

جامعة عبد الرحمان ميرة - بجاية
كلية الحقوق والعلوم السياسية
قسم قانون الأعمال

النظام القانوني للأسهم و السندات

مذكرة لنيل شهادة الماستر في قانون الأعمال

تخصص: القانون العام للأعمال

تحت إشراف الدكتورة:

- تواتي نصيرة

من إعداد الطالبين:

- شليط علي

- بومراو محند

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسة

- الأستاذ (ة): عدوان سميرة، أستاذة مساعدة قسم أ، جامعة عبد الرحمان ميرة

مشرفة و مقررة،

- الأستاذ (ة): تواتي نصيرة، أستاذة محاضرة قسم أ، جامعة عبد الرحمان ميرة

ممتحنة.

- الأستاذ (ة): تغريبت رزيقة، أستاذة مساعدة قسم أ، جامعة عبد الرحمان ميرة

السنة الجامعية: 2017-2018

﴿ اقرأ باسم ربك الذي خلق، خلق الإنسان من علق، اقرأ و ربك الأكرم، الذي علم بالقلم، علم الإنسان ما لم

يعلم ﴾

سورة العلق - الآيات 1، 2، 3، 4.

﴿ قل رب زدني علماً ﴾

سورة طه - الآية 114.

*" Choisissez un travail que vous aimez, et vous n'aurez pas à travailler
un seul jour de votre vie."*

Le philosophe QIU Kong "Confucius"

إهداء

أهدي ثمرة جهدي و عملي:

إلى الذين قال فيهم المولى سبحانه و تعالى " و قضي ربك ألا تعبدوا إلا إياه و بالوالدين إحسانا.. "

سورة الإسراء - الآية 23.

إلى أمي الغالية التي تعبت و سهرت لأصل إلى قمة النجاح، و غرست في روح العمل و المثابرة و الأخلاق.

إلى أبي الذي وثق بي و الذي دعمني و أعانني، حيث سعى لنجاحي و فرحتي.

كما أهدي هذا العمل لكلّ عائلتي " الياس، عادل، ليندة، صبرينة، بوزيد، جميلة، زهيرة، جدّي و جدّتي

أطال الله عمرهما و شفاهما "

إلى أعز الناس إلى قلبي " زوهاني يمينة، موراد، صونية، منير، سعيد، سليمان، نور الدين.. "

و أخص بالذكر زميلي في هذا العمل " بومراو محند "

إلى كل من ساندني و شجعني لأواصل في طريقي و أتم عملي، و من نسي القلم ذكره.

شليط علي

إهداء

أهدي ثمرة جهدي و عملي:

إلى من بفضلهم إرتقى فكري و وجداني " أمي و أبي " منبع الحكم و الإلهام.

إلى إخواني و أخواتي، جمعنا الله على دربه و رضوانه في الدنيا و الآخرة.

إلى كل أفراد عائلة بومراو و عائلة شعبان شاوش.

إلى كل الأصدقاء اللذين وقفوا بجاني في الظروف الصعبة و لو بكلمة طيبة حتى لا أتراجع و أضل صامدا

في مواصلة إتمام هذا العمل.

بومراو محند

كلمة شكر

في بادئ الأمر نحمد الله و نشكره على جزيل نعائه و وافر عطائه و عظيم سلطانه بما أعاننا عليه لاستكمال هذا البحث.

نتقدم بجزيل الشكر و العرفان إلى الأستاذة المشرفة على هذه المذكرة

الدكتورة تواتي نصيرة

التي أفادتنا بالمعلومات القيمة و التوجيهات المفيدة و لصبرها معنا طيلة فترة إعداد هذا العمل.

كما نتوجه بالشكر إلى كل أساتذة كلية الحقوق بجامعة عبد الرحمان ميرة – بجاية -

و بالخصوص الأستاذة تغريبت التي لم تبخل علينا بمعلوماتها القيمة.

كما نشكر كل من أعاننا في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد.

محمد علي و محمد

قائمة المختصرات

أولاً: باللغة العربية

دون سنة نشر	د.س.ن
الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية	ج.ر.ج.ج
لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها	ل.ت.ع.ب.م
وكيل عمليات البورصة	و.ع.ب
شركة إدارة بورصة القيم	ش.ا.ب.ق
القانون التجاري الجزائري	ق.ت.ج
القانون المدني الجزائري	ق.م.ج
قانون الإجراءات المدنية و الإدارية الجزائري	ق.إ.م.إ.ج
صفحة	ص
من صفحة إلى صفحة	ص.ص
دينار جزائري	د.ج
المملكة العربية السعودية	م.ع.س

ثانياً: باللغة الفرنسية

Sciences po

P

Sciences Politiques

page

مقدمة

تلعب أسواق التمويل دورا هاما في تشابك قطاعات الاقتصاد الوطني، من خلال ربط قطاعات الفائض بقطاعات العجز، فهي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفائض، و مصدرا حيويًا لتمويل قطاعات العجز، و من هنا تبرز أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه هذه الأسواق في عملية التطور الاقتصادي والاجتماعي.

يلاحظ المراقب للتغيرات الهيكلية العميقة التي يتعرّض لها الاقتصاد الدولي اليوم، يمكن أن يلاحظ تزايد الأهمية النسبية لدور الأسواق المالية، على حساب الدور الذي تلعبه علاقات الاقتراض و الائتمان، و لما كانت سوق الأوراق المالية بتنظيماتها المختلفة، الأولية منها و الثانوية، تمثل إحدى دعائم قطاع المال، و آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية و توظيفها. إنّه من المتوقع أن تلعب هذه الأسواق المالية دورا بارزا، كجزء من الهيكل التنظيمي للقطاع المالي، و كأحد الأطر الهامة لتشجيع المدخرات و تجميعها و توجيهها⁽¹⁾.

نجد أنّ لهذه الأسواق المالية دور جدّ فعّال؛ بوجود عملاء اقتصاديين يستثمرون أكثر من حجم مدّخراتهم، فهم بالتالي بحاجة إلى تمويل خارجي، و بالمقابل يوجد بعض الأفراد الذين يدخرون أكثر من حاجاتهم الاستثمارية، و بالتالي لديهم القدرة على تمويل المستثمرين الذين هم بحاجة لهذه الأموال. لهذا يجب تنظيم أطر لتحويل هذه الأموال من طرف لآخر، و هذا ما يتمّ عادة بواسطة النظام المالي الذي يتكوّن من مؤسسات مالية و غير مالية.

للأسواق المالية انعكاس إيجابي على الاقتصاد القومي، و كذا على المستثمرين و الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق، باعتبارها منبع الأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية، و لتمويل عمليات النمو و التوسع في الشركات القائمة⁽²⁾.

إذا، فالسوق المالية (البورصة) هي مكان لعرض مختلف القيم المنقولة الصادرة عن الشركات، الدولة أو الجماعات الإقليمية، و المؤسسات التابعة لها، كما تكمن ميزة القيم المنقولة منها الأسهم و السندات؛ بقابليتها

1- ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، لبنان، د.س.ن، ص 9.
2- صليحة بولحية، تقييم أداء بورصة الجزائر خلال الفترة (2000-2011)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر الأكاديمي في العلوم المالية و البنوك، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014، ص 3.

للتداول، ممّا يسمح للمستثمر فيها استرجاع ماله في أيّ وقت، دون المساس باستقرار الشركة، خاصّة بالنسبة لاستقرار مواردها الماليّة، و تمنح حقوقا مماثلة حسب الصّنف، و تسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة، في حصّة معيّنة من رأسمال الشركة المصدرة (بالنسبة للأسهم)، أو حقّ مديونية عام على أموالها (بالنسبة للسندات)⁽¹⁾.

تعتبر الأسهم أهمّ الأوراق الماليّة، حيث تعتمد عليها الشركة في تأسيسها و وجودها، أمّا النوع الثاني الذي يليها في الأهمية هي السندات، حيث تمثّل حقّ مديونيّة⁽²⁾، فتسعى هاتان القيمتان إلى أن تتداول بنفس السرعة مع التّقود، و هو ما يحصل حاليا⁽³⁾.

نجد أنّ المشرّع الجزائري قد نصّ على هذه القيم في أحكام القانون التجاري من الأمر رقم 75-59، في موادّه من 715 مكرر 30 إلى المادة 715 مكرر 132⁽⁴⁾، و نظرا لكون بورصة القيم المنقولة هرم الاقتصاد الرأسمالي، فإنّ بورصة الجزائر لم يتمّ إنشائها إلا في سنة 1991، بموجب المرسوم التنفيذي 91-169⁽⁵⁾، غير أنّ التدابير التي وضعها من أجل تنظيم المعاملات في السّوق، جاءت بمناقضة لما هو معمول به بموجب القوانين السابقة.

1- مبروك حسين، المدونة الجزائرية للبورصة، دار هومة، الجزائر، 2014، ص 37.

2- أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص: قانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012، ص 8.

3- DIDIER Paul, *Le droit commercial*, 2^{eme} édition, Dalloz, Paris, 2001, p 88.

4- أمر رقم 75-59، مؤرّخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمّن القانون التجاري، ج.ر عدد 100، صادر في 19 ديسمبر 1975، معدل و متمم.

5- المرسوم التنفيذي رقم 91-169، مؤرّخ في 28 ماي 1991، يتضمّن تنظيم المعاملات الخاصّة بالقيم المنقولة، ج.ر عدد 26 لسنة 1991.

و أمام هذه الوضعية، أدرك المشرع الجزائري موقفه، مما أدى به إلى إصدار المرسوم التشريعي رقم 08-93 لسنة 1993⁽¹⁾، حيث جعل القيم المنقولة قابلة للتداول داخل البورصة، دون أن تخضع لشرط العقد التوثيقي، كما حوّل لشركات المساهمة صلاحية إصدار قيم منقولة جديدة.

كذلك، زوّد المشرع البورصة بالآليات و الأدوات الكفيلة لضمان حسن أداء مهامها، و أيضا لتحقيق الشفافية، فقام بوضع سلطة إدارية مستقلة على رأس سوق القيم المنقولة، ألا و هي لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، و ذلك بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93⁽²⁾. و لقد أوكل لهذه اللجنة مختلف المهام، كرقابة السوق القيم المنقولة، و كذا حماية المستثمرين فيها، كما تحتم كذلك بعملية تنظيم قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة.

و انطلاقا من كلّ هذه الأسباب، قمنا باختيار موضوع دراستنا هذا ألا و هو النظام القانوني للأسهم و السندات، و الذي يعتبر جدّ مهمّ، خاصّة و أنّ الاقتصاد العالمي اليوم لا يمكنه الاستغناء عن التعامل بهذه الأوراق المالية، التي تزال تتطوّر في الدّول الأجنبية أكثر فأكثر.

سنقوم بإعطاء صورة و لو بسيطة حول الأسس القانونية التي يقوم عليها هذا الموضوع، ضف إلى ذلك كونه من المواضيع المثارة حديثا في الأنظمة المقارنة، خاصّة أنّه من موضوعات القانون التجاري، أي له أبعاد اقتصادية جدّ مهمّة، سواء على الاقتصاد المحلي أو الخارجي، و عليه فلا يزال يحضى بالعناية و البحث باستمرار إلى يومنا هذا، لكونه قلب التجارة المالية المعاصرة، و عليه، فحتّى نقدّم دراسة كافية حول موضوع بحثنا، طرحنا السؤال الآتي: ما هي مكانة الأسهم و السندات في المنظومة القانونية الجزائرية ؟

1- المرسوم التشريعي رقم 08-93، مؤرخ في 23 أبريل 1993، يعدّل و يتمّ الأمر رقم 75-59، مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمّن القانون التجاري، ج.ر عدد 27 لسنة 1993.

2- المرسوم التشريعي رقم 10-93، مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج.ر عدد 34، صادر في 23 ماي 1993، معدّل و متمّم للأمر رقم 10-96، مؤرخ في 10 جانفي 1996، ج.ر عدد 3، صادر في 14 جانفي 1996، و بالقانون 03-04، مؤرخ في 17 فيفري 2003، ج.ر عدد 11، مؤرخ في 19 فيفري 2003 (استدراك في الجريدة الرسمية) عدد 32، مؤرخ في 7 ماي 2003.

و لنجيب على هذه الإشكالية، قمنا بتقسيم موضوعنا إلى فصلين ذات أهمية للدراسة، ففي الفصل الأول تطرقنا إلى الطّبيعة القانونيّة للأسهم و السّنّدات بوجه عامّ، حيث خصّصنا المبحث الأوّل لدراسة الأسهم من خلال المفهوم التشريعي، و كذا بين مختلف الخصائص التي تتسم بها و كذا أنواعها، بالإضافة لحقوق و واجبات حاملها. أمّا المبحث الثّاني ارتأينا فيه إلى دراسة السّنّدات، من خلال مفهومها التشريعي، بالإضافة إلى خصائصها و أنواعها، كذلك حقوق و واجبات حاملها.

بالنسبة للفصل الثّاني، سنرى فيه العمليّات التي تخضع لها الأسهم و السّنّدات، نظرا للأهميّة الكبيرة لهذا النوع من الأوراق الماليّة في إنعاش سوق البورصة، فسنستطرق في المبحث الأوّل لحركة الأسهم في سوق الأوراق الماليّة، و ذلك بمعالجة إجراءات طرحها في السّوق، مع طرق تسعيرها و تداولها. في حين أنّه سندرس في المبحث الثّاني حركة السّنّدات في سوق الأوراق الماليّة، أي سنحيطها بمختلف الأحكام و الإجراءات المنظّمة لها من حيث إصدارها، و العوامل المتحكّمة في أسعارها، كذلك الاكتتاب فيها و تداولها في البورصة.

الفصل الأول:

الطبيعة القانونية للأسهم

و السندات

عادة ما تلجأ الشركات في بحثها عن رؤوس أموال خارج الإطار التنظيمي الذي هو الكيان القانوني الناشط في الحقل التجاري إلى تمويل هذه الاستثمارات من خلال إصدار مختلف القيم المنقولة حسب الحالة إما أسهما أو سندات. و يكون للشركات التجارية أحد الطريقتين في سبيل تمويل مشروعاتها و استثماراتها فإما أن تلجأ إلى الزيادة في رأسمالها أو اللجوء إلى الاقتراض كوسيلتي تمويل، ففي الحالة الأولى (الزيادة في رأس المال) تقوم الشركة بإصدار أسهم و في الحالة الثانية (الاقتراض) فتلجأ الشركة إلى إصدار سندات، وهي القيم المنقولة التي تلجأ إليها الشركات لتمويل استثماراتها⁽¹⁾.

المبحث الأول: ماهية الأسهم

تعتبر الأسهم من الأوراق المالية التقليدية التي تخضع للأحكام المنصوص عليها في (الفرع الحادي عشر، الفصل الثالث، الكتاب الخامس) من القانون التجاري الجزائري، الذي بدوره يحدد مختلف أنواع القيم المنقولة والحقوق والواجبات المرتبطة بها، و كذا شروط إصدارها في السوق⁽²⁾؛ فهذه الأخيرة تحول الحق بقيم متساوية من المال، و يمكن تسعيرها في إحدى الأسواق المالية، حيث يجوز أن تكون اسمية أو لحاملها أو للأمر⁽³⁾.

ينقسم رأسمال شركة المساهمة إلى مجموعة متساوية من الحصص النقدية و العينية التي يتقدم بها الشركاء، فهي قابلة للتداول، و يطلق عليها اسم "أسهم"، تشكل مجموع رأس مال الشركة، كما تمثل الأسهم حصة الشركاء في رأسمالها⁽⁴⁾، و لهذا سنتناول مفهوم الأسهم في المطلب الأول، و حقوق و واجبات المساهم في المطلب الثاني.

1- بلعيساوي محمد الطاهر، الشركات التجارية : شركات الأموال، الجزء الثاني، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2014، ص 73.

2- لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، استعلام عن القيم المنقولة، ص 3.

www.cosob.org

3- الياس ناصيف، الشركة المغفلة : الأسهم، الجزء الثامن، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص 10.

4- كفاح عبد القادر الصوري، أحكام رأس المال في الشركات - دراسة مقارنة - دار الفكر للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص 34.

المطلب الأول: مفهوم الأسهم

تعتمد شركات المساهمة في وجودها على توفير رأسمال من خلال إصدار القيم المنقولة وتعتبر الأسهم من بين أهم القيم المنقولة الصادرة عن هذه الشركات. فتكتسي الأسهم أهمية بالغة من الناحية الاقتصادية و المالية والاجتماعية.

تعود أهمية الأسهم في المجال الاقتصادي إلى رأس مال الشركة، أي مجموع الأسهم يعتبر الوسيلة المادية التي تمكن من القيام بالمشاريع التي تكونت من أجلها، إذ أنه بدون الوفاء بقيمة الأسهم المكتتب بها لا يكون في مقدور الشركة أن تحقق أغراضها و الصعود لفترة طويلة، هذا ما يؤدي إلى ضياع رأسمالها ويعرضها لصعوبات في حالة عجزها و توقفها عن تسديد التزاماتها إزاء الغير.

تتجلى أهمية الأسهم في الميدان المالي في كونها تشكل موردا أساسيا من موارد الخزينة العامة للدولة وذلك عن طريق تحصيل قيمة الرسوم التي تفرض على عقود التنازل عن الأسهم، وكذلك عن طريق فرض الضرائب على ناتج الأسهم أو مدخولها.

تظهر أهمية الأسهم في المجال الاجتماعي فتظهر في إقبال المواطنين على استثمار مدخراتهم في شراء أسهم الشركات و الاحتفاظ بها و الانتفاع بعائداتها، لأن هذا الأسلوب يمتاز بمنافع اجتماعية جديدة تساعد على استقرار النمو التدريجي للرأسمال الوطني. كما أنه يجب ألا يفوتنا الحديث عن دور بورصة القيم في تداول هذه الأسهم، حتى أن هناك أسهم تكون مملوكة بكل سهولة نظرا لدور بورصة القيم في تداولها وفعاليتها⁽¹⁾.

الفرع الأول: تعريف الأسهم

تعددت التعريفات بالنسبة لهذا النوع من القيم المنقولة، ففي اللغة الإنجليزية يدعى "share"، ما يعني حصة أو جزء، كما يسمى كذلك "Equity"، أي حق الملكية، بالإضافة إلى اصطلاح ثالث هو "stock"، كل هذه المصطلحات ستصادف المستثمر، لذلك ينبغي معرفة أن هذه المصطلحات مترادفة و لها نفس المعنى،

1- مجلة القانون و الأعمال، أنظر:

فهي كلها ترمز إلى الأسهم⁽¹⁾. و للسهم عدة تعاريف، سنكتفي بذكر ثلاثة منها:

أولاً: المشرع المصري

يتميز القانون المصري في هذا الشأن بغياب و عدم الإشارة إلى أيّ تعريف قانوني بخصوص الأسهم، سواءً في قانون الشركات المصرية أو قانون الرأسمال، و إنما اكتفى المشرع المصري في هذا الموضوع بالنصّ في المادة 1/31 من قانون الشركات التجارية رقم 159 لسنة 1981 و المعدّل بالقانون رقم 03 لسنة 1998 على أنّه " يقسم رأسمال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة."، و بالتالي فإنّ رأسمال شركة الأموال هو عبارة عن مجموعة من الأموال تمثّل قيمة الأسهم المصدرة من الشركة⁽²⁾.

ثانياً: المشرع الفرنسي

لم يضع المشرع الفرنسي تعريفاً خاصاً للسهم، و إنما اكتفى بالتمييز بين نوعين من الأسهم، و المتمثلة في الأسهم النقدية و الأسهم العينية، و ذلك من خلال المادة 7-228 من القانون التجاري، و عليه فوضع تعريفاً حسب كلّ صنف أو نوع من الأسهم⁽³⁾.

ثالثاً: المشرع الجزائري

لقد قام المشرع الجزائري بتعريف السهم من خلال نصّ المادة 715 مكرّر 40 من القانون التجاري، حيث نصّت

1- عماد الدين شراي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني، دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC 40، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص 15.

2- يحيوي جمال و صالح حبيبة، النظام القانوني للقيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة الماستر في الحقوق، شعبة القانون الاقتصادي و قانون الأعمال، تخصص القانون العام للأعمال، كلية الحقوق و العلوم السياسية، قسم قانون الأعمال، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، 2016، ص 15.

3- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة-، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصص: القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013، ص 98.

على ما يلي: " السَّهْم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها." (1)

من هذا التعريف يتبين لنا أنّ الأسهم هي عبارة عن أوراق ماليّة ذات قيمة متساوية، تصدرها شركات المساهمة، و تتميز بقابليتها للتداول، و من خلال كلّ هذه التعاريف، يتبيّن لنا أنّ السَّهْم عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول، ذات دخل متغير تصدرها شركة أسهم، و تضمن حق الشريك في هذه الشركة (2).

إنّ المشرّع الجزائري أهمل ذكر المساهم في تعريفه، حيث يمثّل السَّهْم وثيقة مستقلة تقدّم لهذا الأخير، و تتضمن المعلومات الخاصّة بالشركة، مثل اسمها و مقدار رأسمالها و رقم السَّهْم و اسم صاحبها إن كان سَهْمًا اسميًا، أو يكتب أنّه لحامله، و بكلّ هذا يثبت حقّه و نصيبه في الشركة.

الفرع الثاني: خصائص الأسهم

تتميّز الأسهم بعدّة خصائص تميّزها عن السندات الأخرى، و هي:

أولاً: التساوي في قيمة الأسهم

ينقسم رأسمال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة، هذا يعني الحرص على تساوي المساهمين في الأرباح و الخسائر، و الحقّ في التصويت و توزيع موجودات الشركة و فائض التّصفية بعد حلّ الشركة. إنّ تساوي الأسهم في القيمة يسهّل تداولها و كذا حساب النّصاب و الأغلبيّة في اجتماعات الجمعية العامّة للشركة (3).

1- أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، مرجع سابق.

2- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري - دراسة حالة بنك BNP PARIBAS -، مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007، ص 16.

3- محمّد السيّد الفاقى، مبادئ القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2002، ص، ص 292، 293.

ثانيا: عدم قابلية السهم للتجزئة

يمثل السهم حق المساهم في الشركة، كما يمثل حصة في رأسمالها، فيؤثر مصير ملكيته على ممارسة الحقوق الملازمة له⁽¹⁾. فلا يجوز أن يتعدّد مالكو الأسهم أمام الشركة، فإذا آلت ملكية السهم إلى عدّة أشخاص بسبب الوفاة أو بغير ذلك من الأسباب، فإنّ السهم لا يتجزأ عليهم، ولا يكون لأيّ منهم صوت في الجمعية العامة للمساهمين، لذا يجب عليهم أن يختاروا شخصا واحدا يباشر الحقوق المتصلة بالسهم اتّجاه الشركة⁽²⁾.

