة بين نسبة العرض والطلب[3].

ثالثا : نقطة التوازن le fixing

ويتم اللجوء لهذه الطريقة في حالة عدم توافق العروض مع الطلبات أو بعبارة أخرى في حالة عدم القدرة على تلبية الطلبات لنقص العروض أو العكس، فيتم تحديد الأسعار بتلاقي العرض مع الطلب فيطبق سعر واحد

[1]- وليد صافي، أنس البكري، المرجع السابق، ص234.
[2]- محمود يوسف ياسين، المرجع السابق، ص107.
[3]- عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص399.

على جميع الأوامر[1]، وهي تتشابه إلى حد ما مع طريقة التسعير بالمعارضة ولكن وجه الإختلاف بينهما هو أن نقطة التوازن تتحدد في حال قصور العرض عن مجاراة الطلب أو العكس[2].

رابعا : التسعير بالصندوق :

ويتم من خلال إيداع (و.ع.ب) للعروض والطلبات المتعلقة بالبيع والشراء في صناديق خاصة، ويتم اللجوء لهذه الطريقة عند كثرة وتعدد العروض والطلبات وتتولى (ل.ت.ع.ب.و) تحديد الأسعار بناء على العروض المودعة لديها.[3]

الفرع الثاني : طرق التسعير الحديثة

وتتمثل في آلية التداول الالكتروني le système de cotation électronique، الذي كان ثمرة تطور أنظمة المعلوماتية والإنترنت التي استفادت منها الأسواق المالية وما لها من دور في رفع مستوى السيولة وزيادة حجم العملاء بتسهيل تنفيذ الأوامر دون الحاجة لحضور العميل شخصيا[4]، ومنه تسند مهمة تسعير القيم وتنفيذ الأوامر المتعلقة بها إلى نظام الإعلام الآلي مركزي central systéme informaique فعال يرتبط به كافة (و.ع.ب) المعنيين بنشاط التداول، وتقتصر مهمتهم في قيد الأوامر على مستوى الحاسوب[5]، ليتولى هذا الأخير عملية فرز الأوامر بحسب نوعها وكميتها ثم إجراء مواجهة آلية بينها بتلاقي العروض مع الطلبات وتنفذ الصفقة مباشرة كلما تلاقى أمران متناسبان إذا كان التسعير مستمر، أو تنفذ في آخر الحصة إذا كان التسعير ثابتا، ويمكن حصر أهم مميزات هذا النظام في[6]:

1- ساهم هذا النظام في رفع كفاءة وسرعة التعامل مع ضمان الشفافية والأمان.
2- كشف المعاملات الغير مشروعة بفضل البرامج الإلكترونية الجاهزة الخاصة بالتداول وقوة التدفق العالي للمعلومات المتعلقة به.
3- يمكن المتعاملين في السوق من إجراء التحليل المالي لأوضاع الشركات.
4- تسهيل مهمة تطبيق قوانين ولوائح البورصة ومنه تسهيل ممارسة الرقابة.

---

[1] -Jacques Hamon, Bourse et Gestion de Portefeuille, op.cit, p 21.

[2]- بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود، جامعة أبي بكر بالقايد، تلمسان، 2013.2012، ص63.

[3]- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 20122011، ص33.

[4]- عبد الناصر طلب الزيود، محمد خير سليم أبو زيد، أثر الإنترنات في الأسواق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية و القانونية، المجلد 23، العدد الأول، 2007، ص85.

[5]- فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، جدارا للكتاب العالمي، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص308.

[6]- زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 118، 119.

5- إزالة الخلل الناجم عن التقلبات الحادة في الأسعار عندما تتجاوز القيمة القصوى بإقفال التعامل مؤقتا من خلال الضبط الإلكتروني الآلي[1].

المطلب الثالث : تسعير القيم المنقولة في بورصة الجزائر :

لقد حدد المشرع الجزائري مجريات تسعير القيم المنقولة سواء من حيث التنظيم المسبق لسير حصص التسعيرة المسندة للهيئة المشرفة والممثلة في (ش.ت.ب.ق) التي لها سلطات واسعة في مجال تنظيم التسعير، في إطار الطابع التنظيمي لسير حصص التداول (الفرع الأول)، أو من حيث مباشرة عملية التسعير ذاتها والمتمثلة في إجراءات تسعير القيم المنقولة (الفرع الثاني).

الفرع الأول : الطابع التنظيمي لسير حصص التداول

أسندت مهمة تنظيم حصص التسعيرة في البورصة الجزائرية إلى (ش.ت.ب.ق)، حيث يتجسد هذا التنظيم في تحديد رزنامة اجتماعات التسعيرة للسنة المدنية إضافة إلى تنظيم ساعات فتح و إغلاق هذه الإجتماعات[2]،حيث بين القرار 98-02 تجليات هذا التنظيم والمتمثلة في[3]:

1- تحديد أيام عمل (ش.ت.ب.ق) من الأحد إلى الخميس.

2- إجراء حصص التداول كل يوم إثنين وأربعاء وفي حال مصادفة يوم التداول لعطلة يتم التأجيل للحصة الموالية[4].

3- افتتاح حصة التداول على الساعة التاسعة ونصف وقد حددت (ش.ت.ب.ق) الحدود الزمنية الدنيا والقصوى لكل مرحلة من مراحل التسعيرة نظمتها المادة 2 من القرار رقم 98-02.

وتتميز البورصة الجزائرية بكونها سوق فورية تنتهج نظاما مسير بالأوامر وبنمط التسعير الثابت بموجب المادة 31 من القرار 98-02، تعتمد في تسعيرها للقيم على الإعلام الآلي أو على الطريقة اليدوية، بإستثناء الحالات التي يتعذر فيها الوصول لسعر موحد والتي عددتها المادة 33 من نفس القرار، فتقبل أسعار مختلفة لتلبية أكبر حجم من العمليات وتقليص فوارق الأسعار مقارنة بسعر الإقفال الذي توقفت عنده الحصص السابقة للتداول[5].

للتداول[5].

[1]- مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الثالثة، الجزء الأول، 2005، ص230.

[2]- المادة 78 من النظام 97-03 السابق ذكره.

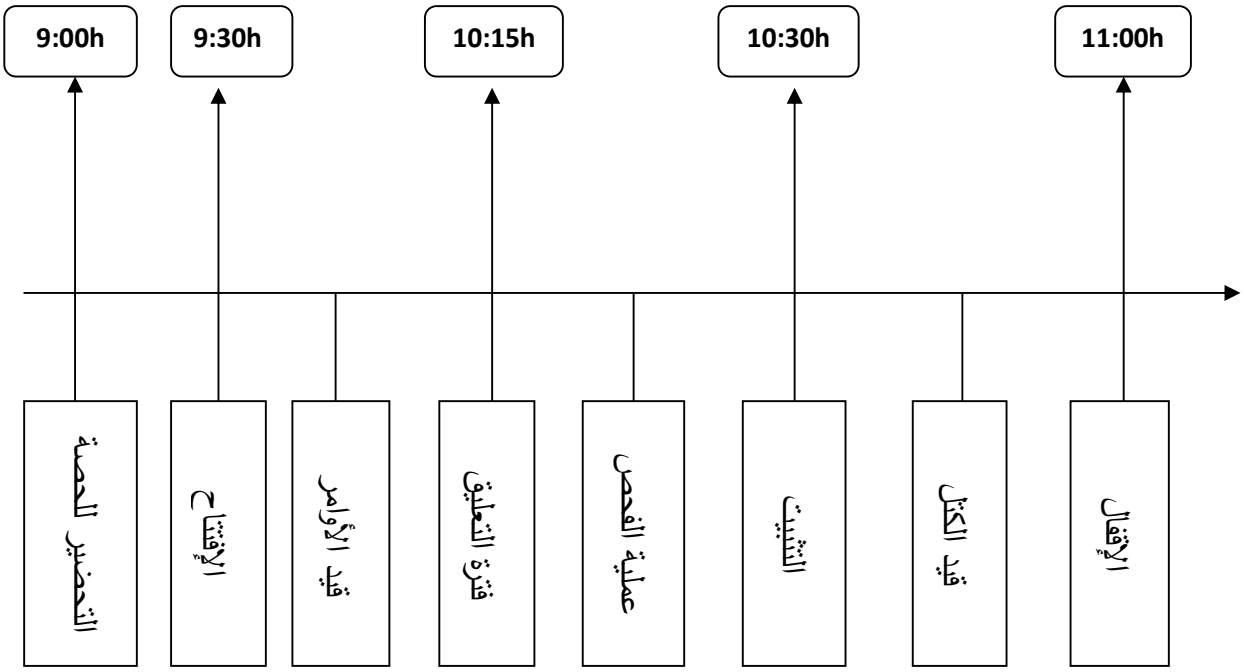
[3]- القرار 98-02 المؤرخ في 22 مارس 1998 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم و المتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة.