ثالثا: قابلية السهم للتداول

تمتاز الأسهم بقابليتها للتداول بالطرق التجارية، إذا فهي من إحدى الخصائص الهامة التي لا قيام بدونها لفكرة "السهم"، حيث نصّ عليها المشرّع الجزائري في المادة 715 مكرّر 40 على أنّ: " السهم هو سند قابل للتداول... " ⁽³⁾. فمبدأ تمكين المساهم من التصرف في أسهمه يعتبر من الحقوق المتعلقة بالنظام العام، إذ لا يجوز أن يرد نصّ في عقد الشركة أو نظامها الأساسي يحرم المساهم من هذا الحقّ الجوهرية الذي يمارسه عن طريق تداوله في الأسواق المالية⁽⁴⁾.

رابعا: تحديد السهم مسؤولية المساهم

إنّ مالك الأسهم لا يكون مسؤولاً عن ديون الشركة إلّا بقدر ما وضعه من مال، الشئ الذي يجعل مسؤوليته محدودة. و لما كانت هذه المحدودية داخلية في نطاق النظام العام، فبالتالي لا يجوز تحميل المساهم مسؤولية تتجاوز حدود الحصة التي يمتلكها في الشركة، فلا يجوز مثلاً للجمعية العامة اتّخاذ قرار يشدّد مسؤولية المساهم⁽⁵⁾.

1- سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال و الشركات، ط 2، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2008، ص 370.

2- أحمد أبو الروس، موسوعة الشركات التجارية، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة، 2002، ص 188.

3- أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، مرجع سابق.

4- أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية و الإفلاس، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، 2008، ص 145.

5- محمّد السيّد الفاقحي، مبادئ القانون التجاري، مرجع سابق، ص، 294، 295.

الفرع الثالث: أنواع الأسهم

هناك عدّة أنواع، تتنوّع باختلاف النّظرة إليها و باختلاف شكلها، و سنقوم بتناولها كما سيأتي:

أولاً: من حيث شكلها

فيجب أن تتخذ الأسهم شكلاً يسمح بتداوله بسهولة، و هي ثلاثة أنواع:

1- أسهم اسمية: هي التي تحمل اسم مالكيها، و تثبت ملكيته بقيد اسمه في سجلّ الشركة، حيث تُدار هذه الأسهم من طرف الشركات المصدرة لها، كما يمكن أن تُسند هذه المهمة لمؤسسات ماليّة متخصصة في ذلك⁽¹⁾.

فتصدّر الأسهم في الشكل الاسمي حتّى يتمّ الوفاء بها، و الحكمة من ذلك أنّ الأسهم الاسمية لا تتداول إلاّ بطريق القيد في دفاتر الشركة، الأمر الذي يمكنها من معرفة المتنازلين السابقين، و اسم المتنازل إليه الأخير، فتستطيع إذاً الشركة أن توجّه إليه المطالبة بأداء الباقي من قيمة السهم في حالة عدم دفعه لها من قبل⁽²⁾.

2- أسهم لحاملها: و هو السهم لا يحمل اسم صاحبه، و إنّما يعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، فتصبح حيازته دليلاً على الملكية. فإن تداوله يجري عن طريق تسليمه، و بهذا لا تستطيع الشركة معرفة أسماء الأشخاص الذين تداولوا السهم، بل و لا اسم الشخص الذي يحمله، إذ قد لا يتقدّم المساهم عند توزيع الأرباح إلاّ بالقسيمة⁽³⁾.

3- أسهم للأمر: هذا النوع يتضمّن اسم صاحبه، مع إضافة عبارة " للأمر " أو " لإذن"، و نقل ملكيته تكون

1- REMIDI Djoummana, *Le marché boursier algérien: Contraintes et perspectives*, mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magister en sciences économiques, option « monnaie- finance- banque », Faculté des sciences économiques, Commerciales et de gestion, Département des sciences économiques, Université Mouloud mammeri, Tizi-Ouzou, p 30.

2- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر و التوزيع، المملكة العربية السعودية، 2003، ص 54.

3- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، المرجع السابق، ص، 53، 54.

بتظهيره، وذلك بكتابة اسم المالك الجديد، مع توقيع المالك السابق دون الحاجة للرجوع إلى سجلات الشركة⁽¹⁾، إذ أنّ الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، الشيء الذي يمنع هذه الأخيرة من التعرف على المساهم الأخير، لهذا يشترط في هذا النوع من الأسهم أن تكون كاملة الوفاء، أي دفعت كلّ قيمتها الاسميّة⁽²⁾.

ثانيا: من حيث الحصّة المدفوعة

ينقسم السّهم، بالتّظر إلى طبيعة الحصّة التي يقدّمها المساهم إلى نوعين:

1- الأسهم النقديّة: تكون الأسهم نقديّة إذا كانت الحصّة المقدّمة مقابلها لها قد تمّت نقدا، سواءً بعملية قانونيّة أو شيك أو أيّ أوراق تجارية قابلة للانتقال و التداؤل⁽³⁾، حيث يجب الوفاء بربع قيمتها الاسميّة على الأقل عند تأسيس الشركة على أن تسدّد القيمة الاسميّة بالكامل خلال مدّة لا تتجاوز خمس سنوات من تاريخ تأسيس الشركة⁽⁴⁾.

لقد نصّت المادّة 596 من القانون التجاري الجزائري على " ... و تكون الأسهم النقديّة مدفوعة عند الاكتتاب بنسبة الرّبع (4/1) على الأقل من قيمتها الاسميّة، و يتم وفاء الزيادة مرّة واحدة أو عدّة مرّات بناءً على قرار من مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب كل حالة، في أجل لا يمكن أن يتجاوز (5)

1- صالح بن محمّد بن سليمان السّلطان، الأسهم: حكمها و آثارها، دار ابن الجوزي للنشر و التوزيع، المملكة العربيّة السّعوديّة، 2006، ص 14.

2- سميحة بن محياوي، دور الأسواق الماليّة العربيّة في تمويل التجارة الخارجيّة: دراسة حالة بعض الدول العربيّة، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكّتوراه الطور الثالث في العلوم التجاريّة، تخصّص: تجارة خارجيّة، كلية العلوم الاقتصادية و التجاريّة و علوم التسيير، جامعة محمّد خيضر، بسكرة، 2015، ص 36.

3- علي عبد السّتار علي الحسين، الأرباح التجاريّة من منظور الفقه الإسلامي، دار التفاسل للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص 386.

4- أحمد بن محمّد الخليل، الأسهم و السّنندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص 50.

سنوات ابتداءً من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري. لا يمكن مخالفة هذه القاعدة إلا بنصّ تشريعي صريح...⁽¹⁾.

من خلال هذه المادة نلاحظ أنّ المشرّع أحاط هذا النوع من الأسهم بمجموعة من الشّروط التي لا يمكن مخالفتها في أي حال، إلا بصدر نصّ تشريعي ينصّ صراحة على ذلك.

2- الأسهم العينية: هي التي يحصل عليها مؤسس الشركة لقاء تقديمه مالا غير النقود، كعقار أو منقول مادّي أو معنوي. و من أمثلة الحصص العينية قطعة أرض يقيم عليها منشآت الشركة أو مبنى أكملها تستوفيه الشركة لإدارتها، أمّا النوع الآخر فهي المنقولات المادّية كالسيارات أو البضائع أو منقول معنوي كبراءة اختراع أو نموذج صناعي، و تدخل هذه الحصص النقدية في تكوين رأسمال الشركة⁽²⁾.

فيما يخصّ إثبات الاكتتاب بهذا النوع من الأسهم، تنصّ المادة 597 على "يتمّ إثبات الاكتتاب بالأسهم النقدية بموجب بطاقة اكتتاب تعدّ حسب الشّروط المحدّدة عن طريق التّنظيم."⁽³⁾

و القوانين التي تجيز للشركة إصدار أسهم عينية تشترط أن تكون المقدمات التي قدّمها صاحب الأسهم العينية تساوي في قيمتها قيمة تلك الأسهم، و لهذا تخضع المقدمات العينية إلى تقدير قيمتها نقداً، بهدف التحقق من تساوي قيمتها مع قيمة الأسهم و ذلك حماية لرأس المال الذي يمثّل الضّمان العام للدائنين⁽⁴⁾.

يجب الوفاء بقيمة الأسهم العينية كاملة بمجرد الاكتتاب فيها، إعمالاً لما نصّ عليه المشرّع في نصّ المادة 596 من ق.ت.ج "... و تكون الأسهم العينية مسددة القيمة بكاملها حين إصدارها."⁽⁵⁾

1- أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، مرجع سابق.

2- علي عبد الستار علي الحسين، الأرباح التجارية من منظور الفقه الإسلامي، المرجع السابق، ص 387.

3- أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، المرجع السابق.

4- بن بعيش و داد، تداول الأسهم و التصرف فيها في شركات الأموال، أطروحة مقدّمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصص: قانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2017، ص، ص 41، 42.

5- أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، المرجع السابق.

ثالثا: من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

الأصل أنّ جميع أسهم شركة المساهمة تعتبر أسهما عاديّة تطبيقا لمبدأ المساواة، بالنسبة لتساوي قيمة الأسهم من جهة، و تساوي حقوق و واجبات أصحابها من جهة أخرى. غير أن بعض الأسهم تعطي لأصحابها حقوقا و امتيازات إضافية، إذا فتنقسم هذا النوع من الأسهم إلى أسهم عادية و أخرى ذات حقّ الأفضلية⁽¹⁾، و ذلك امتثالا لنص المادة 715 مكرر 44⁽²⁾، و سنتناول كلّ منها على حدى:

1- الأسهم العادية: نصّت عليها المادة 715 مكرر 42⁽³⁾، و هي الأسهم التي يمتلكها أغلبية المساهمين، و تمنحهم حقوقا و التزامات متساوية، و يوزّع على أصحابها الأرباح التي تبقى بعد أرباح الأسهم الممتازة.

إنّ التّساوي في القيمة الاسمية، يستتبع التّساوي في الحقوق الملازمة للسّهم كحق الاشتراك في الإدارة عن طريق الحضور في الجمعيات العامة و التصويت فيها، نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريق آخر⁽⁴⁾، و الحق في الحصول على نصيبهم من الأرباح التي حققتها الشركة خلال سنة ماليّة واحدة، إذا ما قررت الإدارة توزيعها⁽⁵⁾، و الحقّ في موجودات الشركة عند التّصفية، و حقّ الأفضلية في الاكتتاب بالأسهم عند زيادة رأس المال، و سواها من الحقوق التي سنتطرّق إليها بالتفصيل.

1- بلعربي خديجة، المميّزات القانونية للسّهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة بلقايد، وهران، 2014، ص 141.

2- المادة 715 مكرر 44 تنصّ " يمكن تقسيم الأسهم العادية الاسمية إلى فئتين اثنتين حسب إرادة الجمعية العامة التأسيسية، تتمتع الفئة الأولى بحق تصويت يفوق عدد الأسهم التي بحوزتها، أمّا الفئة الثانية فتتمتع بامتياز الأولوية في الاكتتاب الأسهم أو سندات استحقاق جديدة."

3- أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، مرجع سابق.

4- إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم و السندات، صندوق النقد العربي - معهد السياسات الاقتصادية - أبو ظبي، 2010، ص 7.

5- حسن عبد الله الأمين، زكاة الأسهم في الشركات: مناقشة بعض الآراء الحديثة، البنك الإسلامي للتنمية - المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب -، بحث رقم 21، م.ع.س، 1993، ص 13.

غير أنّ قاعدة المساواة بين المساهمين لا تتعلّق بالنّظام العامّ، لهذا الأمر يجوز الاتفاق على مخالفتها في نظام الشركة⁽¹⁾، كأن ينصّ هذا النّظام على منح امتيازات معينة لنوع من الأسهم، بحيث تصبح أسهم الشركة غير متساوية في الحقوق، و من هنا تنطلق فكرة الأسهم الممتازة⁽²⁾.

أ- **الاتجاهات الحديثة للأسهم:** فضلا عن الأسهم العاديّة التقليديّة، ظهرت أنواع جديدة من الأسهم و سنستعرض الأنواع المستحدثة منها كما يلي:

__ **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية تربط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحقّقها ككل، و لكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية، يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحقّقها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة. و على الرغم من المزايا التي قد يحقّقها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلّف نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين⁽³⁾.

__ **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** تسمح تشريعات بعض الدّول و منها الولايات المتّحدة الأمريكيّة، للمنشآت التي تتبع حصّة أسهمها العاديّة إلى العاملين بها بخضم التّوزيعات لهذه الأسهم من الإيراد قبل الفائدة و الضّريبة⁽⁴⁾.

__ **الأسهم العاديّة المضمونة:** الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع على الشركة التي أصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهر و لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكيّة أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى حد معين

1- عبد القادر البقيرات، محاضرات في مادّة القانون التجاري الجزائري، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، د.س.ن، ص 136.

2- الياس ناصيف، الشركة المغلّقة: الأسهم، مرجع سابق، ص 155.

3- بن عزو عبد الرّحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة ماليّة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم: علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص 34.

4- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 109.

خلال فترة محددة عقب الإصدار⁽¹⁾.

2- الأسهم الممتازة: يطلق عليها أيضا أسهم الأولوية أو أسهم الأفضلية، رغم أنه سند ملكية مثله مثل

السهم العادي إلا أنها تتمتع ببعض المزايا التي لا نجدتها في الأسهم العادية.

تعطي هذه الأسهم لحاملها حقوقا إضافية على الحقوق الأساسية للأسهم، كالأولوية في الحصول على الأرباح بنسبة معينة⁽²⁾، ففي حالة ما إذا لم تحقق الشركة أرباحا معينة أو قررت عدم توزيع الأرباح، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء أي توزيعات حتى يستوفي حملة الأسهم الممتازة حقوقهم من هذه الأرباح المحمّدة، كما أنّ حقّها في التصويت نادر، بالمقارنة مع حقوق الأسهم العادية في هذا الشأن⁽³⁾. أمّا الميزة الأساسية التي تستفيد بها الشركة هي عدم تدخل حملة الأسهم الممتازة في إدارة الشركة، فهدفهم هو استفاء قيمة أسهمهم⁽⁴⁾.

تصدر هذه الأسهم في الغالب عندما تحتاج الشركة زيادة رأسمالها بقصد تشجيع الجمهور على الاكتتاب في هذه الأسهم الجديدة، لاسيما إذا كانت قيمة الأسهم القديمة في السوق أقلّ من القيمة الاسمية. و إذا كانت الشركة قد أصدرت سندات و لا يساعد وضعها المالي على تسديد قيمتها، فإنّها تعرض على الدائنين تحويل سنداتهم إلى أسهم ممتازة، و بذلك تتخلّص من دينها بأن يصبح الدائنين مساهمين في الشركة⁽⁵⁾، فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة.

1- جليخي محمد وليد و بن مكسن إسماعيل، البورصة في الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس في علوم الاقتصادية، تخصص " نقود مالية و بنوك"، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، دائرة العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي يحي فارس، المدينة، 2007، ص 30.

2- فيصل بن سلطان المري، مسائل في تطهير الأسهم، بحث مقدم إلى الندوة الفقهية الأولى في المعاملات المالية: الضوابط الشرعية في تطهير الكسب الحرام في الأسهم والصناديق الاستثمارية، م.ع.س، ص 19.

3- حسن عبد الله الأمين، زكاة الأسهم في الشركات: مناقشة بعض الآراء الحديثة، مرجع سابق، ص 14.

4- حمليل نؤارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدّمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم، التخصص: القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013، ص، ص 271، 272.

5- عزيز العكيلى، الوسيط في الشركات التجارية - دراسة فقهية قضائية مقارنة-، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص 234.

كما يمكن أن تقوم بتقديم امتيازات لحملة الأسهم القديمة بتحويلها إلى أسهم ممتازة، مكافأة لهم على ما بذلوه من جهود في سبيل إنجاح هذه الأخيرة⁽¹⁾.

- وهناك عدّة مميزات للأسهم الممتازة بشكل خاص، أهمها:

- حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم، و أن هذا الحق كثيرا ما يحرم منه أصحاب الأسهم.

- حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية و ذلك عند ما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها.

- حامل السهم الممتاز لا يحق له التصويت في الجمعية العامة إلا في حالات محددة، فغايتها هي تحصيل الأرباح.

و للأسهم الممتازة نوع آخر بحسب ما تعطيه للمساهم من امتيازات:

أ- **النظرة الجديدة للأسهم الممتازة:** إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية نجد:

ـ **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** و الأصل أنها ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم، و للحفاظ على مستوى ملائم للطلب لتلك الأسهم عادة ما ينصّ على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم و أن كأن يشترط أيضا أن لا تزيد النسبة عن 15.5% من القيمة⁽²⁾.

ـ **الأسهم الممتازة ذات الصّوت المتعدّد:** هي الأسهم التي تعطي لحاملها أكثر من صوت واحد في الجمعيات العامة، خلافا للمبدأ العام الذي يعطي لكل سهم صوت واحد، و هي صورة أخرى من صور الأسهم الممتازة،

1- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص 56.

2- بوضيف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصّص: مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007، ص، ص 69، 70.

3- SINÉ Laure, *Droit des sociétés*, 7^e édition, Dunod, Paris, 2006, p 96.

فهذا النوع كذلك يخالف قاعدة المساواة بين الأسهم من جهة، و بين حقوق و واجبات المساهمين من جهة أخرى⁽¹⁾.

كما يهدف هذا النوع من الأسهم إلى المحافظة على ثبات الأغلبية في الجمعية العامة، وأهم من ذلك يهدف إلى ضمان سيطرة الوطنيين على إدارة الشركة، وتسيير شؤونها في الدول التي تجيز مساهمة الأجانب في الشركات الوطنية، وذلك عن طريق الإقرار لهذه الأسهم التي يحملها الوطنيون بعدد من الأصوات يفوق العدد المقرر للأسهم التي يحملها الأجانب ولكي تكون الأغلبية اللازمة في اتخاذ القرارات لصالح مواطني البلد المعني⁽²⁾.

إنّ لهذه الأسهم أضرارها إذ تجعل في دفعها هيمنة فئة قليلة من المساهمين على إدارة الشركة، الأمر الذي يعيق عمليا ممارسة المساهمين لحقهم في الرقابة على إدارة الشركة، بذلك منعت العديد من التشريعات إصدار هذا النوع من الأسهم كالقانون اللبناني و السعودي، و اعتبرته غير جائز⁽³⁾.

أشار المشرع الجزائري إلى هذه الأسهم في المادة 715 مكرر 44، فقرة 2⁽⁴⁾، فإنّه من الممكن قيام الجمعية العامة التأسيسية بإعطاء لطائفة معيّنة من الأسهم العادية الاسميّة الحقّ في التصويت يفوق عدد الأسهم التي يجوزها بعض الشركاء⁽⁴⁾. إنّ قيام الشركة بإصدار هذه الأسهم يمكنّها من التمييز بين الشركاء المخلصين و الناشطين في الشركة من أجل تنمية رأسمالها و تطوير قدراتها الاقتصادية، و بين الشركاء المستثمرين لرؤوس الأموال و الذين لا تعنيهم هذه الأخيرة أكثر ممّا يعنيهم تحصيل الربح⁽⁵⁾.

1- فهمي بن عبد الله، النظام القانوني لنشاط شركة المساهمة، مذكرة مكتملة من مقتضيات نيل شهادة الماستر في الحقوق، تخصّص قانون الأعمال، كلية الحقوق و العلوم السياسيّة، قسم: الحقوق، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص، ص 83، 84.

2- زعيط خديجة، حق التصويت في الجمعية العامة لشركة المساهمة مشروع مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر حقوق، تخصّص: قانون الشركات، كلية الحقوق و العلوم السياسيّة، قسم الحقوق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015، ص، ص 13، 14.

3- بن يعييش و داد، تداول الأسهم و التصرف فيها في شركات الأموال، مرجع سابق، ص، ص 47، 48.

4- المادة 715 مكرر 44، من ق.ت.ج.

5- بلعيساوي محمد الطاهر، الشركات التجاريّة: شركات الأموال، مرجع سابق، ص 92.

رابعاً: أنواع الأسهم من حيث الاهتلاك

الأصل أنه لا يجوز ردّ قيمة الأسهم للمساهمين إلا عند حلّ الشركة أو تصفيتها و بعد الوفاء بديونها، لكن قد يسمح القانون أو عقد الشركة بغير ذلك⁽¹⁾. فينتج عنها نوعان من الأسهم و هي:

1- أسهم التمتع: هي تلك التي يحصل مالکها على قيمتها أثناء قيام الشركة المصدرة لها، فهي خارجة عن الأصل العام، حيث لا ينتظر مالك الأسهم حلّ الشركة أو تصفيتها لاسترداد حقوقه. و يتمّ تعويض المبلغ الاسمي للأسهم إلى المساهم عن طريق الاهتلاك، إمّا من الفوائد أو الاحتياطات. أما عن كميّة الاهتلاك فيتمّ بطريقتين، إمّا تدريجيّاً بأن تردّ الشركة كلّ سنة إلى المساهمين جزءاً من القيمة الاسمية للأسهم أو عن طريق القرعة⁽²⁾.

عرّف القانون التجاري الجزائري أسهم التمتع كالتالي " أسهم التمتع هي الأسهم التي تمّ تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصوص إمّا من الفوائد أو الاحتياطات. و يمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصّته في تصفية الشركة في المستقبل". و بالمقابل تحظر المادة 715 مكرّر 46 من القانون التجاري الجزائري، إهلاك الأسهم عن طريق سحب القرعة حيث يعدّ كلّ خرق لهذه القاعدة باطل⁽³⁾.

2- أسهم رأس المال: هي تلك الأسهم التي لم يقبض المساهم قيمتها الاسمية من الشركة، أي أنّها لم تستهلك بعد. و يظلّ السهم رأس المال قائماً داخلاً في موجودات الشركة و متّصلاً بأموالها حين انقضائها، و عند ذلك فقط يتقاسم المساهمون أموال هذه الأخيرة و يستردّ كلّ منهم أسهمه في رأس مالها لكونه الضمان العام للدائنين، أمّا إذا أراد المساهم أن يستردّ قيمة سهمه قبل انقضاء الشركة، فلا سبيل إلى ذلك إلا أن يتنازل عن السهم للغير⁽⁴⁾.

1 - حميل نؤارة، النظام القانوني للسوق الماليّة الجزائريّة، مرجع سابق، ص 272.

2- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 106.

3- المادة 715 مكرّر 45 و 715 مكرّر 46، من الأمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، مرجع سابق.

4- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق الماليّة: دراسة قانونيّة مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009، ص 94.

المطلب الثاني: حقوق و واجبات المساهم

يرتّب الاكتتاب في رأسمال شركة المساهمة حقوقا للمكاتب، و بالمقابل يرتّب عليه التزامات:

الفرع الأول: حقوق المساهم

يتمتع المساهم بعدة حقوق تترتب له بمجرد امتلاكه للسهم، ولا تنتزع منه هذه الحقوق إلا بزوال هذه الملكية، كونها حقوقا أساسية لا يجوز المساس بها أو حرمان المساهم منها. حيث يمكن لنا تجميع هذه الحقوق في فئتين: حقوق مالية و أخرى غير مالية، و هذا ما سنتطرق إليه في هذا الفرع.