[4]- المادة 2 من القرار رقم 02- 10 المؤرخ في 27 فيفري 2002، المعدل و المتمم للقرار رقم 98-02 السابق ذكره.

[5]- المواد 31، 32، 33 من القرار 98-02 السابق ذكره.

تحدد أسعار الأوراق المالية محل التداول بمواجهة الأوامر المتعلقة بالشراء وتلك المتعلقة بالبيع المقدمة من طرف (و.ع.ب) خلال جلسة التسعيرة تحت رقابة (ش.ت.ب.ق)[1]، وتتم عمليات التداول على السندات بسهم واحد[2]، ويجوز ل (ش.ت.ب.ق) أن تقرر غير ذلك وفقا لظروف السوق*.

الشكل رقم (4) : مخطط يبين مراحل سير حصة التداول في بورصة الجزائر.



المصدر : من إعداد الطالب

و يمتد تنظيم (ش.ت.ب.ق) لحصص التداول إلى تحديدها للفروق القصوى لجدول الأسعار وفق ما تتطلبه طبيعة الأوراق المالية محل التداول، كما يمكنها التدخل بسن تدابير تنظيمية لإعادة التوازن في حال عدم احترام فروق الأسعار المحددة[3]، يتجسد هذا التدخل في تعديل الفروق المرخص بها، وبإستئناف التسعيرة الجاري العمل بها في الإجتماع حسب ما تقتضيه معطيات السوق، ويكون ذلك بموجب مقرر صادر عن(ش.ت.ب.ق)[4].

[1]- المادة 82 من النظام 97-03 السابق ذكره.

[2]- المادة 83 من النظام 97-03 السابق ذكره.

* - كما في معاملات الكتل المنصوص عليها في المادة 104 من نظام اللجنة رقم97-03 المعدل و المتمم التي عرفتها على أنها عبارة عن معاملة منصبة على كمية معينة من السندات بين الوسيط المشتري و الوسيط البائع وأن تكون مرخصا بها وفق المعايير المحددة بموجب المادة30 من قرار رقم 98-02 و التي عدلت بالقرار رقم 99-06.

[3]- المادة 84 من النظام 97-03 السابق ذكره.

[4]- المادة 87 من النظام 97-03 السابق ذكره.

ومن أجل ضمان السير الحسن والرقابة المحكمة لحصص التسعيرة وتوثيق نتائجها فقد جندت (ش.ت.ب.ق) موظفين متعاقدين، منحت لهم صلاحيات بشأن تسيير حصص التسعيرة وفض النزاعات الناشئة أثنائها، كما يمكنهم إبداء اقتراحات من شأنها تحسين ظروف السوق[1].

وتعين (ل.ت.ع.ب.و) بدورها مراقبا منتدبا توكل له مراقبة اجتماعات البورصة، وتتحدد مهامه بموجب المادة 86 من النظام 97- 03 السابق ذكره في تمثيل اللجنة أمام (ش.ت.ب.ق) والسهر على ضمان احترام النظام العام، والتدخل لفض النزاعات الظرفية أثناء اجتماعات البورصة الناتجة عن التأويل الغير صحيح للأحكام التنظيمية المتعلقة بسير السوق[2].

في إطار الشفافية ونزاهة التعامل تقوم (ش.ت.ب.ق) بتحرير نشرة رسمية لجدول التسعيرة يتضمن كشفا يوميا للمعلومات المتعلقة بسعر تداول كل قيمة عند اجتماع المفاوضات في البورصة لذلك اليوم[3].

الفرع الثاني : إجراءات تسعير القيم المنقولة

قبل افتتاح حصة التسعيرة يقوم المتداولون بتسجيل أوامر زبائنهم في ورقة السوق* أو ما يصطلح عليها ب la feuille du marché عن طريق الحاسوب المركزي[4]، والتي تتضمن كل المعلومات الخاصة بحصة التداول المعلن عنها، كنوع الأوراق المالية والكمية المعروضة، والأسعار المقترحة، والسعر النظري الذي يحسب على أساس الأوامر التي تصل إلى السوق، وتكون الأوامر التي يعرضها المتداول لحساب زبائنه ذات أولوية على الأوامر التي يعرضها لحسابه الخاص، وذلك وفقا لطريقة التسعير الثابت دون مواجهة الأوامر[5].

يتم افتتاح حصة التداول في البورصة بالإعلان عن ذلك رسميا، ثم تعرض ورقة السوق[6]والسعر النظري للقيم للقيم المحدد مسبقا الذي هو بمثابة سعر الإفتتاح، وأي أوامر متضمنة هذا السعر وتناسبت معه تعقد الصفقة في هذه الحالة مباشرة، ثم يليها عملية مواجهة الأوامر فتنفذ كلما تطابق أمران، وتستمر هذه الوتيرة إلى غاية انتهاء حصة التسعيرة، وبعدها تنشر إدارة السوق العمليات المنفذة، القيم المتداولة، حجمها وسعرها، بينما العمليات التي لم تنفذ فيتم ترحيلها إلى الحصص القادمة ما لم تنتهي مدة صلاحيتها[7].

---

[1]- المواد 19، 17، 14 من القرار رقم 98-02 السابق ذكره.

[2]- المادة 20 من القرار رقم 98-02 السابق ذكره.

[3]- المادة 88 من النظام 97-03 السابق ذكره.

*- تزداد أهمية هذه الورقة خاصة في نظام التسعير المستمر فبعد كتابتها و طباعتها عن طريق الحاسوب المركزي يتم توزيعها على الوسطاء حيث تمكنهم من متابعة معطيات السوق، فلكل وسيط يمكنه الإطلاع من خلال شاشة الجهاز الخاص به على المعلومات الخاصة بالقيم المعروضة للتداول و كذا السعر النظري المحدد من طرف الحاسوب بعد مقارنة الأوامر.

[4]- المادة 25 من القرار رقم 98-02 المعدلة بموجب القرار رقم 99-06.

[5]- دليل لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، الإستعلام عن سير البورصة، 2004، ص04.

[6]- المادة 3 من القرار 98-02 السابق ذكره.

[7]- حمليل نوارة، المرجع السابق، ص397.

المبحث الثالث : الآثار القانونية المترتبة عن تنفيذ عمليات التداول

أهم أثر يترتب على عقد البيع هو انتقال ملكية المبيع، عن طريق عملية التسوية و التسليم la règlement et livraison، إلى جانب المقاصة la compensation التي تمثل الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات تمهيدا لتسويتها، ويتم هذا الحساب وفقا لمبدأ التصفية الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متداول، ويؤدي في النهاية لتحديد صافي الدائنية و المديونية للمتداولين.

ما التسوية فيقصد بها إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل الأصل المالي إلى المشتري في مقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع، وتبدأ هذه الإجراءات بعد تمام المقاصة وفق تنظيم معين تديره شركة مختصة بالتسوية والمقاصة[1]، وبالتالي فإن الأثر الناقل للملكية لا يترتب إلا بعد انعقاد العقد، وقد ميز المشرع الجزائري في القانون المدني بين كون المبيع عقارا أو منقولا وجعل لكل نوع حكما خاصا به.

والمنقولات في القواعد العامة تنتقل ملكيتها بالفرز إذا كانت معينة بالنوع، أما إذا كانت معينة بالذات فتنتقل ملكيتها بمجرد تمام العقد، أما إذا كانت منقولا من نوع خاص فلا تنتقل ملكيته إلا باستيفاء الشروط الشكلية المطلوبة قانونا، وعليه تعتبر الأوراق المالية من المنقولات، وهي من المنقولات ذات طبيعة خاصة أي من لك التي اشترط فيها المشرع لتمام العقد الناقل لملكيتها اتباع شكلية معينة بغض النظر عن كونها من الأشياء المعينة بالذات أم المعينة بالنوع لأن معيار التفرقة في هذه الحالة غير ثابت فهو نسبي[*].

ورغم هذه الخصوصية في نقل ملكية الورقة المالية إلا أن أمر تسويتها يبقى مختلفا دائما، ويعود ذلك لأمرين أولهما تباين نشاط البورصات من حيث دورة التداول فيها والسيولة المحققة liquidation ومدى تطورها، وفي هذا الإطار قد عمل المشرع الجزائري على تنظيم تسوية السندات بورصة الجزائر و اجراءات نقل الملكية حسب طبيعتها (المطلب الأول)، أما الأمر الثاني فهو يتعلق بتسوية السندات في العقود ذات الأجل (المطلب الثاني).

المطلب الأول : تسوية السندات في البورصة الجزائرية

بما أن البورصة الجزائرية عبارة عن سوق فورية فإن تسوية و تسليم السندات تتم مباشرة في مدة أقصاها ثلاثة أيام (03) من إقفال حصة التداول[2]، أما بالنسبة لعقود التداول المؤجلة فتتم تسويتها غالبا مرة واحدة في كل شهر وذلك قبل آخر جلسة من جلساتها ويتم تسوية الصفقات بصفة نهائية بيعا وشراء، فيدفع الثمن وتسلم الأوراق المالية رسميا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية[3].

---

[1]– محمد بن إبراهيم السحيباني، آلية المقاصة و التسوية في الأسواق المالية و نظرات في أبعادها الفقهية، الهيئة الإسلامية العالمية للإقتصاد و التمويل، اللجنة العلمية لمشروع دراسات الأسواق المالية، سلسلة الإصدارات الدورية، لا توجد السنة.

[*]– عند عقد مقارنة لسهم شركة مع نفس السهم من نفس المجموعة فإن السهم في هذه الحالة يعتبر منقولا معينا بالنوع إذ لا يختلف عن باقي الأسهم التي تصدرها نفس الشركة بنفس القيمة والنوع، ولكن إذا ما قارنا هذا السهم مع سهم آخر لشركة منافسة فإن السهم يعد في هذه الحالة منقولا معينا بالذات.

[2]-Guide Introduction en Bourse, Commision D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse,2015, pour voir le site www.cosob.org, p09.

[3] – شمعون شمعون، المرجع السابق، ص 56.

وقد قام المشرع الجزائري بتغييرات جذرية فيما يخص تسوية السندات وذلك من حيث الإشراف على هذه العملية، مما أدى إلى ظهور علاقات جديدة بين الأطراف المتدخلة في هذه المرحلة والتي كانت نتيجة لإستقلالية منظومة تسوية عمليات التداول (الفرع الاول)، إلى جانب ذلك فقد أدت هذه الإستقلالية إلى تغيير سير إجراءات تسوية عمليات التداول (الفرع الثاني).

الفرع الأول : استقلالية منظومة تسوية عمليات التداول

أسندت مهمة التسوية والتسليم في عمليات التداول الجارية في البورصة الجزائرية (م.م.ل.س) وذلك طبقا للقانون*رقم 03-04 المعدل للمرسوم التشريعي رقم 93-10 بعدما كانت من اختصاص (ش.ت.ب.ق)،وغاية المشرع في ذلك هو مواكبة التحولات الحاصلة في الأسواق المالية، ومن إعطاء تنظيم أكثر فاعلية للسوق وكذا ضمان تسوية أكثر سرعة وسلامة بإنشاء جهاز مختص في التسوية ونقل الملكية مسايرا في ذلك نظيره المشرع الفرنسي في هذا الشأن[1].

ويرعى (م.م.ل.س) أو نظام الجزائرية للتسوية Algérie clearing عملية نقل ملكية الأوراق المالية حيث أصدرت (ل.ت.ع.ب.و) بمناسبة ذلك النظام 03-01 المتعلق ب(م.م.ل.س) والذي حدد آليات التسوية، عن طريق نظام تسوية سندات يسيره المؤتمن المركزي بالإنجاز الآلي والمتزامن للسندات وتسليمها التي كانت موضوع عمليات تداول بين (و.ع.ب)[2]، إضافة إلى بنك الجزائر المكلف بالتسوية النقدية في إطار الإتفاقية المبرمة بينه وبين (م.م.ل.س)[3]، يقوم نظام التسوية والتسليم على وظيفتين أساسيتين وهما التصديق على العمليات المنجزة، وقيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات (م.م.ل.س)، وفي حسابات جارية نقدا في بنك الجزائر[4].

*- حددت المادة 19 مكرر2 من القانون03-04 مؤرخ في17 فبراير2003 في فقرتها 4 مهام المؤتمن المركزي على السندات وحررت كما يلي :

"تتمثل مهام المؤتمن المركزي على السندات، التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي على وجه الخصوص في:

. حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات بإسم المتدخلين المعتمدين

. متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر

. إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها

. الترقيم القانوني للسندات

. نشر المعلومات المتعلة بالسوق."

[1]-Catherine laurent Karyotis, Efficience Technique D'une Syysteme de Reglement-Livraison de Titres, Doctorat en Sciences de Gestion, Universite Paris xii- Val de Marne, France, Soutenue le 6 Juilles 2004,p89.

[2]- المادة 35 و 36 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس سنة2003 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية العدد73المؤرخ في03/11/30.

[3]-Guide Intervenants du Marché, Commision D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse,2015, pour voir le site www.cosob.org, p06.

[4]- المادة 38،37 من النظام السابق ذكره.

و تجدر الإشارة إلى أن (م.م.ل.س) لا يتعامل مباشرة مع أطراف العقد، وبالتالي هنالك مستويين من العلاقات القانونية، الأول هو علاقة (و.ع.ب) مع العملاء، التي هي علاقة تعاقدية يحكمها العقد والقوانين الخاصة في السوق المالية، أما المستوى الثاني هو علاقة (و.ع.ب) مع (م.م.ل.س)، وفي هذا المستوى فإن (و.ع.ب) لا يعد وكيلا عن عملائه، و إنما هو أصيل في (م.م.ل.س)، وبالتالي يكتسب عضوية الإيداع المركزي[1].

الفرع الثاني : سير إجراءات التسوية

تشمل عملية التسوية كل العمليات الجارية في السوق المنظمة قانونا، كما تشمل العمليات الجارية خارج الأسواق المنظمة، وما يهمنا في هذا الشأن هو تسوية العمليات في السوق المنظمة، فبعد تأكيد التنفيذ تتم التسوية وفق مراحل مجسدة في أنظمة فرعية، وهي النظام الفرعي لضبط الأوامر (أولا)، و النظام الفرعي لحل العمليات (ثانيا)، ونستبعد بذلك النظام الفرعي للقرن الذي يختص بتسوية عمليات التداول المبرمة خارج السوق المنظمة.

أولا : النظام الفرعي لضبط الأوامر le sous-systéme d'ajustement

وهو نظام يختص بتسوية العمليات الجارية في السوق المنظمة، فبعد إقفال حصة التسعيرة يقوم الوسيط المتداول بإرسال إشعار بالتنفيذ لكل عملية تداول قام بها إلى الوسيط جامع الأوامر الذي يجيب برسالة موافقة أم رفض[2]، ويجب على هذا الأخير أن يقدم رده في أجل محدد قانونا، وفي حالة عدم الرد خلال الأجل الممنوح يتم التصديق على الإشعار بالتنفيذ بواسطة النظام، وفي سياق متصل يتولى (م.م.ل.س) إعلام المتداولين يوميا بالوضعية التي آلت إليها إشعاراتهم بالتنفيذ إن كانت مقبولة أم قيد التصديق أم محل رفض، وفي حال الموافقة عليه يكون غير قابل للرجوع فيه، ويترتب عن الموافقة على الإشعار بالتنفيذ إصدار النظام أمرا بالتسليم مقابل الدفع موجه لحساب الطرفين المعنيين، ثم يرسل هذا الأمر بعد ذلك إلى النظام الفرعي لحل العمليات بمجرد إصداره[3].

[1]- آيت مولود فاتح، حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012، ص182.

[2]- المادة 44 الفقرة الأولى من النظام03-01 السابق ذكره.

[3] - Article 44 Paragraphe 03-04.05 de Règlement cosob n°03-01 du 15 Moharram 1424 Correspondant au 18 Mars 2003 Portant Règlement Général du Dépositaire Central des Titres.

ثانيا : النظام الفرعي لحل العمليات le sous-systéme d'appariment

يتلقى هذا النظام أوامر التسليم مقابل الدفع الصادرة عن نظام الفرعي لضبط الأوامر، كما يتلقى أوامر التسليم الأخرى الصادرة عن النظام الفرعي للقرن المتعلق بالعمليات خارج السوق المنظمة[1].

ويتولى النظام الفرعي لحل العمليات معالجة الحركات التي يحل تاريخ الخصم الحسابي لها بواسطة أطوار متتالية تتم في غضونها دراسة عمليات التسوية و التسليم سطرا سطرا، تتجسد هذه الدراسة في معاينة مدى كفاية الرصيد من السندات بالنسبة للمسلم البائع و النقود بالنسبة للمستلم المشتري ثم التصديق عليها عند كفايتها[2]،ولكن في حال عدم كفاية الرصيد من السندات أو النقود تبقى العمليات معلقة في انتظار طور المعالجة الموالي[3].