أولا: الحقوق المالية

إنّ هدف كلّ مساهم هو الحصول على أرباح، فامتلاكه و لو لسهم واحد في الشركة يخوّله الحقّ في الحصول على الأرباح التي تحقّقها الشركة خلال نشاطها، كما تمنحه الحقّ في جزء من أموالها في حالة انحلالها و تصفيتها، و قد منح المشرّع للمساهم عدّة حقوق مالية، سنتطرق إليها من خلال النقاط الموالية:

1- الحق في الحصول على الأرباح: من أبرز الحقوق الملازمة لملكية السهم، حقّ المساهم في الحصول على الأرباح التي تحقّقها الشركة⁽¹⁾، فهذا هو الحقّ الأساسي الذي يُعطى للمساهم، و يدخل في تكوين الشركة بوجه عامّ، لأنّه الهدف الذي يصبو إليه المساهم لدخوله في الشركة، عن طريق استثماره في مشروعها.

لذلك ذهب القضاء إلى اعتبار أنّ حقّ المساهم في الأرباح هو من الحقوق الأساسية التي لا يجوز المساس بها، و كلّ ما من شأنه أن يفقد المساهم هذا الحقّ يكون متعارضا مع هذا المبدأ الجوهري، و يكون من حقّ المساهم اللّجوء إلى القضاء للمطالبة بنصيبه⁽²⁾.

و في هذا الصّدّد نجد المادة 715 مكرر 42 تنصّ: " و تمنح الأسهم العادية، علاوة على ذلك،

1- أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 128.

2- الياس ناصيف، الشركة المغلقة: الأسهم، مرجع سابق، ص. ص 223، 225.

الحق في تحصيل الأرباح...⁽¹⁾. كما يمكن للشركة أن تمنح للمساهم حق الخيار بين دفع الأرباح نقدا، أو على شكل أسهم، فحق هذا الأخير في الحصول على الأرباح لا يعني تحصيله عليها في نهاية كل سنة مالية فقط، بل أنه لا يمكن حرمانه من هذا الحق⁽²⁾.

2- حق الأفضلية في الاكتتاب: عند قيام الشركة بالزيادة في رأسمالها، يترتب للمساهمين الأساسيين حق أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة، كما يسمح لهم بالحفاظ على نفس نسبة رأس المال في الشركة، و يحميهم من خطر دخول أشخاص أجنبان إليها، و بهذا يجوز لها إصدار الأسهم الجديدة بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية⁽³⁾. إذا فهو حق ثابت لكل مساهم في الشركة عند زيادة رأسمالها، و ذلك بنسبة قيمة أسهمه.

و سنبيّن كيفية توزيع الأسهم الجديدة المكتتب فيها حسب نسبة قيمة أسهم كل واحد في الجدول التالي⁽⁴⁾:

عدد الأسهم التي يحقّ الاكتتاب فيها	النسبة الممثلة في رأس المال	عدد الأسهم الأصلية	المساهم
100 سهم	50 %	500	أ
20 سهم	10 %	100	ب
30 سهم	15 %	150	ج
50 سهم	25 %	250	د

1- المادة 715 مكرر 42 فقرة 2 من ق.ت.ج: " و تمنح الأسهم العادية، علاوة على ذلك، الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرّر الجمعية العامة توزيع كلّ الفوائد الصافية أو جزء منها."

2- MERLE Philippe, *Droit commerciale : sociétés commerciales*, 10^e édition, Dalloz, Paris, 2005, p 351.

3- AMROUCHE Kamilia, *Le financement des sociétés par actions par émission de valeurs mobilières*, Mémoire pour l'obtention du magistère en droit, Option: Droit des Affaires, Faculté de Droit, Université Mouloud MAMERI, Tizi-Ouzou, 2009, p 36.

4- أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 85.

3- حق المساهم في استرداد القيمة الاسمية للسهم: بعد حلّ الشركة و تصفيتها و إيفاء كلّ الالتزامات و الدّيون، و عند كفاية الموجودات، يستعيد المساهمون قيمة أسهمهم الماليّة أو يستعيدون المبالغ المدفوعة من أصلها، بشرط أن تكون هذه الأخيرة قد تمّ الوفاء بكلّ قيمتها. و إذا كان إيفاءها لم يكتمل، فلا يكون لهم الحق في استرداد قيمة الأسهم الاسميّة بكاملها، بل فقط استرداد المبلغ المدفوع من أصلها⁽¹⁾. و يكون لأصحاب الأسهم ذات الأولويّة، الحقّ في الاسترداد قبل بقيّة المساهمين الآخرين.

4- اقتسام موجودات الشركة: يعدّ آخر حقّ مالي مرتبط بالسهم، فبعد استرداد القيمة الاسمية للسهم قد يبقى فائض من موجودات الشركة، هذا الفائض يتمّ توزيعه بين المساهمين بنسبة ما يملك كلّ منهم من أسهم، و ذلك حسب ما ينصّ عليه القانون الأساسي للشركة. و في حالة تخفيض رأس المال يعود لكلّ مساهم حصّة من موجودات الشركة الفائضة من قيمة رأس المال بعد إجراء التخفيض⁽²⁾.

ثانيا: الحقوق غير المالية

هي تلك التي لا يمكن تقديرها نقدا، و قد تدعى أحيانا بالحقوق المعنويّة، و تنجرّ هذه الحقوق على نيّة الاشتراك « L'affectio societatis » كحقّ المساهم في البقاء في الشركة.

هذه الحقوق تسمح للمساهم بممارسة تأثير على إدارة الشركة، كالحقّ في الاطلاع على بعض الوثائق المتعلقة بحياة الشركة، و هو حقّ لا يمارس بصفة دائمة، فهناك وثائق لا يمكن الاطلاع عليها إلا في فترات محدّدة، بالإضافة إلى حقّ المراقبة و التقرير، و ذلك عن طريق ممارسة حقّ التصويت في الجمعيات العامة، و سنتطرق إلى ذكر أهم هذه الحقوق:

1- حقّ البقاء في الشركة: طالما أنّ المساهم لم يرقم بإحالة أسهمه رغبة منه في الخروج من الشركة، فإنّه حرّ في البقاء فيها ما دامت قائمة، و تتجسّد هذه الحرية كذلك بعدم إجباره على البقاء في الشركة ما إذا أراد مغادرتها

1- الياس ناصيف، الشركة المغلّقة: الأسهم، مرجع سابق، ص 323.

2- محمّد السيد الفاقني، مبادئ القانون التجاري، مرجع سابق، ص 302.

و التّحلي عن أسهمه بأي طريقة قانونية يريدّها، ذلك حتى و إن اشترطت القوانين الأساسيّة للشّركة إخضاع الإحالة لشرط الموافقة، بحيث لا يجوز أن يبقى سجيناً فيها.

و من أجل هذا، قد ألزم المشرّع شركات الأسهم بالعمل على إيجاد حلول لمثل هذه الحالات، و ذلك بشرائها من طرف أحد المساهمين أو الغير، و إن تعدّد ذلك أن تشتريها بنفسها قصد تخفيض رأسمالها⁽¹⁾.

بما أنّ للمساهم حقّ أساسي للبقاء في الشّركة، إذا لا يمكن إقصاءه منها، لا من طرف مسيرتها و لا عن طريق قرار الجمعية العامّة. لكن هناك بعض الحالات الخاصّة أين يمكن أن يجد المساهم نفسه مقصي من الشّركة، و هذا عند امتناعه عن دفع المبالغ المتبقّية من قيمة أسهمه، أو في حالة قيامها بالتّخفيض من رأسمالها بالحدّ من عدد الأسهم، فأني مساهم لا يملك العدد الأدنى من الأسهم الواجب امتلاكها، سيجد نفسه تلقائياً مقصي من الشّركة، لعدم إمكانيّته للرفع من التزاماته و ذلك بشراء أسهم جديدة⁽²⁾.

2- الحقّ في الإعلام: حتى يتمكن المساهم من المشاركة في المداولات التي تتم في الجمعية العامّة بصورة فعّالة، و التّصويت على القرارات المطروحة في جدول أعمال الشّركة، يجب على الشّركة تبليغ المساهم بكافّة أعمالها، و طبيعة نشاطها و المشاريع التي قامت بها أو التي تنوي القيام بها⁽³⁾، و ذلك قبل ثلاثين يوماً من انعقاد الجمعية العامّة.

و حقّ المساهم في الإعلام هو ضمانته و حماية أساسيّة لمصلحته بل و في نفس الوقت يعتبر حماية لمصلحة الشّركة، كونه يمهد لحقّ أساسي للمساهم، و هو حقّه في المداولات و التّصويت، و بهذا الصّدّد منحه القانون بعض الضّمّانات، كحقّه في البحث و التحري في الوثائق الرئيسيّة المتعلّقة بالشّركة، سواء قبل انعقاد الجمعيات العامّة أو في غير ذلك من الأوقات، إذ يعدّ هذا الحقّ التزاماً يقع على الشّركة، لا يجوز لها الإخلال به.

1- بلعري خديجة، المميزات القانونية للسهم، مرجع سابق، ص، ص 161، 162.

2- MERLE Philippe, *Droit commerciale: sociétés commerciales*, op.cit, p 362.

3- خلفاوي عبد الباقي، حماية المساهم في شركة المساهمة: بين القانون و الواقع - دراسة مقارنة-، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الإخوة منتوري، قسنطينة، 2015، ص 111.

و للتأكد من صحّة و شفافية المعلومات المقدّمة من طرف جهاز التسيير، يمكن للمساهم الاطلاع على الوثائق التالية: التقرير السنوي للجهاز المسير، وثيقة الميزانية، حساب الأرباح و الخسائر، وثيقة الجرد، تقرير مندوب الحسابات، المبلغ الإجمالي للأجور، قائمة أعضاء مجلس الإدارة، قائمة المساهمين⁽¹⁾ إلى غير ذلك من الوثائق المتعلقة بالشركة.

3- الحق في التصويت: يمارس المساهم هذا الحقّ بنفسه أو عن طريق ممثله⁽²⁾، و هو أحد الحقوق الفردية

الأكثر أهمية للمساهم في إدارة الشركة، و الذي يسمح له بالمشاركة في صنع القرارات بالجمعية العامة.

يُعدّ حضور المساهم في الجمعيات العامة و التصويت فيها بكل حرية من حقوقه الأساسية، فلا يمكن للمساهم المشاركة في حياة الشركة إلا بحضور الجمعية العامة و التصويت فيها. فكل القرارات الهامة في حياة الشركة تتخذ في ظل هذه الجمعيات⁽³⁾، فيتعلق الأمر خصوصا بالمصادقة على حسابات السنة المالية المنصرمة، تعيين أعضاء مجلس الإدارة و عزلهم، تعيين محافظي الحسابات، تعديل القانون الأساسي للشركة، إلى غير ذلك من القرارات المتعلقة بالشركة⁽⁴⁾.

يكون التصويت في الجمعية العامة بالطريقة التي يُحددها النظام، و إلا تمّ بالطريقة التي يحددها رئيس الاجتماع بعد موافقة الجمعية عليها.

كما أن الممارسة المعبرة عن حقّ التصويت هي تتعلق أساسا بمقارنة اتجاه تصويت المساهم مع إرادته ورغبته الحقيقية، مع ضرورة معرفة صاحب الحق في التصويت، أي من له الحق في ممارسة حق التصويت.

1- خلفاوي عبد الباقي، حماية المساهم في شركة المساهمة، مرجع سابق، ص، ص 111، 112.

2- المادة 679 من الأمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، مرجع سابق.

3- بلعربي خديجة، المميزات القانونية للسهم، مرجع سابق، ص، ص 169، 170.

4- حريزي رابع، سوق الأوراق المالية (البورصة) و الأدوات المالية محل التداول فيها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون، تخصص: قانون الأعمال، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص 85.

تكون ممارسة الحق في التصويت جدية، إذا كان للمساهم مصلحة كافية تجعله يحرص و يثابر لاستعمال أصواته، مع الأخذ بالاعتبار مسألتي حرية التصويت ومصلحة الشركة⁽¹⁾.

الفرع الثاني: واجبات المساهم اتجاه شركة المساهمة

في مقابل الحقوق الملازمة للسهم و المخولة لمالكه بوصفه شريكا، فتمتة التزامات مفروضة على هذا الشريك بحكم القانون، و هي تتجلى أساسا في موجب الوفاء بقيمة السهم الذي اكتتب فيه.

أولا: الالتزام بالوفاء بقيمة الأسهم المكتتبه فيها

عند تمام الاكتتاب بالأسهم المطروحة، وجب على المكتتبين الوفاء بقيمة الأسهم التي اكتتبوا فيها، و بما أنّ الشركة و هي في بداية نشاطها قد لا تحتاج إلى كامل رأسمالها، فيجوز للمؤسسين النص في نظامها الأساسي على الوفاء بجزء من هذه القيمة عند الاكتتاب، و بذلك تحديد طريقة و ميعاد الوفاء بالجزء المتبقي منها⁽²⁾.

و قد تضع بعض التشريعات قيودا على حرية المؤسسين في تحديد القدر الواجب الوفاء به من قيمة السهم، لهذا نجد بعض القوانين تحدّد نسبة معيّنة من قيمة الأسهم كحدّ أدنى، يتوجّب على المكتتبين تسديدها خلال فترة محدّدة⁽³⁾.

حدّد المشرّع الجزائري نسبة الأسهم التقديمية المدفوعة عند الاكتتاب بالربع (4/1) على الأقل من قيمتها الاسميّة، و يتمّ الوفاء بالزيادة مرّة واحدة أو عدّة مرّات بناء على نظام الشركة، و ذلك في مدّة لا تتجاوز خمس (5) سنوات من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري⁽⁴⁾.

1- زعيط خديجة، حق التصويت في الجمعية العامة لشركة المساهمة، مرجع سابق، ص 18.

2- فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري، الجزء الرابع، مكتبة دار الثقافة للنشر و التوزيع، بيروت، 1997، ص 139.

3- خلفاوي عبد الباقي، حماية المساهم في شركة المساهمة: بين القانون و الواقع - دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 33.

4- المادة 596 من الأمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، مرجع سابق.

و بهذا فنلاحظ أنّ المشرّع الجزائري لم يترك كامل الحرّية للشركات في تحديد مدّة الوفاء بقيمة الأسهم المكتتة من طرف المساهم، مع تقييده كذلك للنسبة المطلوب تسديدها عند الاكتتاب و التي تمثّل (4/1) أي 25 % من القيمة الاسميّة للأسهم المكتتة.

ثانيا: آثار تخلف المساهم في تنفيذ التزاماته

تتركز أهم التزامات المكتتب في الوفاء بقيمة ما اكتتب به أثناء فترة الاكتتاب و بعد إغلاقه، و قد تتخذه ضده عدّة إجراءات في حال تأخره أو تخلفه عن الوفاء بقيمة السهم في ميعاد الاستحقاق أو قيامه بالتصويت في الجمعية العامة من أجل تحقيق مصلحة شخصية خارجة عن مصالح الشركة، و ما ينتج في هذه الحالة هو:

1- الحرمان من حق التصويت: حسب المادة 715 المكرر 49 من "ق.ت.ج" فإنّ المساهم إذا لم يسدد قيمة الأسهم فهو لم يشارك في تكوين رأس مال الشركة، وبالتالي ليس له الحق في المشاركة في الجمعية العامة⁽¹⁾، أي أن المساهم يوقف حقه في التصويت كإجراء عقابي، وذلك لعدم تحرير السهم في الموعد المحدد لتسديده، وقد يحرم المساهم من حقه في التصويت في حالة عدم الالتزام بالشفافية وعدم احترام واجب إعلام الأجراء، كما لا يكون لأصحاب الأسهم الذين أعذروا بالوفاء ولم يلتزموا به أية حقوق في التصويت بعد مضي الوقت المحدد من تاريخ الإعذار، حتى تمام تسديدها⁽²⁾.

2- توقيف حق الحصول على الأرباح: إنّ الحق في الربح و إن كان احتماليًا، فهو أساسي للمساهم لا يمكن حرمانه منه⁽³⁾. غير أنّه ليس حقًا مطلقًا، إذ أجاز المشرّع توقيفه في حالة عدم احترام و إيفاء المساهم لواجباته اتجاه الشركة⁽⁴⁾.

1- أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، مرجع سابق.

2- زعطيط خديجة، حق التصويت في الجمعية العامة لشركة المساهمة، مرجع سابق، ص 24.

3- MOHAMMED Salah, *Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions*, collection : droit des affaires, EDIK, édition 2001, Paris, P 58.

4- المادة 715 مكرر 49 ف 2 من ق.ت.ج.

و من جهة أخرى سمح المشرع للمساهم الذي قام بدفع المبالغ المستحقة بالأصل و الفائدة أن يطالب بدفع الأرباح التي لم يتحصّل عليها، بشرط أن لا تكون هذه الأرباح قد تقادمت⁽¹⁾، و حسب المادة 309 من ق.م.ج، فإنّ الأرباح تتقادم بمضي خمس سنوات من تاريخ استحقاقها باعتبارها حقوقاً دورية متجدّدة⁽²⁾.

3- إقصاء المساهم من الشركة: و هي آخر و أخطر الإجراءات التي تتخذ ضدّ المساهم الذي تهاون في تنفيذ الالتزامات الواقعة على عاتقه، و يتجسّد ذلك ببيع أسهمه، فتنصّ المادة 715 مكرر 47 فقرة 2 على " و في غياب ذلك تتابع الشركة بعد شهر من طلب الدّفع الموجه إلى المساهم المتخلف ببيع هذه الأسهم."⁽³⁾

يتبين لنا من خلال هذه المادة أنّه إذا تأخر المساهم عن مداد الأقساط في مواعيدها، جاز للشركة، بعد إنذاره، أن تعرض أسهمه للبيع بالمزاد العلني أو في البورصة إن وجدت، و تستوفي من ثمن البيع بالأولوية على جميع الدائنين، الأقساط التي لم تسدد و الفوائد و النفقات، و يُردّ الباقي للمساهم. فإذا لم يكفي ثمن المبيع، رجعت الشركة بالباقي على المساهم في أمواله الخاصة⁽⁴⁾.

كما أنّه يحقّ للشركة اللجوء إلى المطالبة بالتعويض إذا ترتبت أضرار عن عمل المساهم، كأن يرفض هذا الأخير بطرح أسهمه للتداول، مما يؤدي إلى تدهور قيمة الأسهم في السوق، فترفع دعوى شخصية أمام القضاء لاستيفاء القيمة المتبقية من أسهمه⁽⁵⁾.

1- المادة 715 مكرر 49 ف 3 من الأمر 58-75، مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون المدني، ج.ر عدد 78 صادر في 30 سبتمبر 1975، معدل و متمم بالقانون 05-10، مؤرخ في 20 جوان 2005.

2- المادة 309 ف 1 من ق.م.ج.

3- الأمر 75-59، يتضمن القانون التجاري، مرجع سابق.

4- ضاري الوان، النظام القانوني للاكتتاب العام في أسهم الشركة المساهمة العامة " دراسة مقارنة "، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في القانون، فرع القانون الخاص، كلية القانون، جامعة الشرق الأوسط، 2011، ص، ص 62، 63.

5- بشرى خالد تركي المولى، التزامات المساهم في شركة المساهمة- دراسة مقارنة-، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص 53.

المبحث الثاني: ماهية السندات

تحتاج الشركات في بعض الحالات إلى طرق قانونية للحصول على أموال إضافية نتيجة لتوسيع نشاطها أو حاجاتها إلى السيولة النقدية ، و لتحقيق ذلك تستطيع الشركات اللجوء إلى زيادة رأس مال الشركة و ذلك بطرح أسهم جديدة للاكتتاب فيها ، و لكن قد لا ترغب الشركات في هذه الطريقة لأنها ستأتي بمساهمين جدد يشاركون المساهمين القدامى في اقتسام الأرباح⁽¹⁾.

لذلك تفضل الشركة اختيار طريقة (الاقتراض) باللجوء إلى أحد البنوك التي لها القدرة المالية على ذلك، أو تلجأ إلى الجمهور للاقتراض، عن طريق طرح سندات القرض للاكتتاب فيها، حيث تغطي هذه السندات قيمة القرض المطلوب.

و تلعب السندات دوراً هاماً في اقتصاديات البلدان خاصة تلك المتقدمة والتي لديها ثقافة اقتصادية، إذ بلغت قيمة السندات المصدرة في فرنسا حوالي (376) مليار فرنك و ذلك في عام 1995⁽²⁾.

المطلب الأول : مفهوم السندات

تعتبر السندات من بين الأوراق المالية الكلاسيكية إلى جانب الأسهم و التي هي محل التداول في بورصات الأوراق المالية، و كما أشرنا سابقاً فإن السندات تصدر من قبل شركة المساهمة لفرض توسيع و تمويل نشاطاتها، فهي تعد من أدوات سوق رأس المال و هي تتميز عن غيرها من أدوات الأسواق المالية بخصائص مختلفة و تضم أنواعاً تتباين في مصدرها، و فتراتها و تأثيراتها، و تخضع عوائدها لمقاييس أو معايير متعددة و تفسر تغيراتها بمعالجات تحليلية متفاوتة.

1- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة-، مرجع سابق، ص 111.

2- سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2000، ص 121.

الفرع الأول: تعريف السندات

قدّمت للسند عدة تعاريف تبعا لاختلاف وجهات النظر إليه، فمنهم من عرفها على أنها " صكوك متساوية القيمة و قابلة للتداول تمثل قرض طويل الأجل يعقد عن طريق الاكتتاب العام"⁽¹⁾. و عرف السند أيضًا بأنه: " صك قابل للتداول تصدره الشركة و يتعلق بقرض طويل الأجل يعقد عادة عن طريق دعوة الجمهور للاكتتاب و يعطي صاحبه الحق في استيفاء الفوائد السنوية وفي استرداد قيمته عند حلول الأجل أو في وقت تعينه الشركة."⁽²⁾، و هناك من يعرف السندات استنادا إلى خصائصها الشكلية فقط باعتبار السند " الصك الذي يثبت دين الشركة أمام المقرض."⁽³⁾.

و هناك من عرف السندات أيضا بأنها: " عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) و لمستثمر (المقرض) بمقتضى هذا الاتفاق يقترض الطرف الثاني مبلغًا معينًا إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ و الفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة."⁽⁴⁾، و على الصعيد التشريعي و القانوني، نجد أن معظم التشريعات قد كرس و وضعت أحكامًا و قواعد قانونية خاصة بالسندات.

أولاً: المشرع المصري

لم يعرف المشرع المصري السندات في قانون الشركات رقم 159 لسنة 1989، و إن أجاز هذا القانون

1- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة-، مرجع سابق، ص 112.

2- نشأت عبد العزيز، محمد صلاح سالم، سعر السندات في مصر، توصيف للواقع و مقترحات للتطوير، كتاب الأهرام الاقتصادي الصادرة عن مؤسسة الأهرام، العدد 150، جويلية 2006، القاهرة، ص 13.

3- حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 274.

4- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة-، المرجع سابق، ص 113.

في المادة 49، إمكانية إصدار الشركة لسندات اسمية قابلة للتداول، و لا يجوز إصدار هذه الأخيرة، إلا بقرار من قبل الجمعية العامة⁽¹⁾.

و على الرغم أن قانون الشركات المصري قد أجاز للشركات في المادة أعلاه إصدار نوع واحد من السندات الاسمية، إلا أن المادة (12) من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 ، أجازت إصدار سندات لحاملها. و إنّ السندات التي تطرح في اكتتاب عام يجب قيدها في جدول جميع بورصات الأوراق المالية في مصر، خلال سنة من تاريخ قفل باب الاكتتاب.

كذلك أضافت المادة (87) من نفس القانون على أنه " تصدر سندات أو صكوك التمويل في شكل شهادات اسمية أو لحاملها قابلة للتداول، و تحول الصكوك و السندات من ذات الإصدار حقوقا متساوية لحاملها في مواجهة الشركة."⁽²⁾

ثانيا: المشرع الفرنسي

عرّف المشرع الفرنسي في المادة (284) من قانون الشركات لسنة 1966 سندات القرض بأنها " هي صكوك قابلة للتداول و تحول لذات الإصدار حقوقا متساوية لذات القيمة الاسمية."

و يتبين من هذا التعريف أنه جاء بشكل عام بحيث يستوعب الحق في الفائدة الثابتة، و العائد المتغير و الامتيازات الأخرى، و لكن لم يعر اهتماما لخصائص سندات القرض، ووفقاً لقانون الشركات الفرنسي لا يجوز للشركة المساهمة كقاعدة عامة إصدار سندات قبل مضي عامين على إنشائها و اعتماد المساهمين لميزانيتين متتاليتين مع وجود بعض الاستثناءات مثل القروض المضمونة من الدولة⁽³⁾.

و بالإضافة إلى المادة 282-38 و ما يليها من القانون التجاري الفرنسي، عرّفت السندات كما يلي:

1- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2005، ص 601.

2- المادة 12 و 37 ف 1 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

3- المادة 285 ف 2 من قانون الشركات الفرنسي لسنة 1966.

" Les obligations sont des titres négociables qui, pour une émission donnée, confèrent les droits de créances identiques pour une même valeur nominale"⁽¹⁾

ثالثا: المشرع الجزائري

بعدها كان المشرع الجزائري يمنع من إصدار السندات في ظل القانون التجاري، أي الأمر رقم 75-59⁽²⁾، أصبح بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 يسمح بإصدارها من طرف شركات المساهمة⁽³⁾.

لقد تبنى المشرع الجزائري سندات المساهمة، و عرّفها كما يلي: " تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجزائها من جزء ثابت يتضمنه العقد و جزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها و تقوم على القيمة الاسمية للسند. يكون الجزء المتغير موضوع تنظيم خاص، توضح حدوده بدقة"⁽⁴⁾، كذلك عرف سندات الاستحقاق على أنّها " سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية."⁽⁵⁾.

من خلال هذه التعاريف، يظهر لنا أن المشرع الجزائري استوحى و اقتبس نفس التعاريف الفرنسية، و كذا شروط و أحكام إصدار هذه السندات، و بالإضافة إلى ذلك، فإنّه حصر و اقتصر مهمة إصدار السندات على شركات المساهمة فقط، خلافا للمشرع الفرنسي الذي وسّع من دائرة الأشخاص المصدرة⁽⁶⁾.

على ضوء التعاريف السالفة الذكر، تبرز لنا أهم خصائص السندات:

1- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 113.

2- المادة 699 من ق.ت.ج.

3- المادة 715 مكرر 82 من ق.ت.ج.

4- المادة 715 مكرر 74 من ق.ت.ج.

5- المادة 715 مكرر 81 من ق.ت.ج.

6- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة-، المرجع السابق، ص 113.

الفرع الثاني: خصائص السندات

تتسم السندات بعدة خصائص، نذكر أهمها فيما يلي:

إن السندات وفقا للقانون الجزائري هي: "سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية."⁽¹⁾ و من خلال ذلك يمكن أن يتعرف على الخصائص المميزة للسندات من الأحكام التي أوردها المشرع الجزائري، و يمكن حصرها كما يلي⁽²⁾:

أولا: القيمة الاسمية للسندات متساوية

تصدر السندات بقيمة اسمية متساوية، كما تجدر الإشارة إلى أن المشرع لم يحدد قيمة معينة لكل سند، و هو الحكم نفسه مع السهم، كما سبق لنا أن تناولناه.

ثانيا: القابلية للتداول

تنص المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري التي تنص "القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، و تمنح حقوق مماثلة حسب الصنف و تسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأس مال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها."⁽³⁾

نجد كذلك المادة 715 مكرر 81 تنص "سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تحول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية."⁽⁴⁾

1- المادة 715 مكرر 81 من ق.ت.ج.

2- أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 75.

3- المادة 715 مكرر 30 من ق.ت.ج.

4- المادة 715 مكرر 81 من ق.ت.ج.

ثالثا: عدم القابلية للتجزئة

حيث يشترك السهم و السند في هذه الصفة، بدليل فحوى المادة 715 مكرر 32 التي تنص: " تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع و ملكية الرقابة."⁽¹⁾.

إضافة إلى هذه الخصائص التي تناولها المشرع الجزائري، يمكن الإشارة إلى خصائص أخرى للسندات:

إن السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر و المستثمر تحدد فيها العوائد الدورية و حق نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة، و ذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية و مهما كانت ربحية الجهات المصدرة و ظروفها المالية.

- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق تقلبات أسعار الفائدة.
- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية و هما أدنى عند بيعها بخخصم و بقيم أعلى عند بيعها.
- تتحرك فوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها و ذلك لأن مستثمري السندات يخصمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة، عند الأسعار المرتفعة للفوائد، و هنا فإن المعدلات الأعلى خصما تقدم أعلى سندات، و هناك أيضا:
- تمثل السندات قرض جماعي، فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدى.
- تقترض السندات لمدة تتراوح ما بين (10-30) سنة.
- كلما كانت فترات التسديد أطول و أسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكبر، فإن الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند حساس لتغيرات سعر الفائدة، علما أن حساسية السند لطول مدة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص⁽²⁾.

1- المادة 715 مكرر 32. من ق.ت.ج.

2- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سابق، ص، ص 71، 72.

الفرع الثالث: أنواع السندات

هناك أنواع عديدة، فلم يعد الإصدار مقصوراً على السندات التقليدية ذات العائد الثابت، بل استحدثت أنواعاً مختلفة من قبل الأوساط المالية و أدت لها القوانين بالتنظيم، و لا تزال هذه الأوساط تفكر في المزيد من الأنواع الأخرى، و تتفنن في كيفية جذب أصحاب رؤوس الأموال إلى استثمار مدخراتهم في المؤسسات الاقتصادية و المالية بأية وسيلة مجدية.

أولاً: من حيث الضمان

تنقسم السندات وفقاً لهذا المنظور إلى:

1- السندات المضمونة: هي تلك السندات التي تصدر بضمان شخصي كالكفالة المصرفية أو عينية كالرهن العقاري. تلجأ الشركة لإصدار هذا النوع من السندات إذا ما خشيت ضعف إقبال المدخرين على الاكتتاب في السندات المطروحة من قبلها، ولحملة السندات المضمونة الحق في الأولوية و التتبع على المال المرهون، و من أمثلة هذه السندات، السندات الحكومية⁽¹⁾.

تعتبر هذه السندات بأنها تلك التي تصدر بقيمتها الاسمية و تعطي حاملها فائدة محددة و لكنها مضمونة بضمان شخصي أو عيني لصالح حملتها بالإضافة إلى ما لهم من ضمان عام على جميع أموال الشركة، و من أمثلة الضمان الشخصي الكفالة التي يقدمها البنك لضمان الوفاء بالسندات، و من أمثلة الضمان العيني رهن رسمي أو حيازي تقرره الشركة على بعض أعيانها لضمان الوفاء بالسندات⁽²⁾.

2- السندات غير المضمونة: هي تلك السندات غير المقترنة بضمانات شخصية كانت أم عينية، فيعتمد

حامل السند في تسديد قيمة هذا الأخير عند حلول الآجال على إجمالي أصول الشركة المصدرة و مركزها المالي،

1- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 115.

2- عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية - دراسة فقهية قضائية مقارنة-، ص 253.

بمعنى قدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه دائئيتها⁽¹⁾.

ثانيا: من حيث الفوائد

و تنقسم إلى سندات ذات عائد ثابت، و أخرى ذات عائد متغير.

1- سندات ذات عائد ثابت: تكون فوائدها السنوية ثابتة و محددة عند الإصدار، و حاملها على علم بقيمة الفائدة التي يستوفئها عند الاستحقاق، و ذلك بغض النظر عما إذا كانت الشركة حققت أرباحا أم لا. رغم المزايا التي يتضمنها هذا النوع، إلا أنه ينطوي على مخاطر متعددة، لذا فعادة ما يستعمل هذا النوع من السندات لتغطية قروض قصيرة المدى⁽²⁾.

اختارت شركة سوناطراك هذا النوع عند إصدارها لسندات القرض "سوناطراك" بفائدة ثابتة تقدر بـ 13% سنويا لمدة قرض هي 5 سنوات⁽³⁾.

2- سندات ذات عائد متغير: هي على خلاف الأولى، حيث تكون فوائدها السنوية متغيرة غير ثابتة، و يكون هذا التغير مقترنا بأساسات حسابية⁽⁴⁾.

ثالثا: من حيث القيمة التي تصدر بها السندات

تنقسم إلى ثلاث أنواع و هي:

1- سندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها: حيث يتواجد هذا النوع من السندات في الحالات العادية أين تصدر السندات و تباع بنفس القيمة.

1- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري -دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 115.

2- حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 278.

3- SONATRACH, notice d'information, emprunt obligatoire 1998, visa de la COSOB, N° 97/001, du 18/11/1997

4- حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع السابق، ص 279.

2- سندات تباع بقيمة جارية أعلى من الاسمية: ينتشر هذا النوع من السندات عند ظروف معينة، مثلاً عندما يكون الطلب كبير على السندات، فقد يجري بيعها بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية لسبب أو لآخر⁽¹⁾.

3- سندات تباع بقيمة جارية أقل من القيمة الاسمية: و هي تلك التي تعرف بسندات عديمة الكوبون؛ بمعنى أن الشركة المصدرة لمثل هذه السندات تطرحها للبيع بسعر أقل من قيمتها الاسمية، على أن توفي قيمتها كاملة في ميعاد الاستحقاق، فتكون هي تلك الفائدة التي يحصل عليها حامل السند، بحيث لا تدفع فوائد طيلة مدة القرض⁽²⁾.

كذلك تعرف بأنها سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في ميزانيتها، أو بهدف مواجهة التضخم، وتتميز هذه السندات بأنها قليلة المخاطر. و السبب في ذلك أنها مضمونة من الحكومة. كما أنها تتمتع بدرجة عالية من السيولة، حيث يمكن لحاملها تحويلها من خلال البورصة⁽³⁾.

رابعاً: من حيث الجهة المصدرة للسند

تنقسم إلى سندات صادرة عن الشركات و سندات صادرة عن الدولة.

1- السندات الصادرة عن الشركات: هي سندات تصدرها الشركات التابعة للقطاع الخاص أو القطاع العام؛ كخيار بديل عن إصدار الأسهم الذي قد لا يناسب الشركة، أو عن اللجوء للاقتراض من البنوك الداخلية أو الخارجية، الغرض الذي قد يلقى رفضاً أو قبولاً، لكن بنفقات الشركة في غنى عنها، فيكون إصدار السندات أفضل خيار و أحسن استثمار⁽⁴⁾.

1- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة-، مرجع سابق، ص 116.

2- حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 277.

3- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري -دراسة مقارنة-، المرجع السابق، ص 116.

4- حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، المرجع سابق، ص 276.

إضافة إلى آخر مصدر تمويلي طويل الأجل، و يتوقف اتخاذ المستثمر لقراره الاستثماري على طبيعة السندات المصدرة من حيث آجال استحقاقها و سيولتها و العائد عليها و درجة المخاطر المرتبطة بها.

2- السندات الصادرة عن الدولة أو الهيئات العامة: هي سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في ميزانيتها أو بهدف مواجهة التضخم، هذه السندات تتميز بأنها قليلة المخاطر، و السبب في ذلك أنّها مضمونة من الحكومة، كما أنّها تتمتع بدرجة عالية من السيولة، حيث يمكن لحاملها تحويلها من خلال البورصة⁽¹⁾.

كذلك تلجأ الدولة إلى إصدار السندات حينما تفضّل اللجوء إلى ادّخارات الأفراد لتمويل مشاريعها عن اللجوء إلى مصادرها الخاصة -أي الخزينة العمومية- التي عادة ما تؤثر سلبا على ميزانيتها السنوية. تقتزن هذه السندات بمشاريع تنموية و عادة ما تسمى باسمها. كما قد تكون هذه الإصدارات لتغطية حاجة ملّحة كالحروب أو حالة الطوارئ حيث تطمح الدولة في جمع ادّخارات الأفراد⁽²⁾.

و يمكن تقسيم هذه القروض العامة إلى صنفين أساسيين هما:

أ- القروض الإجبارية: هي التي تفرض على شرائح داخلية معينة في ظل صعوبات مالية غير اعتيادية، و هناك قروض اختيارية (محلية أو خارجية)، و التي تعتمد في تصريف سنداتها على الإمداد و الاعتبار الأخرى، الضريبة خاصة و أنّها مضمونة من طرف الحكومة، و السلطات المالية المركزية، و مدعمة بتسهيلات إدارية المختلفة، فضلا عن دور أسعار الفائدة في عملية التحفيز للمستثمرين.

و تعتبر البنوك التجارية من أكبر المشترين لهذه السندات كما أن السماح بتداول هذه الأداة الاستثمارية في الأسواق المالية يوفر المجال لتحويلها إلى السيولة النقدية متى شاء المستثمر⁽³⁾.

1- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة-، المرجع السابق، ص 116.

2- حمليل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 276.

3- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سابق، ص 73.

ب- السندات الحكومية الصادرة مقابل ضمانات مادية: و هي غالبا ما تكون عقارات أو أحيانا أخرى رواتب، و ذلك على القروض التي تدفع إلى الأسر أو المنشآت لبناء أو شراء المساكن أو الأراضي أو الموجودات الحقيقية.

ج- سندات الهيئات المحلية و المؤسسات أو الدوائر الرسمية القطاعية أو الإقليمية: تصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة، و خاصة في مشروعات البنية التحتية، و بالتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكومية (المركزية) السابقة طويلة الأجل، و غالبا ما تتم لنفس الضمانات الرسمية و الإعفاءات الضريبية، و خاصة بالنسبة لفوائدها. و إن هناك نوعين من السندات المذكورة⁽¹⁾، و هما:

- سندات إجبارية عامة: و التي تضمن بالنفوذ الضريبي للإدارة المصدرة لها.
- سندات العوائد: و هي تضمن من خلال إمكانية الحصول على عوائدها من مشروع معين تستخدم السندات المعينة في تمويله.

خامسا: أنواع أخرى من السندات

فضلا عن الأنواع المتقدمة من السندات، فإن ثمة أنواع أخرى لا تختلف عنها، و لكن تتفرغ منها في جوهرها و نذكر منها⁽²⁾:

1- من حيث الشكل: تنقسم إلى نوعين:

أ- سندات كاملة: و هي تلك السندات التي تكون ملكا لحاملها و تعتبر من قبيل المنتوجات المادية التي ينطبق بشأنها قاعدة حيازة المنقول لسند الملكية.

1- محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن ، 2005، ص 234.

2- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سابق، ص 76.

ب- سندات اسمية: و هي التي تحمل اسما لصاحبه أو تشغل حيازتها، من طرف الآخر من خلال عمليات التداول في أسواق الأوراق المالية و يتم إثبات اسم المتنازل إليه على الصك بمعرفة الجهة المصدرة لتلك الصكوك.

2- السندات القابلة للتحويل: كما يستدل من عنونها، فإنها قد تكون قابلة للتحويل إلى سندات، و قد تجتمع بين هاتين الميزتين فتكون قابلة للتحويل إلى أسهم و سندات.

أ- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: و هي تلك التي تخول لحاملها الحق في أن يستبدلوا بها عدد من الأسهم المادية التي تصدرها الشركة إذا ما رغبوا في ذلك، و غالبا ما تعطي للمساهمين في الشركة الحق في أولوية الاكتتاب في هذه السندات و يفضلها كثير من المستثمرين خاصة إذا كانت الشركة المصدرة لها من النوع الذي ينمو بمعدلات عالية، إلى أن تلقى هذه السندات القبول من جانب المستثمرين. و الذي يترتب عليهم تحويلهم دائنين إلى مساهمين و يتوقف هذا على عدد من المسائل أهمها:

- مدى تقبل المساهم أو المستثمر لمبدأ المناظرة و رفضه لها، و بالتالي إقباله على الاكتتاب أو إقلاعه عنه.
- العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلا متضمنا ثمن المخاطرة المالية و الاقتصادية مع مقارنته بالعوائد المالية الأخرى المتاحة في السوق المالية.
- معدل النمو بالشركة. فتعد هذه المسألة من المسائل التي يوليها المستثمرون و المحللون و المليون عناية خاصة عند تحيد القيمة الذاتية للأسهم. و ما تعكس عليه من أثار على القيمة السوقية⁽¹⁾.

ب- السندات القابلة لتحويل إلى سندات أخرى: هذه السندات التي تصدرها الحكومات، و التي تخول لحاملها الحق في أن يستبدلوا بها سندات أخرى في تاريخ الاستحقاق، ما إذا رغبوا بذلك.

1- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النهار، مصر، 1996، ص 390.

ج- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات: هذه السندات تصدرها الشركات و تتميز بكونها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو إلى صكوك سندات على الشركة. و تخول لصاحبها الحق في الحصول على فائدة ثابتة. و قد يكون أيضا إصداره مختلفا.

3- من حيث العملة التي تصدر بها السندات: السندات متعددة العملات و هذه السندات تصدر بإحدى العملات و يتم سدادها بعملة أخرى.

4- من حيث الاسترداد: و نجد فيها ما يلي:

أ- سندات لا يتم استهلاكها بانقضاء مدة معينة: و هذه السندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد، و لهذا فإن الفائدة يجري سدادها كبديل.

ب- سندات لها صفة استمرارية: و يكون لحاملها الحق في تقديمها للاستهلاك في تاريخ الاستحقاق أو أي تاريخ لاحق.

ج- سندات تخول لحاملها الحق في استرداد قيمتها بإرادته المطلقة: ليس لها تاريخ محدد للاستهلاك، و هنا يكون حسب رغبة المقترض فيسترد قيمة السند وقت ما يرغب.

5- السندات السلعية: و هي إحدى أشكال السندات التي تسمح للمستثمر بمشاركة الجهة المصدرة لها من مخاطر تقلب الأسعار للسلع التي تحمل السند اسمها و عادة ما تكون: سندات بترولية، سندات متعلقة بالمعادن الثمينة مثل سندات الذهب و الفضة و سندات الطاقة أو الفحم.

و هي لا تحدد بنقود بل تحدد بقدر ما تمثله من وحدات سلعة كماً أو وزناً أو كيبلاً، و تتأثر هذه السندات بالظروف الاقتصادية و مستويات الأسعار⁽¹⁾.

1- بوضيف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سابق، ص. ص 76، 78.

6- سندات الأورو-دولار (Eurodollar): و هي نفسها الأورو بوند غير أنها تصدر بالدولار الأمريكي.

7- سندات الأورو-بوند: الأورو-بوند هو صك يمثل ديناً أو التزاماً في ذمة الجهة المصدرة، و قد جرت العادة على إصدار هذا النوع من السندات بفئات صغيرة كي تناسب صغار المستثمرين، و تعد هذه الأدوات الطويلة الأجل و تتراوح مدتها ما بين (5 و 10) سنوات⁽¹⁾.

أما عن الفائدة فتدفع سنويا بمعدل ثابت و تتضمن هذه السندات عدة أنواع أهمها:

- سندات بخصم إصدار لا تخول لصاحبها حق الحصول على فائدة.

- سندات ذات عائد معلوم.

- سندات قابلة للتحويل.

- سندات ذات ضمانات لشراء الأسهم و السندات.

8- سندات السامورا: إن هذه السندات تصدر بالين الياباني، و قد كان لقبول الين الياباني كعملة دولية و عالمية و كذلك لمعدلات سعر الفائدة أثر كبير في انتعاش هذا النوع في السوق⁽²⁾.

1- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سابق، ص 78.

2- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 424.

المطلب الثاني: التمييز بين الأسهم و السندات و الآثار المترتبة على حاملي السندات

إذا كانت الأسهم من بين الأوراق المالية التي تصدرها شركة مساهمة (أو شركة التوصية بالأسهم) كتمثيل لجزء من رأس مالها⁽¹⁾، و كما رأينا سابقا فإن الأسهم هي سندات قابلة للتداول، مثلها مثل سندات الدين أي أن الأسهم و السندات هي أوراق مالية قابلة للتداول تخول لصاحبها مجموعة من الحقوق، لكن هناك اختلاف أو فجوة بين الأسهم و السندات و هذا ما سنحاول شرحه و توضيحه في هذا المطلب. و كما رأينا سابقا الآثار المترتبة على حاملي الأسهم سواءً من حقوق و التزامات سنحاول أيضا دراسة الآثار المترتبة على حاملي السندات في هذا المطلب.

الفرع الأول: التمييز بين السهم و السند

رأينا سالفًا بأن السهم يعرف بأنه ورقة مالية تمثل حصة الشريك في الشركة، تصدر بقيمة اسمية محددة و قابلة للتداول بالطرق التجارية، فلفظ السهم، وفقا لهذا التعريف يعني حق الشريك في حق رأس مال الشركة، كما أنه يعني الورقة التي تمثل هذا الحق و تثبته.

أما السند فهو ورقة مالية قابلة للتداول بالطرق التجارية و ذات قيمة موحدة في الإصدار الواحد غير قابلة للتجزئة، تمثل جزءاً من قرض جماعي طويل الأمد على الشركة يستحق الوفاء في نهاية أجل القرض بعد أن تكون الشركة قد سددت الفوائد المقررة له في الميعاد المحدد في بيان الإصدار، فلفظ السند وفقا لهذا التعريف؛ يمثل حق دائنيه لحامله على الشركة، كما أنه يعني الورقة التي تمثل هذا الحق و تثبته⁽²⁾.

يتضح من تعريف كل من السهم و السند أنهما يتفقان في بعض الخصائص و يفتقران في البعض الآخر، و من الخصائص التي يتصف بها كل من السهم و السند ما يأتي:

- أهما يعدّان من المنقولات المعنوية التي تسمى بالقيم المنقولة أو الأوراق المالية.
- أهما يمثلان حقوقا تندمج بالصك المثلث لها، و تتداول بتداوله بالطرق التجارية.