و تب على التصديق على العمليات المنجزة اعتبارها مختتمة نهائيا، ونتيجة لذلك يقوم (م.م.ل.س) بتبليغ بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين لكي يتم بصفة متلازمة بقيد ما يأتي في دفاتر الحسابات وهو ما يعرف بالتسوية المزدوجة مثلما هو معمول به في بورصة باريس[4]:

1. يتولى (م.م.ل.س) عملية التحويل الخاصة بتسليم السندات في الحسابات الجارية للمشاركين التي تكون تحت إدارته .
2. يتولى بنك الجزائر التسوية النقدية بقيد حركات النقود المطابقة في حسابات التسوية للمشاركين والتي تكون تحت إدارة هذا الأخير.

بعد تمام إجراءات التسوية يقوم مشتري الورقة المالية بممارسة حقوقه بتسجيل إسمه على سجل المساهمين مكان إسم المالك القديم، كون أن الشركات المقبولة و المسجلة في قيد البورصة تضع تحت تصرف المشتري "مصالح تسيير سجلات المساهمين"، تحويلات الأوراق المالية، ودفع توزيعات الأرباح، ويتعين على هذه المصالح إتلاف الأوراق القديمة وإصدار أخرى جديدة بإسم المالكين الجدد، وفي الحالة التي يرغب فيها المساهم الجديد أن تكون بحوزته أوراق المجسدة فإنه بإمكانه طلب تسجيل الأوراق في حساب، وفي كل الحالات يتعين على المؤسسة إجراء تغيير الملكية على سجل المساهمين[5].

ومن الناحية الواقعية إذا ما نظرنا لوضعية التسوية في البورصة الجزائرية فإن معظم الدراسات تشير لضعف كبير وبطئ في إجراءات نقل الملكية[6].

---

[1] -Article 54 de Règlement cosob, op,ct.

[2] - Michel Karlin, Delphine Vandenbulcke, les Infrastructures Post-Marché et Leurs Circuits Présentation Pédagique et Enjeux,8éme Journée D'information Des rccl et rcsl ,Département des Infrastructures de Marché et de la Tenue de Compte,2008,p14

[3] -Article 56 de Règlement cosob,op,ct

[4] -Catherine Laurent Karyotis, efficience technique d'une syysteme de reglement-livraison de titres, op,cit,p89.

[5]– الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، دراسة حالة مجمع صيدال مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية مؤسسات، جامعة الجزائر(3)، 2012/2011، ص138.

[6]– محفوظ جبار، المرجع السابق، ص 93.

المطلب الثاني : تسوية السندات في العقود ذات الأجل

تختلف طرق التسوية و المقاصة في عقود التداول الآجلة عنها في عقود التداول الفورية نظرا لعامل المدة المتحكم فيها، إضافة إلى طبيعة العقد الآجل الذي أعطى فرص أخرى للتسوية (الفرع الأول)، هذا إلى جانب تطور المعاملات المالية وما تمخض عنه من عقود مستحدثة ثلاثية الأطراف انفردت هي الأخرى بآليات تسوية تتماشى وخصوصية العقد (الفرع الثاني)، وفي مثل هذه العقود تلعب بيوت التسوية والمقاصة دورا رئيسيا في العلاقة العقدية بحيث تتدخل لتكون طرفا ثالثا أو ما يعرف بنظام الإحلال والإبدال[1].

الفرع الأول : آليات التسوية في العقود الثنائية الأطراف

يتم نقل ملكية الأوراق المالية بين الأطراف في ظل عقود التداول المؤجلة إما بالتنفيذ المباشر والنهائي أو ما يعرف بالتصفية النهائية (أولا)، أو بتمديد أجل التنفيذ لموعد لاحق جديد و الذي يعرف بالترحيل (ثانيا).

أولا : التصفية النهائية

يلاحظ أن التسوية في عقود التداول الآجلة غالبا ما تتم من خلال حساب الفروقات المالية الناجمة عن التنفيذ دون اللجوء للتسليم و الإستلام ولكن يمكن أن تتباين التسوية حسب نوع العقد وفق ما يلي:

1 – بالنسبة للعقود الباتة القطعية يتم تسويتها إما بالالتزام بتنفيذ العقد عن طريق التسليم و التسلم لكل من الثمن والأوراق المالية، وإما دفع الفارق بين سعر التعاقد وسعر السوق إن كان البائع أو المشتري مضاربا أو بتقديم أجل التسوية قبل تاريخه في حالة تضمين العقد بشرط[2].

2 – بالنسبة لعقود التداول الأجلة بشرط التعويض يتم تسويتها إما بالتسليم والدفع، أو إلغاء التسوية بدفع مبلغ التعويض سواء كان هذا الإلغاء من البائع أو من المشتري.

3– بالنسبة للعقود الآجلة بشرط الزيادة يتم تسويتها بتسليم الأوراق المالية محل العقد، أما الكمية الزائدة فيقع الإختيار بين طلبها من عدمه بعد دفع تعويض مسبقا غير قابل للرد.

ثانيا : تصفية بالترحيل

يلجا المستثمر إلى هذا النوع من التسوية عندما يكون مضاربا باستخدامه لتقنية الرافعة المالية بحيث يلجأ إلى شراء الأوراق المالية بعقد مؤجل سواء بالشراء أو البيع متوقعا ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ التسوية أو الاستحقاق في حال الشراء، أو متوقعا انخفاض قيمتها السوقية في حال البيع، فيختار المستثمر تصفية

[1]– تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية و غرفة مقاصة للأسهم و السندات، مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية، مركز أنقرة، 2004، ص29.

[2]– محمد شكري الجميل العدوى، المرجع السابق، ص79.

العقد بترحيله عن طريق إبرام عقد آخر ويبقى مقرونا بالعقد الأول، أي يؤجل التصفية إلى موعد تصفية جديد أملا في تغير الأسعار في صالحه ويتحمل بذلك نفقات هذا الترحيل، والفرق بين التصفية النهائية والتصفية بالترحيل، أن المستثمر في الحالة الثانية لا يصفي مركزه بصفة نهائية بل يعمد إعادة تأجيل التصفية لموعد لاحق[1].

الفرع الثاني : آليات التسوية في عقود التداول ثلاثية الأطراف

تختلف سبل نقل الملكية في عقود التداول ثلاثية الأطراف من حيث الدور البارز لبيت المقاصة و التسوية الذي يعد طرفا ثالثا في عملية التداول برمتها، سواء تعلق الأمر بالعقود الإختيارية (أولا)، أم بالعقود المستقبلية (ثانيا).

أولا : تسوية عقود التداول الإختيارية

تتم تسوية عقود الإختيار إما بممارسة حق الخيار فتتحول بذلك إلى صفقات شراء و بيع فتطبق عليها قواعد التسوية الجاري العمل بها في السوق المالي[2].

ويقوم بيت التسوية والمقاصة في عقود التداول الإختيارية بدور الوسيط بين السماسرة الممثلين للمشترين والبائعين، إذ ينتقل التعامل بمجرد انعقاد العقد بينهم إلى بيت التسوية والمقاصة، ومن خلال وسطائهم يتصل بائعو عقود خيارات الشراء الآجل بمؤسسة التسوية لتسليم الحصص والأنصبة لأوراق معينة، وبالمقابل يستلم مشترو خيارات الشراء من مؤسسة المقاصة حق شراء تلك الحصص، وبالتالي تصبح هي همزة الوصل بين المتعاملين فتكون بمثابة المشتري بالنسبة للبائع وبائعا لكل مشتري، فيكون ضامنا للالتزامات التعاقدية[3]، فيقوم المستثمرون الراغبون بتنفيذ اختياراتهم بإبلاغ مؤسسة التسوية والمقاصة بالاختيار المطلوب لتنفيذه عن طريق (و.ع.ب)، فتقوم مؤسسة التسوية بإختيار أحد سماسرتها فتوكل إليه نفس العقد المطلوب، يقوم هذا السمسار بدوره بالبحث عن عميل حرر اختيار البيع أو الشراء الآجل، وبمجرد إيجاده ينفذ العقد[4]

ثانيا : تسوية العقد المستقبلي

لا يختلف دور بيت المقاصة في عقد التداول المستقبلي عنه في عقد الخيار، إذ يعد طرفا في العلاقة العقدية كبائع للمشتري وكمشتري للبائع، يسبق ذلك فتح حساب هامش لضمان تنفيذ العقد[5]، لدى (و.ع.ب) قبل وضع الأوامر قيد التنفيذ، يمثل الحساب وديعة تتراوح بين 5 %إلى 18% من قيمة العقد، ولا يشترط في الهامش

[1]- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص189.

[2]- رشا محمد تيسير الحطاب، المرجع السابق، ص125.

[3]- طارق عبد العال حماد، المرجع السابق،ص 62 و 63، 64.

[4] - Philippe Spieser , la Bourse, Imprim'vert , Librairie Vuibert, Paris, 4e Edition, 2010, p162.

[5]- محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال و التجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012، 2013، ص23.

المبدئي أن يكون نقديا إذ يمكن استخدام الأوراق المالية كضمان، بعدها يتلقى(و.ع.ب) الأوامر من الزبون فيعمد لنقلها إلى البورصة، وعند مقابلة الأوامر يقوم بتثبيت الصفقة وتوثيقها لدى بيت المقاصة[1].

يتولى بيت المقاصة بعد ذلك مهمة التسوية اليومية للعقد المستقبلي تبعا للتغيرات السوقية للسعر إذ يتم تكوين سعر تسوية على أساس كل سعر لآخر تداولات في نهاية يوم العمل و الذي على أساسه يتم تعديل قيمة العقد، فإذا كانت قيمة العقد السوقية مرتفعة عن قيمته في التسوية السابقة (أي أن الفرق موجب) فيتم قيد الفرق في حساب الهامش لصالح المستثمر المشتري، ويستقطع من المستثمر البائع[2]، أما إذا كان الفرق سالبا فيستقطع حساب المشتري ويقيد لصالح المستثمر البائع، وهو ما يسمى بتعديل قيمة الهامش المبدئي عند نزوله بإرجاعه إلى حد الهامش الوقائي*، وبهذه الطريقة تضمن البورصة استقامة السوق من خلال تغطية الخسائر في الحال بدلا من الانتظار لحين النفاذ فحينها قد يكون ذوي المراكز الخاسرة غير قادرين على تغطية الخسائر[3].

ومنه فإن نقل ملكية الورقة المالية لا يتم بمجرد تنفيذ أمر التداول، وتبعا لذلك فلا يعد المشتري مالكا لها ومرد ذلك عدم ترتيب الأثر الناقل للملكية والمتمثل في الشكلية المطلوبة والمتجسد في إجراءات التسوية والتسليم، إذ أن حق المالك الجديد لا يسري في مواجهة الشركة المصدرة وكذلك الغير، لأنها تبقى مقيدة بإسم البائع رغم تنفيذ آمر البورصة[4].

وبالتالي فإن العبرة بتاريخ القيد في الحساب والذي يختلف تحديده من بورصة لأخرى، وبالتالي يستمر البائع في ممارسة حقوقه المالية و الغير مالية الناشئة عن الورقة بصفته مالكا لها في مواجهة الشركة المصدرة كالتصويت وحضور الجلسات، ثم إن تراخي انتقال الملكية إلى تاريخ القيد في الحساب لا يؤثر على إلتزامات الطرفين، حيث تكون الإلتزامات قائمة من تاريخ تنفيذ الأوامر لا من تاريخ القيد في الحساب[5].

---

[1]- أرشد فؤاد التميمي، المرجع السابق، ص392.

[2]- أرشد فؤاد التميمي، نفس المرجع، ص392.

*- هامش الوقاية هو يمثل الحد الذي يصدر عنده (و.ع.ب) إشعار الهامش إلى المستثمر لتكملة الهامش الأولي عند انخفاض قيمة العقد وفقا للقيمة السوقية، وبالتالي فهذا الهامش هو بمثابة وقاية لقيمة العقد من التقلبات اليومية للأسعار.

[3]- أسامة عبد العليم الشيخ، الأحكام الفقهية للتعامل بالهامش في بورصة الأوراق المالية، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2013، ص 25 و26.

[4]- حسين توفيق فيض الله، هيوا إبراهيم قادر، التكييف القانوني لإنتقال ملكية الأوراق المالية في البورصة، مجلة الشريعة والقانون، كلية القانون، جامعة الأمارات العربية المتحدة، العدد الخمسون، 2012، ص265.

[5]- هشام فضلي، تداول الأوراق المالية و القيد في الحساب، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2005، ص 178 و 190.

خلاصة الفصل الثاني

تنفذ عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة عن طريق (و.ع.ب) في إطار الضوابط القانونية المنظمة لذلك، وتتجسد عملية التنفيذ بنقل الأوامر إلى مقصورة التداول بعد تلقيها واستيفائها للشروط المطلوبة، وتحدد أسعار القيم المنقولة من خلال أنظمة التسعير الخاصة وبحسب الطرق المنتهجة لكل نظام، لتأتي بعد ذلك مرحلة التسوية و التسليم، حيث أن نقل ملكية الورقة المالية يخضع لضوابط شكلية خاصة، وتختلف آليات التسوية بحسب طبيعة عقد التداول.

الخاتمة

رغم الإختلاف الحاصل بين البورصات من حيث الكفاءة عامة ومستوى التداول فيها خاصة إلا أنها تبقى دائما مرآة لإقتصاديات الدول، بيد أن مضمون نشاط البورصة يتجلى أساسا في عملية التداول، التي لا تقتصر فقط على بعدها التجاري المتمثل في البيع والشراء الوارد على مختلف الأوراق المالية، بل يتجاوز ذلك ليمس الجانب التقني والمعاملاتي والذي تجسد من خلال العقود ثلاثية الأطراف، وما أتت به من آليات جديدة في ميدان المعاملات المالية.

ويتركز نشاط التداول بالدرجة الأولى في السوق الثانوية لذلك سعى المشرع لتنظيمها لإرتباطها بالإقتصاد الوطني، حيث يتجلى هذا التنظيم في تخصيص هيئات السوق المالية المخولة لممارسة الرقابة والتسيير والتسوية على نشاط التداول والممثلة على التوالي في كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تمثل سلطة الضبط وشركة تسيير البورصة الموكلة لها شؤون تسيير عملية التداول والمؤتمن المركزي على السندات الذي أسندت له تسيير إجراءات نقل الملكية و الذي يمثل آخر حلقة في عمليات التداول .

ورأينا من خلال بحثنا هذا أن عمليات التداول هي الجزء الرئيسي و الأهم في نشاط بورصات القيم المنقولة، و الذي يتمثل أساسا في بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق الوسطاء الماليين المخولين، و هذه الوساطة محتكرة قانونا من طرفهم، و بمفهوم المخالفة لا يمكن للعملاء إجراء عمليات البيع والشراء شخصيا، وتكون العلاقات بين الأطراف سواء العميل مع الوسيط أو العميل مع العميل في شكل علاقات تعاقدية على اختلافها وتعقيدها مرتبطة غالبا بالبيع والشراء، وهنالك من البورصات من اعترفت بتلك العلاقات فعكفت لتنظيمها بقواعد السوق، ومنها من اكتفت بتنظيم جانب منها الذي يتطلب تنظيم خاص، وأحالت الجوانب الأخرى من حيث المبدأ للقواعد العامة.

بدأت المعاملات في البورصة في البداية على شكل عقود فورية يتم فيها التسليم و الدفع مباشرة بعد تطابق الإيجاب والقبول وانعقاد العقد، ولكن مع زيادة رؤوس الأموال في السوق و تطور آليات التداول ظهرت تقنيات جديدة للتعامل أكثر ضمانا و سرعة تجسدت في عقود التداول ثلاثية الأطراف المعروفة بالهندسة المالية.

عمليات التداول من الناحية الإجرائية عبارة عن حلقات متسلسلة تبدأ بإصدار العميل أمره بالبيع أو الشراء للوسيط الذي يقوم بدوره بإرسال الأمر للبورصة ليتولى تنفيذه المتداول في الجلسة، مع بيان إشعار التنفيذ

لتأتي مرحلة التسوية والتسليم لتثبيت نقل ملكية السندات عن طريق التسوية المزدوجة الحسابية و النقدية التي يشرف عليها كل من المؤتمن المركزي على السندات و البنك .

ومن خلال ما سبق بيانه في هذا البحث فقد خلصنا لما يلي :

1/ تعتبر بورصة الجزائر للقيم المنقولة سوق فورية و نسبة التداول فيها جد ضئيلة بسبب تركز التداول على الأوراق القليلة الجودة.

2/ تبين لنا أن عقود التداول ثلاثية الأطراف هي أدوات مالية لا غنى عنها في تنشيط السوق المالي، وتوصلنا إلى أن بورصة الجزائر للقيم المنقولة لا تتعامل بمثل هذه العقود لعدم وجود إطار قانوني ينظمها، وهو ما يجب تداركه.

3/ تعد العقود ثلاثية الاطراف أو المشتقات المالية المتمثلة في عقود الخيار و العقود المستقبلية صورا مستحدثة للعقود الآجلة وهي أدوات ذات طابع مضاربي.

4/ تفتقر بورصة الجزائر للقيم المنقولة إلى سبل تفعيل نشاط التداول وهو ما أدى بالمستثمر إلى تجنب البورصة والتوجه للأسواق الموازية بسبب احتكار الأوراق المالية ذات الجودة من طرف القلة من المستثمرين.