1- المادة 715 مكرر 40 من ق.ت.ج.

2- عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية - دراسة فقهية قضائية مقارنة-، مرجع سابق، ص 272.

- أنهما يصدران باسم شخص معين و يتم تداولهما، و بالتالي تداول الحقوق التي يمثلانها عن طريق القيد في السجلات الخاصة.

- أنهما مخصّصتان من حيث الأصل للحصول على دخل دوري⁽¹⁾.

و على الرغم من هذه الخصائص المشتركة بين الأسهم و السندات، فهناك اختلافات بينهما، و ذلك في أنّ السّهم يمثل حصة الشريك في رأس مال الشركة، في حين أن السند يمثل جزء من دين جماعي على الشركة؛ بمعنى أن حامل السهم يعد شريكاً في الشركة أما حامل السند فيعد دائناً للشركة و يترتب على هذا الفارق النتائج الآتية:

- يشترك حامل السهم بوصفه شريكاً في إدارة الشركة، أما حامل السند فليس له حق التدخل في إدارتها بوصفه دائناً للشركة.

حامل السند يقبض فائدة ثابتة عن دينه، سواءً حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق، أمّا حامل السّهم فيحصل على ربح يتوقف مقداره على نسبة الأرباح التي تحققها الشركة، و قد لا يحصل على شيء إذا لم تحقق الشركة أرباحاً.

- تنقطع صفة حامل السند بالشركة بمجرد استرداد قيمة سنده، أما حامل السهم الذي يستهلك سهمه فلا تنقطع صلته بالشركة و إنما يبقى محتفظاً بصفته شريكاً في الشركة نتيجة منحه سهم تمتع بدلاً من سهمه المستهلك، يخوله هذا السهم جميع الحقوق المتصلة بصفته كشريك في الشركة.

- عند تصفية موجودات الشركة يستوفي حامل السند قيمة سنده بالأولوية على حامل السهم، لأن أموال الشركة تعتبر ضماناً عاماً لحملة الأَسناد فلا يستوفي حامل السهم قيمة سهمه إلاّ بعد أن يحصل حامل السند على قيمة سنده و الفوائد المستحقة له⁽²⁾.

1- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية - دراسة مقارنة -، مرجع سابق، ص 119.

2- عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية - دراسة فقهية قضائية مقارنة -، مرجع سابق، ص 273.

- إن حامل السند يسترد قيمته عند حلول ميعاد الاستحقاق، أما حامل السهم فلا يتمكن من الحصول على قيمة سهمه ما دامت الشركة قائمة فيما عدا الحالة التي تلجأ فيها الشركة إلى استهلاك أسهمها.
- الأسهم تصدر عن الشركة، أما الأسناد فقد تصدر عن الشركة أو عن الدولة، بل و يجوز للأفراد إصدارها.

من خلال هذه الخصائص التي تطرقتنا إليها، يمكن رصد الفوارق التالية، و الملخصة في الجدول أدناه:

السند	السهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس المال الشركة.
2- حامل السند دائن بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3- عائد السند ثابت و لا يتأثر بالخسارة.	3- ربح السهم متغير حسب النشاط و قد يكون خسارة.
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني أو إدماج الشركة في أخرى.	4- حام السهم له حق الرقابة و إدارة الشركة عن طريق جمعية عادية.
5- حامل السند يسترد رأس ماله في الموعد المحدد الاستحقاق السداد بالكامل.	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، و لا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد و هو قابل للزيادة و النقصان.
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاتها عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	

<p>7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري و سعر الفائدة الاسمية على السند.</p> <p>8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.</p> <p>9- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير و البيانات.</p> <p>10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها و تسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.</p>	<p>6- عند خسارة و تصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.</p> <p>7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد للمتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.</p> <p>8- عائد الأسهم يعتبر توزيعا للأرباح يخضع للضريبة.</p> <p>9- للمساهمين حق الإطلاع و الحصول على المعلومات خاصة تعلق بسيرورة العمل في الشركة.</p> <p>10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من الاسمية و سعر الإصدار هو ما يعرف بعلاوة الإصدار.</p>
--	--

الفرع الثاني: إهلاك السندات

مادام السند يمثل أصل طويل الأجل عادة، فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق أجله، أو قبل ذلك باهلاك السندات معناه تسديدها، و لاهلاك السندات هناك عدة طرق ينصّ عليها نظام إصدار السندات، و إن غاب نص صريح في هذا الشأن، فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة⁽¹⁾، و فيما يلي هذه الطرق:

1- مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال) أدوات و آليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، دار المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 76.

أولاً: السداد الجزئي للسندات

تكون هذه العملية قبل آجال استحقاق القرض الجزأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة، فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها و بناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

ثانياً: تكوين احتياطي استهلاك السندات

قد ينصّ نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهلاك السندات، و في هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية و قانونية، و يشكل هذا الاحتياط بعدة طرق:

- كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.
- تخصيص مبلغ كافي الاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.
- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

ثالثاً: السداد التدريجي

تصدر بعض الشركات نوعاً من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، و معنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة، بل تسدد في تواريخ الاستحقاق المتوالية، و حسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجياً و بطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف⁽¹⁾.

1- مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال) أدوات و آليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، مرجع سابق، ص، ص 76، 77.

الفرع الثالث: الآثار المترتبة على حاملي السندات

تترتب مجموعة من الآثار بالنسبة لحاملي السندات حيث تنجم عنها مجموعة من الحقوق و الواجبات.

أولاً: حقوق حملة السندات

- يحق لحامل السند أن يتقاضى فائدة ثابتة و محددة، و تدفع الفائدة على آجال موقوتة على أساس القيمة الاسمية للسند و لا تدفع إلا فائدة جزئية يحق لحامل السند أن يتقاضى فائدة ثابتة و محددة، و تدفع الفائدة على آجال موقوتة على أساس القيمة الاسمية للسند و لا تدفع إلا فائدة جزئية إذا كانت قيمة السند لم تدفع بالكامل⁽¹⁾.

و يجوز إعطاء حامل السند جزءاً من الأرباح، ولكن هذا لا يجعله شريكاً و لا يغير من صفته كدائن للشركة، إنما يشترط أن لا تتجاوز الفائدة أو الأرباح التي يحصل عليها حامل السند الحد الأقصى للفائدة.

- يحق لصاحب السند أن يسترد القيمة الاسمية لسنداته حتى و لو كانت قيمة الإصدار أقل من القيمة الاسمية و ذلك في الموعد المتفق عليه و لا يجوز للشركة تقديم هذا الموعد أو تأخيره⁽²⁾.

و يمكن للشركة أن ترد القيمة الاسمية للسندات بطريقة تدريجية عن طريق استهلاك عدد منها في كل سنة. كذلك يجوز للشركة أن تقدم على شراء السندات في البورصة قبل موعد استحقاقها و ذلك عندما ترى أن سعرها الحقيقي يقل عن القيمة الاسمية، و في هذه الحالة ينقضي الدين بإتحاد الذمة، كما يمكن أن يكون الوفاء بالسندات عن طريق تحويلها إلى أسهم.

- يحق لحامل السند التصرف فيه باعتباره دائناً للشركة بقيمته و أن هذا الحق يمكن التصرف فيه، بالبيع أو الرهن عن طريق تداول السند بالطرق التجارية⁽³⁾.

1- عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية - دراسة فقهية قضائية مقارنة-، مرجع سابق، ص 268.

2- أحمد أبو الروس، موسوعة الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 425.

للمزيد من التفاصيل راجع، محمد فريد، قانون الأعمال (دراسة في النشاط التجاري و آلياته). دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2000، ص 298.

3- عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية - دراسة فقهية قضائية مقارنة-، المرجع سابق ص 270.

و يتوقف تداول السند و بالتالي الحقوق التي يمثلها على شكل تحريره، و السند يأخذ في العمل أحد الأشكال الثلاثة، فهو إما أن يصدر اسمياً أو اذنياً أو لحامله، و إذا تم تداول السند فإن حامله الجديد لا يعد في علاقته بالشركة مجرد محال إليه له نفس حقوق الحامل السابق، و إنما يكون له حق خاص مباشرة تجاه الشركة، بحيث لا يجوز للشركة أن تتمسك في مواجهته إلا بالدفع المستمدة من نص السند ذاته، أما الدفع الخاصة بالحامل السابق فلا يحق للشركة أن تتمسك بها في مواجهته⁽¹⁾.

ثانياً: هيئة مالكي السندات

عندما تصدر الشركة سندات القرض لا تعد أنها عقدت قروضاً بقدر عدد المكتتبين في إسناده، و إنما تعد العملية عقد قرض واحد بين الشركة وجميع المكتتبين تطبيقاً لمبدأ وحدة الاكتتاب و يقضي هذا المبدأ النظر إلى جميع المكتتبين نظرة جماعية بوصفهم دائني الشركة بمبلغ القرض لذلك نص المشرع في المادة 715 مكرر 88 على: "يكون حاملو سندات الاستحقاق من نفس الإصدار جماعة، بقوة القانون للدفاع على مصالحهم المشتركة. و تتمتع هذه الجماعة بالشخصية المعنوية."⁽²⁾

يمكن للجمعية العامة، لأصحاب سندات الاستحقاق أن تجتمع في كل وقت."

إذاً مهمة مالكي سندات القرض حماية حقوق مالكيها و اتخاذ التدابير اللازمة لحماية هذه الحقوق بالتعاون مع أمين الإصدار.

تصدر قرارات الهيئة بالأغلبية المطلقة للسندات الممثلة في الاجتماع، باستثناء القرارات التي تخالف شروط إصدار هذه السندات المثبتة في نشرة الإصدار، إذ تعد هذه القرارات باطلة إذا لم يحضر اجتماع الهيئة عدد من مالكي السندات المصدرة و المكتتب بها، و على أن يوافق على القرار أغلبية تمثل ثلاثة أرباع السندات الممثلة في الاجتماع.

1- عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية - دراسة فقهية قضائية مقارنة-، مرجع سابق ص 270.

2- المادة 715 مكرر 88 من ق.ت.ج.

الفصل الثاني:

العمليات التي تخضع لها

الأسهم والسندات

بعد أن تطرّقنا في الفصل الأوّل إلى مختلف التعاريف التي تناولتها بعض التشريعات عن كلّ من الأسهم و السندات، بالإضافة إلى تبيان و شرح أهمّ النقاط التي تتميز بها، سنقوم في هذا الفصل بالتطرّق إلى العمليّات التي تخضع لها هذه الأخيرة.

كما يُعرف، فإنّ الأسهم و السندات من الأوراق المالية التي تصدرها الشّركات إمّا بغرض زيادة رأسمالها، أو بهدف الحصول على قروض لتوسيع مشاريعها، لكن و نظرا للأهميّة الاقتصادية التي تتمتع بها هذا النوع من الأوراق الماليّة، فقد عمد المشرّع إلى وضع مجموعة من الآليات و الإجراءات لضبط عمليّة إصدارها و تداولها. و يتّضح ذلك سواءً في الإصدار أو في الاكتتاب، حيث أوجب توفّر بعض الشّروط التي يجب على الشّركة إتباعها من أجل طرح مثل هذه الأوراق الماليّة.

سوف نتعرّض في هذا الفصل إلى حركة الأسهم في سوق الأوراق الماليّة، من خلال إجراءات طرحها و تداولها في المبحث الأوّل، و إلى حركة السندات، الأحكام و الإجراءات المنظمةة لإصدارها و الاكتتاب فيها.

المبحث الأوّل: حركة الأسهم في سوق الأوراق المالية

إن مقتضيات الحياة التجارية قضت بأن يندمج الحق في الورقة المثبتة له، وقد استطاع القانون أن يمزج بين الحق و الصك، بحيث أصبحت حيازة الصك معادلة لتملك الحق، وصار الصك في ذاته سلعة تباع وتشتري، بعبارة أخرى فإن عملية نقل ملكية الأسهم، وهي تمثل حوالة حق للمساهم على الشركة المصدرة للأسهم إلى مساهم آخر يحل محله، وجوهر هذا الحق، أن يكون للمساهم دائما حق التنازل دون قيد أو شرط⁽¹⁾.

تعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال، الذي يعتبر بدوره المكان الأساسي لحركة الأسهم، من خلال إصدار أوامر البيع أو الشراء، حيث يدخل في تنشيط هذه السوق عدد من المتعاملين كالمستثمرين و الوسطاء من جهة، و الشّركات العاجزة من جهة أخرى⁽²⁾.

1- بن غالية سمية فاطمة الزهراء، حرية المساهم في التنازل عن الأسهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2008، ص 6.

2- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق الماليّة العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 38.

من خلال هذا يتبين لنا أنّ سوق الأوراق الماليّة هي وسيلة مهمّة لتفعيل حركة الأسهم، و ذلك من خلال عرضها على أكبر عدد من المستثمرين، ممّا يولّد ديناميكيّة اقتصادية مستمرة، و بنفس الصّدّد تضمن تدخل الدولة عن طريق وضع نصوص قانونية واضحة و صريحة.

المطلب الأول: إجراءات طرح الأسهم في السوق المالية

إنّ طرح الأسهم على الجمهور هي الطريقة المثلى لتكوين رأسمال شركة المساهمة، من خلال ضمّ مدخّرات المساهمين لغرض البدء بنشاط الشركة أو الاستمرار فيه. لكنّ اللّجوء إلى هذه الوسيلة لجمع الأموال لها نتائج هامة، تتمحور أساسا في تعزيز إجراءات تأسيس الشركة و إخضاعها لنظام قانوني صارم⁽¹⁾.

الفرع الأول: إصدار الأسهم

تصدر الأسهم عند نشأة الشركة، أو عند رفع رأسمالها⁽²⁾، فتقوم عندها بالاتصال بعدد من المؤسسات المالية المتخصصة، لكي تتفق معها على تصريف أو شراء الأوراق المصدرة، و في هذه الحالة يقع على هذه الأخيرة مسؤولية تسويق هذه الأوراق، و إمّا بقيام بنك الاستثمار بإصدار الأوراق الملكية نيابة عن المنشأة أي يقوم بتمويل شراء الإصدار مقدما ثم يعيد بيعه في⁽³⁾ السوق الأولى⁽⁴⁾.

بالنسبة للمساهم فله الحق في الحصول على الأسهم التي اكتتب فيها و التي خصّصت له، و بهذا تلتزم الشركة بإصدار شهادات الأسهم و تسليمها له. و قد يستغرق طبع شهادات الأسهم و إعدادها بشكل نهائي وقتا طويلا، و لهذا تقوم الشركات بإصدار وثائق مؤقتة للمساهمين، لحين إصدار الشّهادات النهائيّة⁽⁵⁾.

1- أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 30، 31.

2- HÉRAUD Alain, *Droit des sociétés: des autres groupements et des entreprises en difficulté*, 12^e édition, Dunod, Paris, 2005, p 263.

3- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سابق، ص 12.

4- السّوق الأولى: يختص هذا السوق في التعامل مع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية لتمويل مشروعات جديدة.

5- فوزي محمّد سامي، شرح القانون التجاري، مرجع سابق، ص 135.

أولاً: الاكتتاب في الأسهم

اختلف الفقهاء في وضع تعريف جامع مانع للاكتتاب، و ذلك نظرا لاختلافهم في تكييفه، فيرى الأستاذ العبيدي أنّ الاكتتاب تصرّف قانوني يعبرّ فيه المكتتب عن رغبته في الانضمام إلى الشركة ليكون مساهما فيها، بتقديم حصّته التقدية من رأسمال المعروض للجمهور، ليحصل على ما يقابلها من أسهم⁽¹⁾. أمّا الأستاذ كمال طه فعرفه بأنّه إعلان الإدارة في الانضمام إلى مشروع الشركة، مع التعهّد بتقديم حصّة في الرأسمال؛ تتمثّل في عدد معيّن من الأسهم⁽²⁾.

أمّا عن الطّبيعة القانونية للاكتتاب، فكيفه الأستاذ العبيدي بمعيار النصّ القانوني؛ بمعنى إن وجد نصّ قانوني اعتُبر عملا تجاريًا، و إلّا فهو عمل مدني، فبتطبيقه على القانون التجاري الجزائري، نجده لا ينصّ على الاكتتاب في أسهم الشركة، لا حينما سرد الأعمال التجارية بحسب الموضوع في المادة 02، و لا حينما سرد الأعمال التجارية بحسب الشكل في المادة 03 منه، و عليه يرى البعض أنّ عمليّة الاكتتاب تصرّف مدني بحسب⁽³⁾.

و الاكتتاب في رأسمال الشركة، إمّا أن يكون خاصًا أو عامًا. فالإكتتاب الخاص يتم بدون أيّة عمليّة نشر أو إشهار، أي عندما تتفق دائرة محدودة من الأشخاص على تأسيس شركة دون اللجوء إلى مساهمة مفتوحة عبر الدّعوة العلنيّة للإدخار لجمع الأموال اللازمة لتكوين الرأسمال الاجتماعي؛ و هو ما يعرف بالتأسيس الفوري للشركة. و يكون الاكتتاب عامًا عندما يتمّ و يتحقّق باستعمال جملة وسائل الشّهر القانونيّة، و يتجسّد هذا في حالة الشركات التي تلجأ إلى الدّعوة العلنيّة للإدخار⁽⁴⁾.

1- العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأسمال شركة المساهمة - دراسة قانونية و عمليّة-، مكتبة دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمّان، 1998، ص 115.

2- مصطفى كمال طه، الشركات التجاريّة، دار المطبوعات الجامعيّة، الإسكندرية، 2000، ص 191.

3- حمّيل نواره، النظام القانوني للسوق الماليّة الجزائريّة، مرجع سابق، ص 321.

أنظر أيضا: باسم محمد ملحم، بسام حمد الطراونة، شرح القانون التجاري (الشركات التجارية)، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، 2012، ص، ص 390، 391.

4- أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، مرجع سابق، ص 36.

ثانيا: الوثائق المؤقتة للمساهمين

سمّاها المشرّع الجزائري "الوعود بالأسهم"، و قد تسمّى في بعض التشريعات بالأسناد المؤقتة، و في تشريعات أخرى شهادات الاكتتاب، فبعد شروع الشركة في أعمالها، تصدر شهادات مؤقتة يحصل عليها المساهمون عند الاكتتاب، ريثما يتم إعداد الأسهم الاسمية أو لحاملها وتوزيعها عليهم. و تثبت هذه الوثائق حقّ المساهمين في تسلّم الأسهم بمجرد إصدارها⁽¹⁾، بالإضافة إلى ما يملكه كلّ منهم من أسهم، و النسبة المسدّدة من قيمتها، و تختم هذه الوثائق بخاتم الشركة.

في حالة فقدان هذه الوثائق، يمكن لصاحبها الطلب من الشركة تزويده بوثائق أخرى بدلا من الوثائق المفقودة⁽²⁾.

كما أنّه لا يجوز تداول الوعود بالأسهم، ما عدا إذا كانت أسهما تنشأ بمناسبة زيادة في رأسمال شركة كانت أسهمها القديمة قد سجلت في تسعيرة بورصة القيم، و يجب أن يتمّ التداول تحت شرط موقف، يتعلق بتحقيق الزيادة في رأس المال⁽³⁾.

ثالثا: شهادات الأسهم

قلنا أنّ الوثائق المؤقتة، تعطي الحقّ لمالكها بأن يتسلّم شهادات الأسهم عند إصدارها، فإذا أكمل المساهم تسديد النسبة المتبقية من قيمة الأسهم المخصّصة له، فيحقّ له استبدال الوثائق المؤقتة بشهادات الأسهم التي اكتتب بها. و بالتالي يتمتّع المساهم بملكيّة تلك الأسهم و بجميع الحقوق التي يقرّها له القانون في شركة المساهمة، فمنحه لمثل لتلك الشّهادات هو إقرار من الشركة أنّها استوفت جميع حقوقها عن الأسهم الواردة فيها.

يذكر في الشّهادات الخاصة بالأسهم، اسم الشركة و مركزها الرئيسي، و اسم المساهم و عدد الأسهم

1- محمد صالح بن ألفا عمر جالو، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار الكتب العلمية، لبنان، 1971، ص 119.

2- فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري، مرجع سابق، ص، ص 135، 137.

3- المادّة 715 مكرر 51 ف 3 من ق.ت.ج.

التي يمتلكها و نوع مساهمته، و رقم تسلسلها. هذه الشهادات كالوعود بالأسهم، فإنها تختم بختم الشركة و توقع من طرف المدير⁽¹⁾.

الفرع الثاني: أوامر البورصة

تحتل أوامر البورصة أهمية كبيرة بالنسبة للتعاملات بالأوراق المالية في البورصات، لأن هذه الأوامر، سواء كانت أوامر بالبيع أو بالشراء، فهي بمثابة المركز أو النواة في العملية القانونية للتعامل بالأوراق المالية في البورصة، لأنه يترتب على تنفيذها أهم الآثار القانونية بنقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري، ذلك عن طريق إصدار أمر من المستثمر، إلى الوسيط المرخص قانونا للقيام بهذا الأمر، و الذي يتم في ضوءه بيع أو شراء الورقة المالية المحددة في ذلك الأمر⁽²⁾.

أولاً: تعريف البورصة

هي سوق منظمة، أين يتفاوض المستثمرون من أجل بيع و شراء الأسهم، و أين يتحدد سعر الأسهم حسب قوى العرض و الطلب، و هي أحد مصادر تمويل الاقتصاد، فهي تسمح للمؤسسات الخاصة و العمومية ذات العجز بطرح أسهم تمثل جزءا من رأسمالها للتداول مقابل الحصول على أموال تدير بها نشاطها⁽³⁾.

1- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: لقد تبنى المشرع الجزائري بورصة القيم المنقولة نظرا لاعتبارها أسلوبا تنمويا أظهر فعاليته في العديد من الدول التي تبنت النظام الرأسمالي. و لقد أحاط المشرع بورصة القيم المنقولة بتنظيم قانوني، وأوجد مجموعة من الهيئات ذات الطابع الخاص، والتي تتكفل بتنشيط هذه السوق، و من بين هذه الأجهزة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

تعتبر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة السلطة الوحيدة التي تملك صلاحية اعتماد الوسطاء في عمليات

1- فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري، مرجع سابق، ص 138.

2- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة -، مرجع سابق، ص 366.

3- عماد الدين شراي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني، دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC 40، مرجع سابق، ص 9.

البورصة⁽¹⁾، فهي شركة ذات أسهم، أنشأت بتاريخ 26 ماي 1997، و التي كانت تسمى سابقا بشركة إدارة بورصة القيم المنقولة، والمعروفة اختصارا ب (SGBV)⁽²⁾، حيث تعدّ إطار لتنظيم و سير العمليات فيما يخصّ القيم المنقولة التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرون من القانون العام و الشّركات ذات الأسهم⁽³⁾.

ثانيا: تعريف أوامر البورصة

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أيّ أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كلّ أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر⁽⁴⁾.