5/ لاحظنا أن بورصة الجزائر للقيم المنقولة في الوقت الراهن تعاني من ركود في نشاط التداول، والسبب الرئيسي في ذلك هو عدم وجود قنوات استثمار حقيقية، إضافة إلى عدم وجود كفاءة في التسعير.

6/ يتجلى ضعف بورصة الجزائر للقيم المنقولة من حيث كفاءة التسعير في انتهاجها لنظام تسعير يديره الأوامر و الذي لا يمنح الوسطاء ولا المستثمرين فرصة المضاربة و تشجيع التعامل .

7/ لا زالت بورصة الجزائر للقيم المنقولة تعاني من فراغ تشريعي من حيث التنظيم و التسيير وعدم تنظيمها لجانب كبير من المعاملات المالية مثل عدم احتواء المشرع لعقود التداول المستقبلية و الإختيارية.

8/ تتميز المعاملات المالية في بورصات القيم المنقولة بالطابع المضاربي المحض القائم على الربح و الفائدة.

وقد حاول الباحث من خلال هذه الدراسة تقديم بعض المقترحات التي قد تسهم ولو بالنزر القليل في معالجة بعض النقائص التي تعاني منها بورصة الجزائر للقيم المنقولة تتمثل أساسا في :

1/ على المشرع انتهاج منظومة قانونية أكثر نجاعة مع وجوب إعادة النظر في عقود التداول واحتواء تنظيمها قانونا وعدم الإكتفاء بالإحالة للقواعد العامة لأنها المنفذ الوحيد لدخول المستثمر للبورصة و إنعاشها.

2/ وجوب إعادة النظر في منطوق نص المادة 31 من القرار 98-02 المتعلق بتحديد طبيعة بورصة الجزائر للقيم المنقولة بإعتبارها سوق فورية، وذلك بتوسيع نطاق السوق لإحتواء المزيد من المعاملات خصوصا فيما يتعلق بعقود التداول ثلاثية الأطراف.

3/ وجوب نشر الثقافة البورصية عن طريق وسائل الإعلام السمعية و البصرية وتنظيم الندوات والملتقيات التوعوية.

4/ يتوجب الإنفتاح على الأسواق الخارجية و الإستفادة من خبراتها بتكوين الكوادر المؤهلة في المجال البورصي والخروج من سياسة الإنغلاق.

5/ يجب تشجيع الشركات الوطنية و الأجنبية على الإستثمار في بورصة الجزائر للقيم المنقولة، وما لذلك من دور في تعظيم دخول رؤوس الأموال إليها.

6/ صنفت بورصة الجزائر للقيم المنقولة في المرتبة الأخيرة من حيث الشركات المدرجة فيها وهو ما يجب تداركه من أجل تحقيق الفاعلية في عملية التداول من خلال تنويع القيم المنقولة من حيث القيمة.

7/ وجوب إعادة النظر في النصوص المتعلقة بتحصيل العمولات و الضرائب على أرباح الشركات لاسيما نص المادة 19 من المرسوم التشريعي 93-10 بإنقاص قيمتها من أجل تشجيع المستثمر على توظيف مدخراته ومنه تشجيع التداول.

قائمة المراجع

1) المراجع باللغة العربية

I. الكتب

1. أحمد أبو الفتوح على الناقه، نظرية النقود و الأسواق المالية، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2001.
2. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2008.
3. أرشد فؤاد التميمي ، الأسواق المالية (إطار في التنظيم و تقييم للأدوات)دار يازوردي العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة العربية 2010.
4. أسامة عبد العليم الشيخ، الأحكام الفقهية للتعامل بالهامش في بورصة الأوراق المالية، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2013 .
5. بسام الحجار، نظام النقد العالمي و أسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، 2009.
6. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح و الشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، لا توجد طبعة، 2010.
7. حسنى عبد السميع إبراهيم، أحكام البورصة والتوريق والتورق، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى،2012.
8. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2012.
9. رائد محمود أبو طربوش، أسرار الفوركس(عملات.أسهم، عقود مستقبلية).دار كنوز المعرفة العلمية للنشر و التوزيع.عمان، الطبعة الأولى،2008.
10. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار المعتز للنشر و التوزيع، عمان، لا توجد طبعة، 2010.
11. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، لا توجد الطبعة، 2007.
12. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010.

13. سيف إبراهيم المصاورة، تداول الأوراق المالية، الحماية الجزائية (دراسة مقارنة)، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى.
14. شمعون شمعون ، بورصة الجزائر، دار هومة للنشرو التوزيع، الجزائر، الطبعة الثانية، لا توجد السنة.
15. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية ، عالم الكتب للنشر و التوزيع، القاهرة ، الطبعة الأولى، 2003.
16. ضياء مجيد، البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها) مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية، لا توجد طبعة، سنة 2003.
17. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية(المفاهيم، إدارة المخاطر.المحاسبة)، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، لاتوجد طبعة، 2001.
18. عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية، لا توجد طبعة، 2005.
19. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية(دراسة قانونية مقارنة)، منشورات حلبي الحقوقية، بيروت لبنان، الطبعة الأولى، 2009.
20. عبد الغفار حنفي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، دون طبعة، 2005.
21. عبد الغفار حنفي، رميسة زكى قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، لا توجد طبعة، سنة2004.
22. عصام أحمد البهجي، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2009.
23. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة لا توجد، 2010.
24. علي مقلد، المطول في القانون التجاري، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر والتوزيع، لبنان، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، 2008.
25. فاتح بوسنان، القانون المدني، دار طليطلة ، الجزائر ، الطبعة الأولى، 2010.
26. فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، جدارا للكتاب العالمي، الأردن، اطبعة الأولى، 2006.
27. مبروك حسين، المدونة الجزائرية للبورصة، دار الهومة، الجزائر، طبعة الثانية، 2010.

28. مبروك حسين، المدونة النقدية و المالية الجزائرية، دار هومة للنشر و التوزيع الجزائر، الطبعة الأولى، 2004.

29. محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إبتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، لا توجد طبعة، لا توجد سنة طبع.

30. محمد أحمد حلمي الطوبي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2011.

31. محمد الصالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون طبعة، 2003.

32. محمد الصالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون طبعة، 2003.

33. محمد شكرى الجميل العدوى، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ، الطبعةالأولى، 2012.

34. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون طبعة، 2005.

35. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، 2006.

36. محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة)منشورات حلبي الحقوقية، لبنان الطبعة الأولى، سنة 2004.

37. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.

38. مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الثالثة، الجزء الأول، 2005.

39. مصطفى كمال طه، العقود التجارية و عمليات البنوك، منشورات حلبي الحقوقية، بيروت لبنان، الطبعة الأولى، 2006.

40. مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، سنة 2009.

41. نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها، تاريخها)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، لا توجد طبعة، 2012.

42. نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها، تاريخها)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، لا توجد طبعة، 2012.
43. هشام فضلي، تداول الأوراق المالية و القيد في الحساب، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2005.
44. وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2012.

II. القوانين والأنظمة

1. قانون 03-04 مؤرخ في 16 ذي الحجة عام 1423 الموافق 17 فابراير سنة2003، يعدل و يتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل و المتمم، الجريدة الرسمية العدد 11 الصادرة في 18 ذي الحجة 1423.
2. المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993يتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية عدد 34 الصادرة في 23 ماي 1993 (معدل و متمم).
3. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 المؤرخ في 3 يوليو 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقباهم، ج ر العدد 36 المؤرخ في 1997/6/1.
4. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، رقم97-03 مؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية العدد87، صادر في 29 ديسمبر 1997.
5. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم2000-02 مؤرخ في 20 يناير سنة2000 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، الجريدة الرسمية، العدد50المؤرخة في16أوت2000.
6. لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، الإستعلام عن سير البورصة، 2004.
7. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس سنة2003 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية العدد73المؤرخ في30 أوت 2003.
8. نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم03-02 مؤرخ في18 مارس سنة 2003 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، ج ر العدد 73 المؤرخ في 2003/11/30.
9. القرار 98-02 المؤرخ في 22 مارس 1998 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم والمتضمن قواعد تسيير حصص التسعيرة في بورصة القيم المنقولة.

10. القرار رقم 99-06 المؤرخ في 22 جويلية 1999، المعدل و المتمم للقرار رقم 98-02 المتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة.
11. القرار رقم 02-10 المؤرخ في 27 فيفري 2002، الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم و المتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم المنقولة والمعدل والمتمم للقرار رقم 98-02.