ثالثا: أنواع أوامر البورصة

من بين أوامر سوق الأوراق المالية، و التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة، حيث يراها صاحب الأمر أنّها تتلاءم مع تنفيذ الصفقة، و ذلك بتحديد له لسعرها، و من أهمها نذكر:

1- زقموط فريد، "دور لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها"، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، المجلد 09، عدد 01، كلية الحقوق و العلوم السّياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، 2011، ص 296.

2- بن عزوز فتيحة، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2016، ص، ص 389، 390.

3- المادة الأولى، من المرسوم التشريعي رقم 93-10، مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج.ر عدد 34، صادر في 23 ماي 1993، معدل و متمم.

4- بوكساني رشيد، معوّقات أسواق الأوراق الماليّة العربية و سبل تفعيلها، مرجع سابق، ص 52.

- 1- **الأمر بالسعر الأحسن:** و فيه لا يعيّن صاحب الأمر السعر الذي يجب أن تتمّ بموجبه الصفقة، بل يترك تقدير السعر الملائم إلى السّمسار، الذي يقوم بانتهاز الفرصة لاختيار أحسن سعر ممكن، إلا أنّ السّمسار يفضّل عادة تنفيذ العمليّة في البورصة حال استلام الأمر.
- 2- **الأمر بالسعر الأول:** بموجبه يجب تنفيذ الأمر بأوّل سعر بعد إبلاغ الوسيط الأمر، و هذا النوع يختلف عن الأمر بالسعر الأحسن، في أنّه يبلغ عادة الوسيط أثناء انعقاد جلسة البورصة⁽¹⁾.
- 3- **أمر التنفيذ الكلي أو الإلغاء:** يقوم هذا الأمر على أساس تنفيذ كامل الأمر الذي حدّده المستثمر، و على السعر المحدّد فيه، و إذا تعدّد ذلك، فهو يفضّل عدم الدّخول في المبادلة، و عدم التنفيذ الجزئي للمبادلة.
- 4- **الأمر بسعر السوق:** من الأوامر الأكثر شيوعاً، فيصدره هذا الأمر العميل لشركة السّمسرة، بطلب البيع أو الشّراء بالسعر السّائد في البورصة، أو السعر الذي يجري عليه التّعامل في السّوق الموازية، دون تحديد مدّة التّنفيد⁽²⁾.

رابعاً: تنفيذ أوامر البورصة

تُدار حصص التفاوض من قبل لجان التفاوض، و تتشكّل على الأقلّ من ثلاث أعضاء معيّنين من طرف إدارة شركة تسيير البورصة، و اللّذين يُختارون من بين وسطاء عمليّات البورصة⁽³⁾.

1- عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة و قواعد اقتصاديّات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010، ص، ص 79، 80.

2- أحمد باز محمد متولي، الالتزام بالشفافية و الإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية - دراسة مقارنة -، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2015، ص، ص 86، 87، 90.

3- مجاوي جمال و صالح حبيبة، النظام القانوني للقيم المنقولة، مرجع سابق، ص 81.

يرسل أمر البورصة من الأمر إلى الوسيط مع تضمن الأمر للبيانات المنصوص عليها في المادة 92 من نظام 97-03⁽¹⁾، و بهذا يلتزم الوسيط أن يسجل كل أمر مرسل إليه، وكذا تاريخ وساعة الاستلام، وتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بموجب مقرر، تحديد شروط التسجيل والتاريخ والساعة على أمر البورصة.

مع ذلك يمكن إلغاء الأمر المرسل أو القيام بتعديله، وهذا إما من قبل الأمر أو الوسيط في عمليات البورصة. و تكون الأوامر نهائية بمجرد أن تثبت من قبل الوسيط في عمليات البورصة أو بمجرد التكفل بها من قبل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وفي هذه الحالة لا يمكن أن تكون محل تعديل أو إلغاء لاحقين⁽²⁾.

و سنتطرق إلى شرح مختلف هذه المراحل بالتفصيل:

1- مرحلة ما قبل الافتتاح: يتم فيها إدخال الأوامر من قبل الوسطاء في حواسيب نظام التداول، و ذلك حسب الوقت و الشروط التي تحددها البورصة، حيث يكون لكل وسيط مفتاح سري خاص به، و يقوم كل وسيط بتقديم دفاتر الشراء و البيع لإدراجها في حصّة التداول، يمكن خلال هذه المرحلة إدخال و تعديل و إلغاء الأوامر؛ و يتم كل ذلك بطريقة إلكترونية. يتابع الوسيط على شاشة حاسوبه تطورات السوق؛ عن طريق ورقة السوق التي تظهر فيه⁽³⁾.

2- مرحلة الافتتاح: تتم خلال هذه المرحلة مقابلة أوامر البيع و الشراء المدخلة في المرحلة السابقة لكل صك مالي وفق تقنيات معلوماتية، دون إمكانية إدخال أو تعديل أو إلغاء الأوامر، فإذا حصل تطابق يعلن عن سعر افتتاح، كما

1- نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج.ر. عدد 87، المؤرخ في 29 ديسمبر 1997، معدل بالنظام رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج.ر. عدد 73، المؤرخ في 30 نوفمبر 2003، معدل و متمم.

2- بن عزوز فتيحة، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، مرجع سابق، ص، ص 381، 382.

3- يجاوي جمال و صالح حبيبة، النظام القانوني للقيم المنقولة، مرجع سابق، ص 81.

يتم إعلام أعضاء البورصة بكافة المعلومات المتعلقة بأوامرهم التي تم تنفيذها كلياً أو جزئياً.

لا يؤخذ بسعر الافتتاح كمرجع لاحتساب هامش التسعير لمرحلة التداول المستمر، إذ أنه يبقى معمولاً بنفس هامش التسعير المحتسب لمرحلة ما قبل الافتتاح.

3- مرحلة التداول المستمر و تحديد سعر الإقفال: عند انتهاء مرحلة تحديد سعر الافتتاح لكل الصكوك المالية، يبدأ التداول بها مع إمكانية إدخال، تعديل و إلغاء الأوامر. تُنقل جميع الأوامر غير المنفذة في مرحلة الافتتاح إلى مرحلة التداول المستمر، و يتم تنفيذها وفقاً لمبدأ "الأفضلية حسب السعر المحدد و توقيت الإدخال" و ذلك عند انتهاء مرحلة الافتتاح.

يقارن كل أمر جديد يتم إدخاله مع الأوامر الواردة في الجهة المقابلة من السجل المركزي للأوامر، و ذلك لمعرفة إمكانية التطابق فيما بينها و تنفيذها. يتم احتساب السعر على أساس هوامش التسعير الواردة في السجل عند إتمام مرحلة الافتتاح، و يجري التداول بشكل مستمر حتى الإقفال⁽¹⁾.

خامساً: الوسطاء الماليون في عمليات البورصة

حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، منح هذه الأخيرة سلطة اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة⁽²⁾.

يمكن تعريف الوسطاء "السّماسرة"، أنها تلك الشركات التي تتلقى أوامر البيع أو الشراء من الأشخاص المتعاملين في البورصة، لقاء عمولة يتلقونها بعد تنفيذ كل عملية، و يقع على عاتقها تنفيذ أوامره تستخدم الحصيلة النقدية من هذه الإصدارات في شراء أصول مالية من الغير، و يتقيد بحدود الأمر المرسل إليه.

و في هذا المقام يتدخل السّمسار باسمه و لحساب زبونه لتنفيذ عملية التداول، و ذلك بعد إبرام عقد

1- Trading manual arabics:

www.bse.com.lb/Portals/0/trading%20manual%20-Arabics.pdf

2- مرسوم تشريعي رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

وكالة مع هذا الأخير، حيث يتم فيها تحرير اتفاقية فتح حساب بين الزبون و الوسيط ماسك الحسابات -الحافظ-، و التي تحتوي على بنود إجبارية⁽¹⁾، حدّدها نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها⁽²⁾.

1- تشكيلتهم: لقد تخلى الأعضاء المؤسسون لشركة بورصة القيم المنقولة عن حصصهم في الشركة في 15 جويلية 1988 لشركات متخصصة في الوساطة، و تشكل حاليا من تسعة وسطاء، نذكر:

- بنك التنمية المحلية (B.D.L).
- البنك الخارجي الجزائري (B.E.A).
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (B.A.D.R).
- بي أن بي باريبا الجزائر (BNP PARIBAS)
- البنك الوطني الجزائري (B.N.A)⁽³⁾.

2- مهامهم: يُكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية، تتمثل في:

- التفاوض لحساب الغير.
- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.
- التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب.
- توظيف القيم المنقولة و المنتوجات المالية⁽⁴⁾.

1- العشي آسيا و درقيني يمينة، المركز القانوني للوسيط المالي في عمليات البورصة، مذكرة لنيل شهادة الماستر في الحقوق، تخصص القانون العام للأعمال، كلية الحقوق و العلوم السياسية، قسم قانون الأعمال، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، 2017، ص، ص 11، 12.

2- نظام رقم 02-03، مؤرخ في 18 مارس 2003، يتعلق بمسك الحسابات و حفظ السندات، ج.ر 73، صادر في 30 نوفمبر 2003.

3- بن عزوز فتيحة، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، مرجع سابق، ص 390.

4- سلطة ضبط السّوق المالي، الوسطاء في عملية البورصة:

الفرع الثالث: أسعار البورصة

تمثل البورصة مكانا هامًا لتداول الأوراق المالية، و بهذا فتخضع هذه الأخيرة لقاعدة العرض و الطلب، مما يؤدي إلى تغيير أسعارها طوال الجلسة، الأمر الذي أسهم في إيجاد حلّ لتأطير هذه التغيرات.

أولاً: تعريف تسعيرة البورصة

إنّ تحديد الأسعار هو نتيجة مواجهة أوامر الشراء و البيع، المقدمة من طرف (و.ع.ب) على السند المستعمل للتسعيرة و ذلك أثناء اجتماع التسعيرة، تحت رقابة "ش.ا.ب.ق"⁽¹⁾، هذا يعني هي القيمة التي يبلغها سند ما أثناء إحدى جلسات البورصة، و الذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، و يعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع و الشراء لورقة مالية معيّنة⁽²⁾.

ثانياً: أنواع التسعيرات في التشريع الجزائري

يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظامين للتسعيرة؛ نظام التسعيرة المستمرة و نظام التسعيرة الثابتة، سواء يدويا أو بواسطة الإعلام الآلي.

1- التسعيرة المستمرة: يستعمل التسعير المتواصل نظام الإعلام الآلي، و يتمثل في المواجهة المستمرة للأوامر التي تم إدخالها مباشرة من طرف شركات البورصة (وسطاء في عمليات البورصة) في التسعيرة الالكترونية، التي يديرها الحاسوب المركزي. هذا الأخير يحدد سعر التوازن (قبل الافتتاح)، ثم تنفذ الأوامر حسب أولوية وصولها إلى النظام. فإن التسعير هنا يكون بشكل مستمر و يتغير سعر التوازن تلقائيا بمجرد إدخال أوامر جديدة، حيث يحدده الحاسوب المركزي، و يوضع على كل أمر تاريخ و ساعة وصوله.

2- التسعيرة الثابتة: هذه الطريقة تهدف إلى تحديد سعر يسمح بأكبر عدد من الصفقات، و هي مستعملة لتحديد سعر يدعى بسعر التثبيت، و ذلك بمواجهة أوامر الشراء و البيع في مدة قصيرة (مرة أو مرتين في اليوم)،

1- المادة 82 من نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

2- جليخي محمد وليد و بن مكسن إسماعيل، البورصة في الجزائر، مرجع سابق، ص 67.

و تعتمد على قاعدة أساسية، ألا و هي تنفيذ الأوامر بأحسن سعر مطلوب⁽¹⁾.

و لقد تم تحديد النظام الذي تعمل به بورصة الجزائر من طرف شركة تسيير بورصة القيم، حيث تم اختيار نظام التسعيرة الثابتة اليدوية بالنسبة لمرحلة الانطلاق أين يكون حجم المبادلات ضعيف و يتطور إلى نظام التسعيرة الثابتة باستعمال الإعلام الآلي عند نمو حجم المبادلات⁽²⁾.

المطلب الثاني: تداول الأسهم في السوق المالية

يعتبر التداول تنازلاً عن الأسهم، و من ثم فإنه ما هو إلا هو انتقال الحقوق الناشئة عن الأسهم من شخص لآخر، وفق الطرق التي حددها القانون، سواء بنقل ملكيته إلى الغير عن طريق البيع أو عن طريق شراء الشركة لأسهمها، أو إجراء أي تصرف يجيزه القانون بشأنها⁽³⁾.

إنّ مبدأ حرية تداول أسهم الشركة المساهمة يعتبر من المبادئ التي تتصل بالنظام العام، و الحكمة وراء ذلك ضمان ما يستحدث من قوانين، و التي من الممكن أن تمسّ بالمبدأ، و أن تفقده جوهره، و هو ما تقوم عليه المساهمة في الشركات. و بناء على هذا، فإنّ مبدأ حرية تداول الأسهم بذاته يشكل حرية حقيقية للمساهمين في الانضمام، أو الانسحاب من الشركة كلّما رزوا مصلحتهم في ذلك⁽⁴⁾.

الفرع الأول: إجراءات تداول الأسهم

تختلف طرق تداول الأسهم باختلاف الشّكل الذي يتّخذه السّند، مما قد يجعل تداوله محدوداً، و هذه

1- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مرجع سابق، ص، ص 122، 125.

2- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة - دراسة حالة تونس و الجزائر و المغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع: إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص 41.

3- بن بعيش و داد، تداول الأسهم و التصرف فيها في شركات الأموال، مرجع سابق، ص 76.

4- خالد عبد العزيز بغدادي، تداول الأسهم والقيود القانونية الواردة عليه: دراسة مقارنة، مكتبة القانون و الاقتصاد للنشر و التوزيع، الرياض، 2012، ص 285.

الحصة يمكن التصرف فيها بالبيع أو الرهن عن طريق التداول⁽¹⁾. هذا الشكل هو الذي يجعله قيمة قابلة للتداول، ويخضعه لنظام قانوني خاص به؛ تتمثل في قواعد القانون التجاري، و من ثمّ يتمّ تنفيذ عقودها في قاعة التداول.

تصدر شركات المساهمة ثلاثة أنواع من الصّكوك، يتم تداولها بطرق مختلفة، أي بحسب الشكل الذي تتّخذه كلّ منها:

أولاً: تداول الأسهم الاسمية

نظم المشرع كيفية تداول الأسهم الاسمية، عن طريق إمساك الشركة في مقرها سجلات أو دفاتر الأسهم الاسمية تعدها لهذا الغرض، و متى تم التداول بالكيفية السابقة، أعتبر المتنازل إليه هو المساهم في نظر الشركة، و يكون لها مطالبته بالجزء الذي لم يدفع عن القيمة الاسمية للسهم، كما يكون للمتنازل إليه جميع الحقوق التي كان يحوّلها السهم للمتنازل⁽²⁾.

أمّا إذا تمّ تداول السهم بين المتنازل والمتنازل إليه بمجرد الاتفاق بينهما، دون إجراء القيد في سجل الشركة، فإنّ التنازل يكون صحيحاً بين طرفيه، فلا يجوز الاحتجاج بالتنازل على الشركة أو على الغير، إلا بعد قيده في السجل، و التي يجوز لها التحقق من شخصية المتعاقدين و أهليتهم، قبل إثبات التنازل في سجلاتها، و إلا ظلّ المتنازل في نظرهم هو المساهم⁽³⁾.

ثانياً: تداول الأسهم لأمر

هي التي تصدر حاملة اسم صاحبها، مع تضمن لفظ "لأمر"؛ أي لشخص معيّن، فإن تداوله يتم عن طريق التظهير، أي بكتابة على ظهر السند تفيد التصرف فيه إلى المظهر إليه. إنّ انتقال ملكية

1- MAGNER Véronique, *Droit des sociétés*, 3^e édition, Éditions Dalloz, Paris, 2007, p 233.

2- بن بعبيش و داد، تداول الأسهم و التصرف فيها في شركات الأموال، مرجع سابق، ص، ص 96، 97.

3- سعيد يوسف البستاني، علي شعلان عوضة، الوافي في أساسيات قانون التجارة و التجار: الشركات التجارية- المؤسسة التجارية- الأسناد التجارية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2011، ص 317.

هذا النوع من الأسهم يتم خارج نطاق الشركة، لذا فإنّه من النادر عملاً أن تصدر الشركات أسهماً لأمر⁽¹⁾.

تؤكد المادة 715 مكرر 34 من ق.ت.ج معدومة الأسهم لأمر، و ذلك من خلال نصّه على أنه:

" تكتسي القيم المنقولة، التي تصدرها شركات المساهمة، شكل سندات للحامل أو سندات اسمية".⁽²⁾

ثالثاً: تداول الأسهم لحاملها

هي التي لا تصدر باسم شخص معيّن، فيمكن لأيّ شخص أن يمتلكها عن طريق شرائه لها من مالكيها الأصلي، و يتمّ تداولها بالتسليم؛ من يد إلى أخرى، دون تدخل الشركة، و بهذا تحوّل للمالك الجديد جميع الحقوق التي تترتّب عن السهم لحامله. بما أنّ حامل السهم أصبح مالكا لها، فلا تلتزم الشركة بالتحقق من ملكيته. و ترتيباً لما سبق ذكره، تتمتع الأسهم لحاملها بحرية أوسع في عملية التداول مقارنة بالأسهم الاسمية، لخروجها من الخضوع للقيود القانونية أو النظامية التي تعرقل تداول هذه الأخيرة. لقد وصل السهم لحامله إلى أقصى درجات المرونة في التداول، فيكفي بتسليمه من مساهم لآخر، حتّى تنتقل معه ملكيته، بالإضافة إلى جميع الحقوق اللصيقة به⁽³⁾.

الفرع الثاني: القيود الواردة على تداول الأسهم

إنّ السهم و إن كان قابلاً للتداول بطرق خاصّة، إلا أنّ هذه الحرية ليست مطلقة، بل يرد عليها بعض القيود في النظام القانوني لشركات المساهمة، و هذه القيود إمّا أن تكون على نوع السهم المبيع، أو مذكورة في شرط منصوص عليه في الاتفاقية⁽⁴⁾:

1- بن غالية سمية فاطمة الزهراء، حرية المساهم في التنازل عن الأسهم، مرجع سابق، ص 29.

2- أمر رقم 75-59، يتضمن القانون التجاري، مرجع سابق.

3- عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة - دراسة مقارنة -، دار الكتب القانونية، مصر، 2008، ص، ص 329، 330.

4- محمد صالح بن ألفا عمر جالو، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص، ص 118، 119.

أولاً: القيود القانونية

حسب نصّ المادة 715 مكرر 51، تتمثل القيود الواردة على الأسهم فيما يلي:

1- لا يجوز تداول الأسهم إلا بعد قيد الشركة في السجل التجاري: مما يمنع محترفي الاكتتاب بالأسهم لأن يتلاعبوا بالمساهمين و كذا بأسعار الأسهم.

2- لا يجوز تداول الأسهم الخاصة بزيادة رأس المال: إلا بعد تسديد قيمة هذه الأسهم بالكامل⁽¹⁾.

— توجد عدّة طرق للزيادة في رأسمال الشركة، و هذا بالنظر إلى الأهداف المراد تحقيقها، من بينها رغبة الشركة في توسيع نشاطها، وهناك شرطان لازمان للقيام بعملية الزيادة:

إنّ الجمعية العامة غير العادية هي الوحيدة التي لها سلطة اتخاذ قرار زيادة رأس المال، الأمر الذي يجعل مجلس الإدارة و مدقق الحسابات يصدران تقريراً، فيقوم هذا الأخير بالتأكد من سداد رأس المال بكامله قبل الشروع في عملية الزيادة⁽²⁾.

إذاً على الشركة أن تستوفي ما تبقى من القيمة الاسمية للأسهم الممثلة للرأسمال. و لو افترضنا أن زيادة الرأسمال لم تتحقق في ظرف 06 أشهر ابتداء من تاريخ افتتاح الاكتتاب، تكون عملية الزيادة باطلة.

أما دفع الباقي من قيمة الأسهم الجديدة المكتتبه، فيتم الوفاء به مرة أو أكثر في أجل 05 سنوات ابتداء من إنهاء عملية الزيادة⁽³⁾. و في حالة تخصيص أسهم جديدة للمساهمين بعد إلحاق الاحتياطات أو أرباح أو علاوات الإصدار إلى رأس المال، فإن الحق المخول على هذا الشكل يكون قابلاً للتداول، وهذا حسب ما جاء في

1- أمر رقم 75-59، يتضمّن القانون التجاري، مرجع سابق.

2- BUSSY Jack, *Droit des affaires*, 2^e édition, presses de sciences po et, Éditions Dalloz, Paris, 2004, p 240.

3- بن بعيش و داد، تداول الأسهم و التصرف فيها في شركات الأموال، مرجع سابق، ص 109.

المادة 708 من القانون التجاري الجزائري⁽¹⁾.

3- لا يجوز التداول في الوعود بالأسهم: ما عدا إذا كانت أسهما تنشأ بمناسبة زيادة في رأسمال شركة كانت أسهمها القديمة قد سجلت في تسعيرة بورصة القيم، وفي هذه الحالة لا يصح التداول إلا إذا تمّ تحت شرط موقف يتعلق بتحقيق الزيادة في رأس المال، ويكون هذا الشرط مفترضا في غياب أي بيان صريح⁽²⁾.

و يقصد بالوعود بالأسهم تلك السندات المؤقتة التي تعطى للمكتتبين، ريثما يتم إعداد الأسهم الاسمية أو لحاملها وتوزيعها على المساهمين، إذ لا يجوز تداول شهادات الاكتتاب، وذلك في الفترة السابقة على قيد الشركة في السجل التجاري، و مردّد هذا الحظر، هو أن بعض المؤسسين يقومون عند تأسيس الشركة بدعاية، وبيالغون في بيان أغراض الشركة وغايتها، ثم يطرحون شهادات الاكتتاب في السوق فيقبل عليها المكتتبون، و تباع بأكثر من قيمتها الحقيقية تحت تأثير الدعاية الضخمة التي قام بها المؤسسون، ثم تتضح الحقيقة بنشر نتيجة أعمال الشركة فتنهار قيمة الأسهم⁽³⁾.

4- الوفاء بقيمة الأسهم: إنّ تأخّر المساهم أو امتناعه عن دفع الجزء المتبقي من ثمن أسهمه، فد يؤدي الشركة إلى مطالبته بالدفع إمّا عن طريق القضاء، أو التنفيذ المباشر بحجز أمواله، و بيعها بالمزاد العلني. و كما ذكرناه سابقا؛ فيقع على المساهم التزام أساسي بالوفاء بقيمة الأسهم التي اكتتب بها، كما يجب أن يتمّ الوفاء بربع قيمتها على الأقل عند الاكتتاب، و بعد ذلك يترتب عليه الوفاء بالأجزاء المتبقية⁽⁴⁾، في مدّة لا تتجاوز خمس (5) سنوات من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري⁽⁵⁾.