III. الرسائل و المذكرات :

1. آيت مولود فاتح، حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012.
2. بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص الإقتصاد الدولي، جامعة محمد خيضر بسكرة.2012.2013.
3. بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية، مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري ، قسنطينة، 2011، 2012.
4. بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود، جامعة أبي بكر بالقايد، تلمسان، 2012 ، 2013.
5. بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، تخصص مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، ص2006.
6. الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، دراسة حالة مجمع صيدال مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية مؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012،2011.
7. حمليل نوارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في القانون، جامعة مولود معمري، تيزي وزو.
8. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2005،2006.
9. سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الإستثمارات، دراسة مقارنة (الجزائر، المغرب، تونس) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2003، 2004.

10. سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011، 2012.
11. سميرة محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجيستير في العلوم الإقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005،2006.
12. محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال و التجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012، 2013.
13. معاشو عمار، حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية،جامعة مولود معمري، تيزي وزو، سنة 2012.
14. هدال غنية، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص الحقوق، جامعة الجزائر، 2001، 2002.

IV. المقالات العلمية

1. إسراء فهمي ناجي، ماهية عقد الخيار و موقف القانون العراقي منه، مجلة رسالة الحقوق، جامعة كربلاء، كلية القانون، السنة الخامسة، العدد الأول، 2013.
2. تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم و السندات، مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية، مركز أنقرة.2004.
3. حسين توفيق فيض الله، هيوا إبراهيم قادر، التكييف القانوني لإنتقال ملكية الأوراق المالية في البورصة، مجلة الشريعة و القانون، كلية القانون، جامعة الأمارات العربية المتحدة، العدد الخمسون، 2012.
4. رشا محمد تيسير الحطاب، عقد التداول في البورصة(دراسة قانونية مقارنة)، دراسات علوم الشريعة و القانون، جامعة اليرموك، الأردن، المجلد 36، العدد1.2009.
5. رشيد بوكساني و نسيمة أوكيل، مقومات تطوير بورصة الجزائر، حوليات جامعة قالمة للعلوم الإجتماعية والإنسانية، مجلة محكمة، مديرية النشر جامعة قالمة، العدد 2010.05.
6. عبد الناصر طلب الزيود، محمد خير سليم أبو زيد، أثر الإنترنات في الأسواق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية و القانونية، المجلد 23، العدد الأول، 2007.

7. محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 2001/1999، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 03، 2004.
8. محمد بن إبراهيم السحيباني، آلية المقاصة والتسوية في الأسواق المالية و نظرات في أبعادها الفقهية، الهيئة الإسلامية العالمية للإقتصاد والتمويل، اللجنة العلمية لمشروع دراسات الأسواق المالية، سلسلة الإصدارات الدورية، لا توجد السنة.

2) المراجع باللغة الفرنسية :

I. Les ouvrages :

1. - Rodolphe vialles, savoir investir en bourse avec internet, librairie vuibert, paris, 2em edition, 2005.
2. Anne- dominique MERVILLE, droit des marchés financiers, gualino éditeur, paris, aucun edition, 2006, p125.
3. Daniel goyeau, amine tarazi, la bourse, édition la découverte, paris, nouvelle édition, 2006
4. Henri bourachot. 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, Bréal.rosny cedex, 2e édition, 2006.
5. Jacques hamon, bourse et gestion de portefeuille, ed, economica, paris , édition 2e, 2005.
6. J-c augros ,p. navatte, bourse les options négociables, aubin imprimeur, paris, acune édition,1987
7. Mansour, Mansouri, la Bourse des Valeurs Mobilières D'alger, Editions Distribution Houma, Alger, 2002.
8. Michel germain, philippe delebecque , traité de droit commercial, tome2,édition16.
9. Patrick desjardins, apprentifinancier, bien débuter en bourse, premiére édition, 2010,2012.
10. Paul-jacques lehmann ,bourse et marchés financiers , dunod , paris, édition 2e,2005.
11. Philippe spieser, la bourse, imprim'vert ,librairie vuibert, paris,4e édition, 2010.
12. Stéphane ceaux - dutheil, bourse et analyse technique, economica. ed, édition 2, 2005.

II. Les thésess :

13. Catherine laurent karyotis, efficience technique d'une systeme de reglement-livraison de titres, doctorat en sciences de gestion, universite paris xii- val de marne, France, soutenue le 6 juilles 2004.
14. Lamia yous, lindustrialisation du métier de conservation de titres : enjeux et stratégies, (cas pratique : gestitres s.a.sous-traitant), mémoire soutenu en vue de l'obtention du dess « banques & finances », faculte de droit ,universite rene descartes (paris v), année universitaire 2003-2004.

III. Les articles :

15. Guide intervenants du marché, commision d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, 2015.
16. Guide introduction en bourse, commision d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, 2015.
17. Guide investir on bourse, commision d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, 2015.
18. Michel karlin, delphine vandenbulcke, les infrastructures post-marché et leurs circuits présentation pédagique et enjeux, 8éme journée d'information des rccl et rcsl,département des infrastructures de marché et de la tenue de compte, 2008.

V. Les textes juridiques :

19. Règlement cosob n^{0} 03-01 du 15 moharram 1424 correspondant au 18 mars 2003 portant règlement général du dépositaire central des titres.

3) المواقع الإلكترونية :

www.gosob.org.

الفهرس

الفهرس

إهداء		**I**
تشكرات		**II**
مختصرات		**III**
المخططات		**IV**
المقدمة		**01**
الفصل الأول	**الطابع التعاقدي لتنظيم عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة**	**04**
المبحث الأول	**عمليات التداول وفق القواعد العامة**	**05**
المطلب الأول	**مفهوم عمليات التداول في بورصة القيم المنقولة**	**05**
الفرع الأول	**مفهوم عمليات التداول**	**05**
أولا	تعريف عمليات التداول	**05**
ثانيا	خصائص عمليات التداول	**06**
الفرع الثاني	**الأهداف الوظيفية لعمليات التداول في بورصة القيم المنقولة**	**07**
أولا	المضاربة على الأسعار	**07**
ثانيا	الموازنة	**08**
ثالثا	التغطية	**09**
المطلب الثاني	**الطبيعة القانونية لعمليات التداول في بورصة القيم المنقولة**	**10**
الفرع الأول	**التكييف القانوني من حيث طبيعة العقد**	**10**
أولا	معنى عقد البيع و أركانه	**10**
ثانيا	مطابقة عقود التداول مع مفهوم عقد البيع حسب القواعد العامة	**11**
الفرع الثاني	**التكييف القانوني من حيث طبيعة النشاط**	**12**
أولا	بالنسبة لشركات الوساطة	**12**
ثانيا	بالنسبة للمستثمر	**13**

المبحث الثاني	**إبرام الصفقات وفق عقود التداول ثنائية الأطراف**	**14**
المطلب الأول	**عقود التداول الفورية**	**14**
الفرع الأول	**تعريف عقد التداول الفوري**	**14**
الفرع الثاني	**مميزات عقد التداول الفوري**	**15**
الفرع الثالث	**أغراض المتعاملين بالعقود الفورية**	**15**
المطلب الثاني	**عقود التداول المؤجلة**	**16**
الفرع الأول	**تعريف عقود الآجلة و خصائصها**	**16**
أولا	تعريف العقود الآجلة	**16**
ثانيا	خصائص العقود الآجلة	**17**
الفرع الثاني	**صور العقود الآجلة**	**18**
أولا	عقود التداول الباتة القطعية	**18**
ثانيا	عقود التداول الشرطية	**19**
المبحث الثالث	**إبرام الصفقات وفق عقود التداول ثلاثية الأطراف**	**21**
المطلب الأول	**عقود التداول الإختيارية**	**22**
الفرع الأول	**التكييف القانوني للعقد الإختياري**	**23**
الفرع الثاني	**دواعي تحريك حق الاختيار**	**24**
المطلب الثاني	**عقود التداول المستقبلية**	**24**
الفرع الأول	**مفهوم عقد التداول المستقبلي**	**25**
أولا	تعريف العقد المستقبلي	**25**
ثانيا	التكييف القانوني للعقد المستقبلي	**25**
الفرع الثاني	**أصل العقد المسستقبلي**	**25**
أولا	من حيث نوع العقود	**26**
ثانيا	ثبات السعر المحدد في العقد	**26**
ثالثا	مزايا و عيوب العقدين	**26**
رابعا	ضمانات تنفيذ الإلتزامات العقدية	**26**

المطلب الثالث	**موقف المشرع الجزائري من العقود ثلاثية الأطراف**	**27**
الفرع الأول	**عدم إقرار المشرع بعقود التداول ثلاثية الأطراف**	**27**
الفرع الثاني	**ظرورة رفع الحظر على عقود التداول ثلاثية الأطراف**	**28**
الفصل الثاني	**ضوابط تنفيذ عمليات التداول وفق قواعد السوق**	**31**
المبحث الأول	**القواعد الإجرائية لأوامر التداول**	**32**
المطلب الأول	**أصناف الأوامر في بورصات القيم المنقولة**	**33**
الفرع الأول	**الأوامر من حيث سعر التنفيذ**	**33**
الفرع الثاني	**الأوامر بحسب مدة التنفيذ**	**34**
الفرع الثالث	**أصناف الأوامر في بورصة الجزائر للقيم المنقولة**	**34**
أولا	من حيث سعر التنفيذ	**35**
ثانيا	من حيث مدة صلاحية الأمر	**35**
ثالثا	من حيث شروط التنفيذ	**36**
رابعا	من حيث كيفية الدفع	**36**
خامسا	من حيث مصدر الامر	**36**
المطلب الثاني	**تنفيذ أمر التداول**	**37**
الفرع الأول	**الشروط السابقة لمرحلة إصدار الأمر**	**37**
أولا	أهلية مصدر الأمر	**37**
ثانيا	فتح حساب خاص بين العميل و الوسيط	**38**
ثالثا	الشكلية المطلوبة	**38**
الفرع الثاني	**الشروط اللاحقة لمرحلة الإصدار**	**39**
أولا	كيفية تلقي الأمر من الزبون	**39**
ثانيا	إثبات تنفيذ الأمر	**40**

ثالثا	تكلفة تنفيذ الأوامر	40
المبحث الثاني	**آليات تسعير القيم المنقولة**	42
المطلب الأول	**الأنظمة المعتمدة في التسعير**	42
الفرع الأول	**نظام التسعير مسير بالأوامر**	42
أولا	تقنية التسعير الثابت	43
ثانيا	تقنية التسعير المستمر	44
الفرع الثاني	**نظام التسعير مسير بالأسعار**	44
المطلب الثاني	**طرق تسعير القيم المنقولة**	45
الفرع الأول	**طرق التسعير التقليدية**	45
أولا	التسعير بالمناداة	45
ثانيا	التسعير بالمعارضة	45
ثالثا	نقطة التوازن	45
رابعا	التسعير بالصندوق	46
الفرع الثاني	**طرق التسعير المستحدثة**	46
المطلب الثالث	**تسعير القيم المنقولة في بورصة الجزائر**	47
الفرع الأول	**الطابع التنظيمي لسير حصص التداول**	47
الفرع الثاني	**إجراءات تسعير القيم المنقولة**	49
المبحث الثالث	**الآثار القانونية المترتبة عن تنفيذ عمليات التداول**	50
المطلب الأول	**تسوية السندات في بورصة الجزائر للقيم المنقولة**	50
الفرع الأول	**استقلالية منظومة تسوية السندات**	51
الفرع الثاني	**سير اجراءات التسوية**	52
أولا	النظام الفرعي لضبط الأوامر	52
ثانيا	النظام الفرعي لحل العمليات	53
المطلب الثاني	**تسوية السندات في العقود ذات الأجل**	54

الفرع الأول	**آليات التسوية في العقود الثنائية الأطراف**	**54**
أولا	التصفية النهائية	**54**
ثانيا	التصفية بالترحيل	**54**
الفرع الثاني	**آليات التسوية في عقود التداول ثلاثية الأطراف**	**55**
أولا	تسوية عقود التداول الإختيارية	**55**
ثانيا	تسوية عقود التداول المستقبلية	**55**
الخاتمة		**59**
قائمة المراجع		**63**
الملخص		

ملخص البحث :

تتجسد عمليات التداول في صورة عقود شراء وبيع على الأوراق المالية المقيدة بها، وتختلف أغراض المتعاملين بهذه العقود بين مدخرين موظفين لرؤوس الأموال وبين مضاربين على الأسعار، ومنه أدى ذلك إلى اختلاف طبيعة النشاط، ولعل الفارق الجوهري بين عقود البيع في البورصة وعقود البيع في القواعد العامة هو وجود وسيط مالي يحكم علاقته بعملائه عقد وكالة وتختلف عقود التداول بين فورية يتم تسويتها في أقصى الآجال وبين مؤجلة يتراخى فيها تنفيذ وتسوية العقد لاحقا، وقد أدى تطور المعاملات في البورصة إلى بروز طرق وتقنيات جديدة في ساحة المعاملات المالية تجسدت في العقود المستقبلية وعقود الخيار التي تعود في أصلها للعقود الآجلة مع مراعاة خصوصيتها من حيث الضمانات التي تكفلها لأطراف العقد، وتبتدأ عملية التداول بإصدار أمر من المستثمر العميل لوسيطه ليبادر هذا الأخير لنقل الأمر لقاعة التداول لتنفيذها وفق الشكل المطلوب وحسب نوع الأمر، وفق الآليات المتبعة في أنظمة التسعير المنتهجة وكذا طرق تسعير القيم، لتأتي بعد ذلك مرحلة المقاصة والتسوية الحسابية والنقدية التي يسيرها المؤتمن المركزي للسندات والبنك الجزائري.

الكلمات المفتاحية :

عقود التداول، العميل، الوسيط، نظام التسوية، المقاصة، البيع والشراء، الأوراق المالية، المتداول، أمر البورصة.

Le résumé de mémoire :

L'ativé bors iére principalement sur les opération de négociation qui sont d'une importence mageure pour la bourse.

Ces présentes opération se concrétésent sons forme de contrats d'achat et ventes rendus uniquiment valables et admissibles par titres financiares.

Eneffet, le obgectif des personnes utilisant cec dits contrats sont variés, Il y a ceus qui épargnent leur argent pour augmenter leur capitaux et d'eutres qui font de la spéculation.

Peut-étre la différence essetielle entre les contrats de ventre en bourse ceux effectuées aux marchés informels est l'existence d'un intermédiaire financier dont les relation avec les agents sont bien définies par contrat.

Les contrats de négociation sont variés :il y a les contrats à comptant qui réglé dans les brefs délais et les contrats reportés dont le règlement et l'execution se font tardifs.

Et suite à l'évolution des transaction boursières , il y a en l'avènement de nouvelles techniques et méthodes dons les transactions financières telles que les contrats au futur et les contrats d'option inspirés des contrats tardifs en considérant les particularités de leur garanties qu'elle assure aux parties contractantes.

Les opérations de négociations commencent leurs que l'investisseur agent donne un ordre à le compartiment des négociation, pour que cette dernière mette en œuvre l'ordre comme il été préven et convenu, nature l'ordre.

Après cela, la négociation mandaté par la société des négociations met en œuvre l'ordre de négociation dans la session conformément aux procédures suives dans la nuise en œuvres des ordres boursières en terme des cotations mais aussi des modes de coutations des valeurs,et après vient phase de compensation rit de règlement et monétaire que dirige le dépositaire central et des fonds bloqués et la banque centrale algérienne .

La bourse d'Alger est considérée un marché à comptant qui ne traite pas des dévirés financiers vu leur particularités en Lorme des mesures de règlement les concernant ansé que le rôle du compartiment de compensation et règlement en sa qualité de troisième partie dans la relation de contrat.

Les mots chefs :

Les contrats de négociations, l'agent , le médiateur, le règlement, la compensation, les ventes et achats, les titres financiers, le négociateur, l'ordre de négociation..

The summary of study :

The stock- exchange activities are mainly based the trading operations which are of a great empertence to the stock – exchange.

These operations carried out under the form of purchase and sales contracts that can only be made valid when bank-notes are used.

Infact, the obgectives the buisènessmen making use of such contracts are various :

Ther are some whe make use of then save and money in ordres to raise their capitals of funds.

And other so as to purchase for less money and sell for more, As a result, the nature of the activity has been made varried, and may be the fandamental difference bel ween sales contracts in the stock-exchange and hase contracted in informal markets, lies in the fact there is a financial medial or whose relations with his or her agents are defined in a contract.

The trading contracts are varous and different :

Ther are cash-based contracts issued in the saonest peried of time and forward contracts,Where the execution and clering are made at later period of times.

Follawing the drowth of transactions within the stock - exchnge, ther have been some new methods and techniques concerning the financial transactions made up of : futur contracts and option contracts which are inspired from forward contracts, to gether with taking in consideration their particularities regarding the garantees they insure to the contracts sides.

The trading opirations begin with the buisinessmen-agent issuing an arder to the mediaiter who transmits the order to the trading room for executing it exactly As the buisinessman-agent had wished.

After this, the trader previously appointed by the mediation company, procuds tu executing the arders of the stock-exchange concerning pricing and ways of values of pricing, After that,comes the compensation and delivery managed by the algerian clering of treasury bills and the central bank.

The Algiers stock-exchange is considered as a cash –based market that does not deal with ather forms of trading exsept for cash funds as the derivative contracts are made of different characteristion concerning it settlement and the key part thatis played by the compensation and delivery department as it regarded as the third side within the contract.

Key words :

Trading contracts, agent, mediaitor, settlement, compensation, purchase and sales, bank-notes trader, stock-exchange trader, pricing.