1- أمر رقم 75-59 يتضمّن القانون التجاري، مرجع سابق.

2- المادة 715 مكرر 51 ف 3، من ق.ت.ج.

3- بن بعبيش و داد، تداول الأسهم و التصرف فيها في شركات الأموال، مرجع سابق، ص 109.

4- محمد السيد الفاضي، مبادئ القانون التجاري، مرجع سابق، ص، ص 298، 299.

5- المادة 596 من ق.ت.ج.

تتجلى أهمية الوفاء الجزئي لقيمة الأسهم النقدية، في كونها وسيلة تمنع المضاربين بحجز عدد كبير من الأسهم وبيعها بسعر مرتفع للجمهور، كما أنه يمنح للمستثمر عدة خيارات للاستثمار في مشاريع مختلفة ومتنوعة، بالإضافة إلى ما سبق، فإن الوفاء الجزئي لقيمة الأسهم يسمح للشركات البدء في تمويل مشاريعها⁽¹⁾.

ثانيا: القيود الاتفاقية

الأصل أنّ الأسهم قابلة للتداول، فلا يجوز حرمان المساهم من هذا الحق. إلى جانب القيود القانونية المذكورة آنفا، هناك قيود اتّفاقية في نظام الشركة، تقع على تداول الأسهم، أو على بعض الإجراءات التي تنظم هذا الحق⁽²⁾، والتي لا يمكن إيرادها بشكل مطلق، تحرم المساهم من التصرف في أسهمه وإلا كانت باطلة⁽³⁾.

غالبا ما يكون الهدف من وراء هذه القيود تحقيق اعتبارات معينة، كضمان عدم تسرب الأسهم إلى أشخاص يقتضي نظام الشركة استبعادهم منها، كالأجانب مثلا⁽⁴⁾، فيمكن وضع نصّ في نظام الشركة، يقضي بأن تكون الأولوية في الشراء للشركاء أو لفريق منهم، أو للشركة نفسها، بشرط أن يستعمل هذا الحق وفقا للمهلة و الثمن المنصوص عليهما في نظام الشركة.

1- بن عزوز فتيحة، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، مرجع سابق، ص 111.

2- محمد فريد العريفي، جلال وفاء البدرى محمدين، قانون الأعمال: دراسة في النشاط التجاري وآلياته، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000، ص 291.

3- أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية و الإفلاس، مرجع سابق، ص 147.

4- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة -، مرجع سابق، ص 109.

مع هذا فإنه لا يجوز أن يساء التصرف في استعمال هذا الحق، بجعل السهم غير قابل عملياً للتداول، أو بإيقاع ضرر فاحش على المساهمين⁽²⁾.

و قد ترجع الفائدة من وضع هذه القيود إلى دوافع عائلية، سياسية، أو دينية؛ مثلما هو الحال في الشركات المغلقة؛ كالشركات ذات الطابع الإيديولوجي (الصحف و المجالات)، ذلك منعاً من دخول أشخاص لا يحظون بثقتهم في الشركة، أو داخل الشركات التي يكون رأسمالها موزعاً بين عدة مجموعات أو فئات، و التي تتمسك بالمحافظة على التوازن الموجود فيها.

و من الشروط المقيّدة لتداول الأسهم، نذكر:

1- شرط الموافقة: تتم فيه الموافقة على المتنازل إليه، غير أنه يجب أن يتضمن إلزام الهيئة المختصة بالبحث في طلب التنازل خلال مدة معينة، وإذا جاء رده بالرفض يجب أن يتقدم بمشتري بديل.

2- شرط الشفّعة: فقد تُقرّر لمصلحة المساهم المتنازل؛ بمعنى آخر يجب أن يبادر المساهم بإخطار الجهة أو الهيئة المختصة برغبته في ترك الشركة، حتى يتسنى له استرداد حقوقه بسعر عادل⁽³⁾.

و لإجازة مثل هذه القيود، يجب:

- أن يكون الهدف من فرض هذه القيود تحقيق غاية مشروعة، تُستمد من مصلحة الشركة.

2- الياس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية: الشركات القابضة (هولدنغ) و الشركات المحصور نشاطها خارج لبنان (أوف شور)، الجزء الثالث، الطبعة الخامسة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2008، ص 89.

3- بن غالية سمية فاطمة الزهراء، حرية المساهم في التنازل عن الأسهم، مرجع سابق، ص، ص 77، 78.

- النصّ على هذه القيود في النظام الأساسي للشركة عند تأسيسها، و عليه فلا يجوز إقرار مثل هذه القيود في نظام الشركة بعد تأسيسها⁽¹⁾.

الفرع الثالث: تداول الأسهم في بورصة الجزائر

بورصة الجزائر هي سوق مركزية، تتضمن خمس شركات ذات أسهم، حيث أنّ هذه السوق ليست متفرعة و كل القيم المنقولة يتم تداولها في سوق رسمية وحيدة و مكان ثابت، يتمثل في مقصورة التداول المتواجدة بمقر شركة إدارة بورصة القيم، يومي الاثنين والأربعاء من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

يلتقي الوسطاء لعرض أوامرهم؛ و ذلك بسعر وحيد لمجموع الصفقات المنجزة لكل نوع من الأوراق المالية حسب الشركة المصدرة لها؛ أي أن التسعيرة المنتهجة في بورصة الجزائر هي التسعيرة بالتثبيت "Fixing" و هذا السعر ينتج عن ملاقة جميع أوامر البيع و الشراء المعروضة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة، و يقوم بتحقيق أعلى مستوى للكمية المتداولة⁽²⁾.

و لقد قمنا باختيار شركتين مدرجتين في سوق الأسهم ببورصة الجزائر، و سنتناولها من خلال ما يلي:

1- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة -، مرجع سابق، ص، ص 109، 110.

2- جليخي محمد وليد و بن مكسن إسماعيل، البورصة في الجزائر، مرجع سابق، ص 101.

أولاً: مجمع صيدال

هي شركة ذات أسهم برأسمال قدره 2.500.000.000 د.ج. إنّ 80 % من رأسمال صيدال ملك للدولة و الـ 20 % المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص⁽¹⁾، حيث عرضت 2000000 سهم و التي تمثل 20 % من رأس المال الاجتماعي بسعر 800 د.ج، أي ما يعادل 500 مليون د.ج.

تكمن مهمة صيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري، كما أنّها تملك عدّة فروع منها " بيوتيك، فارمال، سوميديال، بيوتيك، إبييرال، وينشروب فارما صيدال، فايزر صيدال مانوفكتورينغ"⁽²⁾، و بهذا تغطّي 35% من حاجيات السوق الجزائري.

سجّل المجمع تطوراً إيجابياً في الإنتاج يمثل نسبة 10 % و هذا التطور راجع إلى تنظيم جديد و تحسن التسيير في فروع الإنتاج للمجمع، بالإضافة إلى زيادة الطلب على منتجات صيدال، فقد فاق إنتاج صيدال في 1999/09/30 نسبة 6.2 مليار دج لكمية 76 مليون وحدة بيع إذ الحد الأقصى للإنتاج المحقق هو 9.3 مليار دج لكمية 105 مليون وحدة لسنة 1999، مقابل معدّل إنتاج يقدر بـ 140 مليون وحدة في السنة⁽³⁾.

1- الموقع الرسمي لشركة الأسهم صيدال:

www.saidalgroup.dz

2- شركة تسيير بورصة القيم:

www.sgbv.dz

3- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سابق، ص 108.

استطاعت صيدال بعرضها 20 % من رأسمالها أن تباع أكثر من عدد الأسهم التي طرحتها حيث فإن الطلب على العرض بمعدل 43 %، و قد تحصلت على 230000 سهم بالشراء عند نهاية العملية، و تم بيع 1.4 مليون سهم للأشخاص الطبيعيين، كما تم بيع 705000 سهم للمؤسسات المالية، و 233000 سهم للأشخاص المعنويين، أما عمال المجمع فقد تمكنوا من شراء 16500 سهم⁽¹⁾.

رغم كلّ النتائج و التطوّرات التي حققتها شركة صيدال، إلا أنّها تعاني من منافسة شديدة في السوق، حيث ظهرت شركات عديدة؛ من بينها بيوفارم، و التي تمّ إدراجها في بورصة الجزائر في 20 أفريل 2016 بقيمة 1225 د.ج، حيث تمثّل حاليا المنافس الأساسي لصيدال. و بما أنّ الأدوية تمثّل منتج إستراتيجي واسع الاستهلاك، فأدّى إلى تدهور قيمة سهمها، الذي يقدرّ سعره ب 600 د.ج في حصّة الأربعاء 30 ماي 2018⁽²⁾.

ثانيا: شركة العصائر و المشروبات أن سي روية

هي أقدم علامة لصنع العصير ومشروبات الفواكه في الجزائر، و أوّل شركة عائلية مدرجة في بورصة الجزائر. تمثّل أن سي روية شركة ذات أسهم تأسست سنة 1966 بالجزائر العاصمة، فيقدرّ رأسمالها الاجتماعي ب 849.195.000 دج، يملكه 19 مساهما، يتكوّنون أساسا من أعضاء العائلة عثمانية.

تمّ إدراج الشركة في بورصة الجزائر سنة 2013، بعد حصولها من ترخيص لجنة التنظيم و مراقبة عمليات البورصة في 06 فيفري 2013، و التي طرحت 25 % من رأسمالها، ما يعادل 2122988 سهم، بقيمة اسمية محدّدة ب 100 د.ج للسهم، أما سعر البيع فيقدرّ ب 400 د.ج للسهم⁽³⁾.

1- جليخي محمد وليد و بن مكسن إسماعيل، البورصة في الجزائر، مرجع سابق، ص 111.

2- تمّ استخراج السعر من آخر حصّة مداولة، ليوم الأربعاء 2018/05/30 من:

www.sgbv.dz

3- الموقع الرسمي لشركة أن سي روية:

www.rouiba.com.dz

انطلقت عملية البيع من 07 أفريل 2013 إلى غاية 25 أفريل من نفس السنة، و قد قامت الشركة بتخصيص 85000 سهم لموظفيها، ما يمثل 40 % من الأسهم المطروحة، و 2037988 سهم للجزائريين المقيمين؛ الأشخاص الطبيعيّة و المعنويّة، أي 96 % من الأسهم المطروحة، مع العلم أنّ الحد الأدنى للاكتتاب هو 75 سهما، و الحد الأقصى هو 85000 سهم⁽¹⁾.

شهد سهم "رويبة" انخفاضات متتالية خلال عام 2014، ليصل إلى 375 دينار في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2015، وهذا لا يعكس الواقع الاقتصادي والمالي للشركة، التي لا تزال تتحسن منذ دخولها البورصة في عام 2013، حيث شهدت تطور رقم أعمالها بـ 22 % من 2013 إلى 2014.

استثمار يتعدى 2.7 مليار د.ج و توزيع الأرباح يفوق 143 مليون د.ج خلال السنتين الماضيتين، أمّا عن ربحية السهم فانتقلت من 20 إلى 37 دينار للسهم من 2012 إلى 2014.

وقامت الشركة منذ عام 2006 بإنشاء مواقع جديدة، وإعادة تنظيم ورشات العمل، كما تميزت سني 2012- 2013 باستثمارات في إعادة ترتيب مساحات الإنتاج وإنشاء خطوط جديدة في ظل السهر على نوعية مستمرة.

بالإضافة للأهداف التي سطرّها الشركة، و التي تتمثل في منح المتعة للمستهلكين عبر منتج ذو نوعية، و المساهمة في نفس الوقت في خلق الثروة المستدامة، فيشكل العامل البشري القلب النابض للشركة، فبلوغ رقم أعمال 7 ملايين د.ج خير دليل على ذلك، و بهذا أصبحت العلامة رائدة في المغرب العربي.

لكن، و بالرّجوع إلى الواقع العملي، نجد أنّ الشركة تعرف تراجعاً هاماً في قيمة سهمها، حيث يمثّل اليوم 295 د.ج، ما يعني فقدانه لنسبة 26.25 % من قيمته في أقلّ من سنة واحدة؛ تتراوح من جويلية 2017

1- communiqué de presse rouiba ; entrée en bourse :

www.rouiba.com.dz/wp-

content/uploads/2015/07/communique_de_presse_rouiba_entree_en_bourse.pdf

إلى غاية 03 ماي 2018⁽¹⁾، و نظرا للوضع الحالي في مجال الصناعات الغذائية، لا يمكن إلا أن نتوقع استمرار تدهور قيمة السهم.

لقد اختارت هذه الشركات طرح 20 % من رأسمالها كمرحلة أولى من باب الحذر، و معرفة اتجاهات السوق، كما أنّ هذه النسبة تمثل الحد الأدنى المقبول في البورصة.

الفرع الرابع: التصرفات الواردة على الأسهم

إنّ الأسهم عبارة عن أوراق مالية يتم تداولها عن طريق البيع، سواء داخل البورصات أو خارجها، بالإضافة إلى عدّة تصرفات أخرى لم يتناولها المشرع الجزائري، و إن تناولها كان بصفة سطحية تؤدي إلى نقل الملكية؛ نذكر منها رهن الأسهم، حجزها أو فقدانها، و هذا ما سنتطرق إليه في هذا الفرع:

أولا: رهن الأسهم

الرهن التجاري له دور هام في ميدان التجارة، لأن التاجر دائما يخشى إفلاس مدينه و مزاحمة غيره من الدائنين، فيشترط رهنا لصالحه ما يسمح له بأن يستوفي حقه من ثمن الشيء المرهون قبل الدائنين الآخرين، و إذا كان صحيحا أن التاجر يمكنه أن يرهن عقار ضمانا لديونه التجارية، إلا أنه يفضل عادة رهن المنقولات نظرا لتعدد و طول إجراءات الرهن العقاري⁽²⁾، و بما أنّ السهم يدخل ضمن المنقولات، فإنّ رهنه يكون حيازيا؛ أي بتسليم السهم إلى الدائن المرتهن طبقا للقواعد العامة.

إلا أنّ حقّ الحضور بالجمعيات العامة و التصويت فيها يكون للمدين الرّاهن، لكون هذه الحقوق تترتب على ملكية السهم، و من جهة أخرى فإنّ الرّهن يمنع المساهم من الحصول على الأرباح طيلة فترة الرّهن، فإذا حلّ ميعاد الاستحقاق و تمّ الوفاء بقيمة الدين، عاد للمساهم الحقّ في قبض الأرباح مرّة أخرى، و لكن إذا حلّ

1- تمّ استخراج السعر من حصّة المداولة، ليوم الخميس 2018/05/03 من:

2- بن بعبيش و داد، تداول الأسهم و التصرف فيها في شركات الأموال، مرجع سابق، ص 182.

الأجل و لم يقيم المدين بسداد الدين، استطاع الدائن التنفيذ على الأسهم و الأرباح، و بيعها لاقتضاء دينه⁽¹⁾.
وقد رجح المشرع الجزائري في نصوص القانون التجاري ليؤكد الطريقة التي يتم بها رهن الأسهم، و ذلك بطريق الحوالة إلى الدائن المرتهن، فثبتت هذه الحوالة عن طريق عقد رسمي، كما يشترط أن تقيّد في سجل الشركة المصدرة لها⁽²⁾.

ثانيا: التنازل عن الأسهم

كما سبق ذكره، فيمكن لكل مساهم التصرف في أسهمه، انطلاقا من مبدأ قابلية السهم للتداول، و لكن هذا الحق ليس مطلقا، إذ يمكن أن تحد منه قيود قانونية و أخرى اتفاقية⁽³⁾.

ثالثا: حجز الأسهم

قد يكون المساهم مدينا لشخص آخر، و يحل ميعاد استحقاق الدين، و لم يوف المدين المساهم بدينه خلال الأجل المحدد، فيباشر الدائن الحجز على أسهم مدينه حجزا تنفيذيا، و قد عرفته المادة 646 من ق.إ.م.إ.ج: "الحجز هو وضع أموال المدين المنقولة المادية والعقارية تحت يد القضاء ومنعه من التصرف فيها، ويقع الحجز على مسؤولية الدائن"⁽⁴⁾، و عليه فإن الحجز على الأسهم يسري بشأنه القواعد المنظمة لحجز المنقولات المادية، لكن يختلف الحجز على الأسهم باختلاف نوعها:

1- الأسهم لحاملها: يشمل الحجز الصك ذاته و على الدين الذي يمثله، و ذلك لاندماج الحق بالصك، و من ثم فإن الحجز على الصك نفسه يكفي لنزع حيازته من مالكة.

و بهذا ينبغي علينا أن نفرّق بين حالتين:

1- عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة - دراسة مقارنة -، مرجع سابق، ص، ص 233، 234.

2- المادة 31 ف 3 من ق.ت.ج.

3- عد إلى: إجراءات تداول الأسهم ص، ص 13، 18.

4- قانون 09/08، مؤرخ في 25 فيفري 2008، يتضمن قانون الإجراءات المدنية و الإدارية، ج.ر عدد 21، صادر في 23 أفريل 2008.

أ- وجود الأسهم في حيازة مالكيها: فيتمّ إتباع الحجز عن طريق إجراءات حجز المنقول لدى المدين.

ب- وجود الأسهم لدى الغير: فقد تكون على سبيل الأمانة أو بيد السمسار، و في هذه الحالة يتم الحجز بالتّباع إجراءات حجز ما يملك المدين لدى الغير، و ذلك حتّى لا يتمكّن المدين من التصرف في أسهمه، و بذلك لا يمكنه حرمان الدائن من اقتضاء دينه.

2- الأسهم الاسميّة: يتمّ الحجز عليها بالتّباع الإجراءات المقرّرة لحجز ما يملك المدين لدى الغير، باعتبار أنّ الأسهم المملوكة للمدين هي في حيازة الغير؛ أي الشركة⁽¹⁾.

حسب ما جاء في المادة 687 من ق.إ.م.إ.ج، فإذا لم يقم المدين بالوفاء بعد انقضاء أجل خمسة عشر 15 يوما من تاريخ تكليفه بالوفاء يجوز للمستفيد من السند التنفيذي الحجز على جميع المنقولات من بينها الأسهم، و ذلك بعد التبليغ الرسمي للسند التنفيذي وتكليف المنفذ عليه بالوفاء، بما تضمنه السند التنفيذي في أجل خمسة عشر (15) يوما⁽²⁾.

رابعاً: إسترجاع الشركة لأسهمها

تقوم شركة المساهمة باسترجاع أسهمها عن طريق شرائها، بقرار من الجمعية العامّة غير العادية، لسببين:

1- تخفيض التكاليف الزائدة: غالباً ما يتقرر خفض رأسمال الشركة، إذا تراكمت عليها الخسائر و لا يمكن تعويضها بالأرباح المستقبلية، فكي يتسنى لها توزيع أرباح على المساهمين⁽³⁾، تقوم بشراء عدد من الأسهم بقيمة الجزء الذي تريد تخفيضه من رأسمالها، و بعد ذلك تقوم بإلغائها⁽⁴⁾، بهدف تجنب دفع أرباح عن أموال غير موظفة.

2- تثبيت سعر أسهمها: بما أنّ الأسهم تخضع لمضاربة دائمة و خطيرة، و التي تتعرض لها في سوق الأوراق

1- عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة - دراسة مقارنة -، مرجع سابق، ص، ص 231، 232.

2- المادة 687 و المادة 612 من ق.إ.م.إ.ج.

3- عبد الباقي محمد الفكي، "شراء الشركة لأسهمها في القانون الإماراتي"، مجلّة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية و القانونية، المجلد

12، العدد 2، كليّة القانون، جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2015، ص 153.

4- المادّة 714 ف 2 من ق.ت.ج.

المالية، فيمكن أن تنخفض أسعارها بصورة مدهشة، لذلك تتدخل الشركة لشراء أسهمها، من أجل رفع السعر إلى معدله الطبيعي⁽¹⁾.

خامسا: فقدان الأسهم أو سرقتها

تختلف مسألة فقدان أو سرقة الأسهم الاسمية عن الأسهم لحاملها، و سنشرح ذلك خلال ما يلي:

1- الأسهم الاسمية: إذا ما فقدت أو سرقت من مالكةا، فلا خطر من ذلك، لكون المساهم يحضى بضمانات فعالة، و يكفي بإبلاغ الشركة بذلك؛ فإذا ما تقدّم الشخص الحائز للسهم لاستيفاء حصّته من الأرباح، ستطالبه الشركة بإثبات حيازته القانونية لتلك الأسهم، فإن عجز عن ذلك تستردّ منه، و تعاد إلى مالكةا الحقيقي المدوّن اسمه في سجلات الشركة، فيمكن أن يحصل المساهم على نسخة أخرى، مع إلغاء النسخة الأصلية الضائعة أو المسروقة، و يقدّم له "بدل عن ضائع"⁽²⁾.

2- الأسهم لحاملها: يتعرض مالكةا إلى خطر ضياع حقوقه كالحق في تداولها إذا ضاع، أو سرق منه صكه، لأن هذا النوع من الصكوك لا تتوافر فيه الضمانات الكافية الواردة بشأن انتقال ملكية السهم الاسمي، فهو لا يشير إلى مالكة، و من المعلوم أنّ ملكيته تنتقل بمجرد التسليم من يد إلى أخرى، وبغير تدخل من الشركة، فيندمج الحق في الصك ذاته؛ من ثمّ يشهد الصك على نفسه بأن الحائز له هو صاحبه.

و أمام هذا الوضع فقد أجاز المشرع الجزائري نظام إدارة السندات المالية، و غلبه على النظام القانوني المتبع بشأن المنقولات المادية، وبالتالي أصبحت حقوق صاحب السهم ترتب على قيد في الحساب، و صار نظام انتقال ملكية السهم لحامله ينتقل بالقيد من حساب لآخر وليس بالمناولة اليدوية، و من ثم نجد أن نظام الأوراق المالية المفقودة أو المسروقة لم يعد قابلا للتطبيق⁽³⁾.

1- المادة 715 مكرر ف 1 من ق.ت.ج.

2- سعيد يوسف البستاني، علي شعلان عواضة، الوافي في أساسيات قانون التجارة و التجار: الشركات التجارية- المؤسسة التجارية- الأسناد التجارية، مرجع سابق، ص 320.

3- محفوظ لعشب، الوجيز في القانون المصرفي الجزائري، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص. ص 95، 97.

المبحث الثاني: حركة السندات في سوق الأوراق المالية

كما رأينا سابقاً، فإن السندات هي أوراق مالية ذات قيمة معينة، و هي أحد أوعية الاستثمار، و السند عبارة عن ورقة تعلن أنّ مالك السند دائن إلى الجهة المصدرة له، سواء كانت حكومة أو شركة، أو مشروع. و عادة ما تطرح هذه السندات للبيع في سوق المال، لتحصيل مبلغ مطلوب لمشروع خاص، و لهدف محدد.

تتميز السندات أيضاً؛ بقابليتها للتداول في السوق المالية، و ذلك في حالة احتياج مالكيها إلى السيولة النقدية، فيستطيع هذا الأخير بيع ما لديه من سندات بسعر يتناسب مع المدة الباقية من عمر السند، و مع سعر الفائدة المتفق عليها عند البيع⁽¹⁾.

و نظراً للأهمية الاقتصادية لهذه السندات، سواء بالنسبة للشركة أو الدولة، كذلك بالنسبة للسوق المالية باعتبارها تكون في حالة نشاط، من خلال توافد رؤوس الأموال، فإنه من البديهي أن نتصور أن هناك مجموعة من الإجراءات لتداول هذه السندات في السوق المالية.

المطلب الأول: الأحكام و الإجراءات المنظمة لإصدار السندات

هناك مجموعة من الشروط و الإجراءات التي يجب توافرها و إتباعها لإصدار السندات، و ذلك بهدف حماية الادّخار العام.

لقد تطرّق المشرع الجزائري إلى هذه الشروط و الإجراءات، على غرار التشريعات الأخرى، و ذلك في المواد 715 مكرر 82 و 715 مكرر 84، بالإضافة للمادة 715 مكرر 86⁽²⁾. و عليه سنحاول في هذا المطلب معالجة و إبراز هذه الشروط التي يجب أن تتبعها شركة المساهمة أو جهة الإصدار أثناء مباشرتها لطرح السندات في سوق التداول.

1- أنظر:

www.moqatel.com

2- المواد 715 مكرر 82، 715 مكرر 84، 715 مكرر 86 من ق.ت.ج.

الفرع الأول: شروط إصدار السندات

تخضع إصدار السندات لمجموعة من الشروط، و يمكن أن نلخصها فيما يلي:

أولاً: لا يجوز إصدار سندات قبل دفع الرأسمال المصدر بأكمله

أي أنه يجب أن يكون رأس المال المكتتب به من طرف المساهمين قد دفع بكامله، لأن المنطق يقضي بأن تستوفي الشركة قيمة الائتمان غير المدفوعة في الأسهم التي تشكل رأسمال الشركة، قبل أن تلجأ إلى الاقتراض عن طريق الدعوة إلى الاكتتاب بسندات ترتب ديونا على الشركة التي لم تستوفي بعد كامل رأسمالها.

إذا لم تراعي الشركة هذا الشرط، سيعاقب أعضاء مجلس إدارتها و مديرها بغرامة مالية، حيث تشترط بعض القوانين التجارية ألا يجري إصدار سندات قروض جديدة، إلا بعد حصول الشركة على القيمة المالية الكاملة لتلك التي صدرت سابقاً، على غرار ما هو وارد في قانون الشركات التجارية البحريني، الذي لا يكتفي باشتراط أنه لا يجوز إصدار سندات القرض إلا إذا كان رأسمال الشركة قد دفع بأكمله، و يشترط أن لا تزيد قيمة السندات على رأس المال، بشرط أن لا تزيد قيمة سندات القرض الجديدة، بالإضافة إلى ما بقي في ذمة الشركة من قيمة سندات القروض السابقة⁽¹⁾.

أما المشرع الجزائري، فقد تطرق إلى هذه النقطة في المادة 715 مكرر 82 "و التي يكون رأسمالها مسدداً بكامله"⁽²⁾، هذا يعني أنه إذا كانت هناك بعض الأقساط التي لم تسدد بعد عن الأسهم المكتتب بها، فلا بد للشركة المطالبة بتسديدها. بعد ذلك يمكنها أن تلجأ إلى الاقتراض عن طريق إصدار السندات.

ثانياً: موافقة الهيئة العامة للشركة

تطبيقاً لأحكام المادة 715 مكرر 84 التي تنصّ على أنه "تكون الجمعية العامة للمساهمين مؤهلة

1- فوزي عطوي، الشركات التجارية: في القوانين الوضعية و الشريعة الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2005، ص، ص 207، 208.

2- المادة 715 مكرر 82 من ق.ت.ج.

وحدها لتقرير إصدار سندات الاستحقاق و تحديد شروطها أو السماح بذلك⁽¹⁾. و نلاحظ أنّ المشرّع لم يحدّد ما إذا كان القرار يصدر عن الجمعية العامة العادية أو غير العادية، لكنّه يمكن أن نستنتج أنّ المشرّع يقصد بذلك الجمعية العامة العادية.

يمكننا أن نرتكز على نصّ المادة 715 مكرر 116 لنستخلص ذلك، فهي تتعلّق بسندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، حيث أنّ إصدار مثل هذه السندات يرجع إلى الجمعية العامة غير عادية، و هذا مبرّر لأنّ الإصدار لمثل هذه السندات قد ينجّر عنه الزيادة رأس المال لصالح حاملها، و الذين يختارون التحويل. و ما دام أنّ إصدار سندات الاستحقاق لا تنجرّ عنه أية زيادة في رأسمال الشركة، و لا أيّ تعديل في قانونها الأساسي، و لذلك نستنتج أنّ قرار إصدار هذه السندات يرجع إلى الجمعية العامة العادية⁽²⁾.

كذلك يجوز للجمعية العامة العادية أن تخوّل لمجلس الإدارة سلطة تعيين مقدار القرض و شروطه، و هذه السلطة المخوّلة لهذه الأخيرة تالية لقرار إصدار السندات؛ و ليست مقترنة به.

ثالثاً: أن لا تتجاوز قيمة السندات رأسمال الشركة المدفوع

إنّه لمن البديهي القول من حيث المبدأ أنّ المشرّع، عندما يشترط عدم تجاوز قيمة السندات المصدرة رأسمال الشركة، إنّما يحرص على صيانة كامل الضمان العام لدائني الشركة، لئلا يتعرّضوا إلى خسران الحقوق المترتبة لهم بفعل حيازتهم لسندات الشركة، و إذا ما تعثرت أعمالها و أفضى نشاطها إلى الخسارة الفادحة⁽³⁾.

مع هذا، فلقد استثنت بعض التشريعات هذا الشرط، فنجد المشرّع المصري الذي أجاز للشركات العقارية، و شركات الائتمان العقاري و الشركات المرخص لها بإصدار السندات، دون استيفاء كامل رأس المال، و ذلك بناء على قرار من الوزير المكلف، و بناء على ما تعرضه الهيئة العامة لسوق رأس المال. كما يجوز بقرار من مجلس إدارة الهيئة، الترخيص للشركات المشار إليها بإصدار سندات أو صكوك تحويل بقيمة تمكنها من تجاوز

1- المادة 715 مكرر 84 من ق.ت.ج.

2- المادة 715 مكرر 116 من ق.ت.ج.

3- فوزي عطوي، الشركات التجارية، مرجع سابق، ص 209.

صافي أصولها و ذلك في الحدود التي يصدر بها القرار⁽¹⁾.

رابعاً: موافقة لجنة الإصدارات

على الشركة أن تعدّ جميع الشروط الخاصة بإصدار السندات، و هذه الشروط هي ذاتها التي تذكر في نشرة الإصدار، و لا بدّ من موافقة لجنة الإصدارات، و يتمّ ذلك عن طريق مراقب الشركات، و بعد موافقة اللجنة على تلك النشرة و ما تتضمنه من معلومات، فيحقّ للشركة أن توجه الدّعوة للاكتتاب بالسندات التي تطرحها بغرض الاقتراض⁽²⁾.

خامساً: مرور سنتين على الأقل من تأسيس الشركة

نجد أنّ المشرّع الجزائري تطرّق لهذا الشرط في نصّ المادة 715 مكرر 82، و التي تنصّ بعدم السّماح بإصدار سندات الاستحقاق إلا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين، و لكن أيضاً تلك التي أعدت ميزانيتين صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة⁽³⁾.

لذلك، فلا يجوز للشركة اللّجوء إلى الاقتراض عن طريق إصدار سندات قرض، إلاّ بعد مرور سنتين على الأقلّ منذ تأسيسها.

الفرع الثاني: أسعار السندات

تحدّد قيمتها بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند، حيث نجد الحالات التالية:

- تطلق عبارة السند إذا كان سعره 100.
- عبارة التّداول بخصم، إذا كان سعره أقل من القيمة الاسميّة 100.
- عبارة التّداول بعلاوة، إذا كان السّعر أعلى من 100.

1- محمد فريد العريفي، جلال وفاء البدري محمددين، قانون الأعمال: دراسة في النّشاط التجاري و آلياته، مرجع سابق، ص، ص 296، 297.

2- فوزي محمّد سامي، شرح القانون التجاري، مرجع سابق، ص 220.

3- المادة 715 مكرر 82 من ق.ت.ج.

بعد عملية الإصدار، تختلف أسعار السندات بحسب عوامل مختلفة، كما يلي:

أولاً: أسعار الفوائد

تنخفض أسعار السندات عندما يرتفع سعر الفائدة، و العكس صحيح.

ثانياً: تاريخ الاستحقاق

تكون أسعار السندات أكثر حساسية، عندما يكون تاريخ استحقاقها على مدى أطول.

ثالثاً: عملة السند

عندما يتم تخفيض قيمة عملة معينة، مقابل العملات الأخرى (تحديداً تلك التي يقيس مديرو الصناديق و المستثمرون الأداء بناءً عليها)، تنخفض أسعار السندات الصادرة بالعملة المخفضة، نظراً لانخفاض عوائدها عند تحويلها إلى العملة الأساسية.

رابعاً: جدول السداد

تتأثر حساسية أسعار السندات؛ بهيكل التدفق النقدي للسند، و تكون الأسعار أكثر حساسية بالنسبة للسندات التي تكون عملية دفع فوائدها أقل تكراراً⁽¹⁾.

خامساً: التصنيف الائتماني

يؤثر أيّ تغيير على السند أو التصنيف الائتماني لجهة الإصدار على سعر السند، كما يؤدي تدهور التصنيف الائتماني، إلى انخفاض في أسعار السندات الخاصة بجهة الإصدار.

كما يجب على كلّ شركة ترغب في إصدار سندات يتمّ قيدها ببورصة الأوراق المالية، أن تحصل على

1- أنظر:

درجة تصنيف ائتماني لها و للسند الذي يتم إصداره من إحدى مؤسسات التصنيف المحليّة أو الدوليّة المحدّدة من قبل مجلس إدارة الهيئة، فمثلا نجد أنّ المشرّع المصري قد حدّد هذه الدرّجة التي يجب على الشّركة المصدرة للسندات أن تتوفّر عليها، و هي -BBB، كذلك بالنّسبة للشّركة الأجنبيّة A+، و يجوز لمجلس إدارة الهيئة التّرخيص بإصدار سندات تقلّ درجة تصنيفها الائتماني عن الدرّجات المشار إليها⁽¹⁾.

و للإشارة، فإنّ تقييم نوعيّة الائتمان للسندات يكون بناء على الطّروف الماليّة للشّركة المصدرة للسند، و لكون سندات الشّركات لا تخلو من مخاطر النّكول لأصل المبلغ و الفائدة.

جدول: الدرّجات الائتمانية للسندات وفقا لوكالة مودى، ستاندر و بور "S & P"⁽²⁾:

S & P	MOODY	تعريف الدرّجة الائتمانية
AAA	Aaa	تسمّى سندات الحافة الذهبية لقدرتها الماليّة لدفع الفائدة و أصل المبلغ و ضمانات قويّة.
AA	Aa	سندات النوعية العالية ، قدرة قويّة لدفع الفائدة و أصل المبلغ.
A	A	قدرة بدفع الفائدة و أصل المبلغ، عناصر الضّمان تتأثّر و تتغيّر بتغيّر الطّروف الاقتصادية، توصف بسندات الدرّجة الاستثمارية.
BBB	BAB	ذات درجة نوعية منخفضة للفائدة و أصل المبلغ، و طبقا لأجل السند على الرّغم من توفّر درجة النوعية و الحماية لعناصر الضّمان.

1- الهيئة العامّة للرقابة الماليّة المصرية:

www.fra.gov.eg

2- أنظر:

Site.iugaza.edu.ps/files.2014

BBB	Baa	لها قدرة كافية لدفع الفائدة و أصل المبلغ، و مراكزها قد تضعف بتغيّر الظروف الاقتصادية، فتوصف التزاماتها من الدرجة الاستثمارية الوسطى.
CCC CC	Caa Ca	ذات درجة مضاربة لأصل المبلغ، و الفائدة مرتفعة على الرغم من امتلاكها لدرجة التوعية و الحماية.
C	C	تقترب من سندات الدّخل في حالة عدم دفع الفائدة، و تسمّى سندات المضاربة إلى حدّ ما.
D	D	سندات التّكول و احتمالات الإفلاس عالية للجهة المصدرة، و تسمّى بسندات الخردة Junk .

سادسا: الجدارة الائتمانية لجهة الإصدار

يؤثر هذا العامل على سعر السند حتّى عندما لا تكون جهة الإصدار مصنّفة، كذلك يبرز دور هذا المتحكّم في المصاريف و المؤسّسات العالميّة في حالات عدم قدرة الجهة المصدرة للسند على السداد في الأوقات المقرّرة، خاصّة عند اختلاف التوازن ما بين القروض و الائتمان، و نسبة الخسائر في القروض⁽¹⁾.

سابعا: السيولة

تكون تذبذبات الأسعار للسندات التي لا تتميّز بالسيولة، أكثر تقلّباً من التي تتميّز بالسيولة، حيث يقصد بهذه الأخيرة الموجود التّقدي المتوقّر لدى المستثمر أو المصرف، أو المؤسّسة الماليّة، و بالشكل الذي يضمن سدّ الاحتياجات، بحيث لا يضطرّ لبيع السندات التي بحوزته، و التي قد تتسبّب في الخسارة أحيانا، كما يتمّ قياس

2- أنس هشام المملوك، مخاطر الائتمان و أثرها في المحافظ الاستثمارية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد المالي و التّقدي، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2014، ص 165.

السَّيْلَةُ بالتعرّف على نسبة الاستثمارات المالية، إلى مجموع الودائع أو الموجودات⁽¹⁾.

الفرع الثالث: إجراءات إصدار السندات

بعد أن تطرّقنا سالفًا للشروط التي يجب توافرها لإصدار السندات، حتى يصبح في وسع الشركة أن تصدر السندات، و لكنّ القانون أوجب على الشركة مراعاة عدد من الإجراءات، و التي تطرّق إليها المشرّع الجزائري، تم تطبيق نصّ المادة 715 مكرر 86 "إذا لجأت الشركة علنية إلى الادخار، فيتعين عليها قبل افتتاح الاكتتاب، القيام بإجراءات إشهار شروط الإصدار. و تحدد إجراءات الإصدار عن طريق التنظيم."⁽²⁾

و بهذا تطبّق هذه المادة بموجب المرسوم التنفيذي رقم 95-438، حيث تطرّق إلى إجراءات إشهار سندات الاستحقاق في حالة الدّعوة العلنيّة للادّخار⁽³⁾، حيث أشار إلى هذه الإجراءات في المواد 20 و 21 من هذا المرسوم، فتنصّ المادة 20 على: "تتمّ إجراءات الإشهار، كما تنصّ عليها المادة 715 مكرر 86 من القانون التجاري بواسطة إعلان، ينشر في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية قبل الشروع في عمليات الاكتتاب، و قبل أي إجراء يتعلّق بالإشهار."، و من أهمّ البيانات التي يشتملها هذا الإعلان، نذكر:

- تسمية الشركة، متبوعة برمزها إن اقتضى الأمر.
- شكل الشركة،
- مبلغ رأسمال الشركة،
- عنوان مقرّ الشركة،
- رقم تسجيل الشركة في السجل التجاري و المعهد الوطني المكلف بالإحصائيات،
- مبلغ سندات الاستحقاق القابلة للتحويل في شكل أسهم تصدرها الشركة، عند الاقتضاء.
- مبلغ الإصدار،

1- بوكساني رشيد، معوقات أسواق المالية العربية و سبل تفعيلها، مرجع سابق، ص 78.

2- المادة 715 مكرر 86 من ق.ت.ج.

3- مرسوم تنفيذي رقم 95-438، المؤرّخ في 23 ديسمبر 1995، يتضمّن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمّعات، ج.ر عدد 80.

- القيمة الاسمية لسندات الاستحقاق التي ينبغي إصدارها،
 - ضمانات سندات الاستحقاق، عند الاقتضاء،
- كما يحمل الإعلان توقيع الشركة⁽¹⁾، و حسب نص المادة 21 فإنه: "يرفق هذا الإعلان بما يأتي:⁽²⁾
- نسخة من الحصيلة الأخيرة التي توافق عليها الجمعية العامة للمساهمين، و يصدقها ممثل الشركة القانوني.
 - إذا ضبطت هذه الحصيلة في تاريخ يسبق تاريخ بداية العملية الإصدار بمدة تتجاوز عشرة (10) أشهر، يعدّ جدول خاص بأصول الشركة و خصومها مدته عشرة (10) أشهر على الأكثر، تحت مسؤولية مجلس الإدارة و جلس المديرين أو المسيرين حسب الحالة.
 - المعلومات المتعلقة بسير أعمال الشركة منذ بداية السنة المالية الجارية و السنة المالية السابقة عند الاقتضاء، إذا لم تنفذ الجمعية العمّة العادية، المدعوّة إلى فصل الحسابات."
- إذا طبقت أحكام المادة 715 مكرر 82 (الفقرتان 2 و 3) من القانون التجاري، و لم يتم إعداد أية حصيلة، يصرّح بذلك في الإعلان.
- يمكن أن يستبدل بالمحققين المنصوص عليهما في المقطعين 1 و 2 أعلاه، حسب الحالة، مرجع الإشهار في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية المتعلقة بالحصيلة الأخيرة، أو الحالة المؤقتة للحصيلة التي وقع إعدادها قبل عشرة (10) أشهر على الأكثر من تاريخ الإصدار، عندما تكون تلك الحصيلة قد نشرت من قبل.

1- المادة 20 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438، يتعلق بتطبيق أحكام ق.ت المتعلقة بالشركات التجارية، مرجع سابق.

2- المادة 21 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438، يتعلق بتطبيق أحكام ق.ت المتعلقة بالشركات التجارية، المرجع السابق.

أنظر أيضا: محمد بن براك الفوزان، الأحكام العامة للشركات، (دراسة مقارنة)، مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، الرياض، 2014، ص، ص 272، 276.

راجع أيضا: طيبي كريم، الطبيعة القانونية للقيم المنقولة الصادرة عن شركة المساهمة - دراسة مقارنة-، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون الخاص، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2012، ص. ص 105، 115.

المطلب الثاني: الاكتتاب في السندات

لقد رأينا سابقاً، بأنه لإصدار السندات يستلزم توفّر الشروط المحدّدة قانوناً، و كذلك إتباع الإجراءات اللازمة لإتمام هذا الإصدار، و عليه، و بتوفّر هذه الشروط و صحّة هذه الإجراءات؛ نأتي إلى طرح هذه السندات للاكتتاب أي نأتي إلى مرحلة تداولها في السوق المالية.

الفرع الأول: أساليب طرح السندات للاكتتاب

يجوز أن تقوم الشركة المصدرة للسندات بطرحها للجمهور، في اكتتاب عام، أو لمساهميها القدامى في اكتتاب مغلق، أو لمستثمرين من غير مساهميها، معروفين سلفاً لإدارة الشركة، و تتوافر بهم شروط خاصّة في اكتتاب خاصّ، إلا أنّه في جميع تلك الحالات يجبل إخطار الهيئة العامّة للرقابة الماليّة بذلك، فإذا لم تعترض هذه الأخيرة خلال ثلاثة (03) أشهر من تاريخ الإخطار؛ كان للشركة السّير في إجراءات الإصدار، كما يجب أن يتضمّن الإخطار و يرفق به البيانات و المستندات المنصوص عليها في المادة 7 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992⁽¹⁾.

الفرع الثاني: كيفية طرح السندات في الاكتتاب

أولاً: البيانات التي يجب أن تتضمّن نشرها للاكتتاب

نجد هذه البيانات المذكورة في الجزء التاسع عشر، المتضمّن الأدلّة الإرشاديّة حول إصدار السندات، الصادرة عن الهيئة العامّة للرقابة الماليّة المصريّة، و نذكر البعض منها كالتّالي:

- اسم الشركة و شكلها القانوني.
- غرض الشركة و مركزها و مدّتها.
- رأسمال الشركة المصدر و المدفوع.
- أسماء أعضاء مجلس الإدارة و المديرين و المسؤولين و خبراءهم.

1- الهيئة العامّة للرقابة الماليّة المصريّة:

- بيان الرهانات و الحقوق العينية الأخرى لجميع أصول الشركة و الشركات التابعة لها.
- أماكن الحصول على نشرة الاكتتاب المعتمدة من الهيئة.
- تاريخ قرار الجمعية العامة للشركة، بالموافقة على إصدار السندات و السند القانوني لهذا القرار.
- بيان ما إذا كان الإصدار بعلاوة أو خصم، و مقدار ذلك.
- مدة السندات.
- طريقة سداد القرض، و ما إذا كان في نهاية المدّة أو خلالها باستهلاكه سنويا، و في هذه الحالة يفصل الإجراء الذي ستتبعه الشركة في الاستهلاك و شروطه و كلفيته و مدّته.
- البيانات الأخرى التي تحددها اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، و قانون الشركات و قرارات هيئة سوق رأس المال المتعلقة بهذا الشأن⁽¹⁾.

1- الهيئة العامة للرقابة الماليّة المصرية:

www.fra.gov.eg

أنظر أيضا: مريم عثمانية، لطفي بوسحلة، التّظام القانوني لعقد القرض العام، مركز الدراسات العربية للنشر و التوزيع، مصر، 2014، ص. ص 221، 347.

كذلك نجد أنّ المشرّع الجزائري نظّم القواعد العامّة لعملية اللّجوء العلني للاذخار، أي الاكتتاب العام بموجب القانون التجاري، و ذلك بموجب تأسيس شركة المساهمة⁽²⁾، أو بمناسبة الزيادة في رأسمالها⁽³⁾. بعد ذلك تدخلت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لإضافة إجراءات خاصّة، لإتمام عمليات اللّجوء العلني للاذخار.

تتعلّق هذه الإجراءات بالمعلومات الواجب نشرها للجمهور؛ من طرف الشّركات التي تطرح قيمها المنقولة للاكتتاب، عن طريق اللّجوء العلني للاذخار، و ذلك بموجب قواعد مهنيّة خاصّة تتمثّل في نظام اللّجنة رقم 02-96⁽⁴⁾ المعدّل و المتمّم بموجب النظام رقم 01-04⁽⁵⁾، فنجد أنّه سرد حالات اللّجوء العلني للاذخار في كلّ من المادّة 43 من المرسوم التشريعي 10-93 المعدّل بموجب القانون رقم 04-03، و كذا المادّة 2 من نظام اللّجنة رقم 02-96⁽⁶⁾.

- 1- المادّة 23 من المرسوم التنفيذي رقم 95-438، يتعلّق بتطبيق أحكام ق.ت المتعلقة بالشّركات التجارية، مرجع سابق.
- أنظر أيضا: المادّة 6 من التعلّيم الصادر عن "ل.ت.ع.ب.م" رقم 01/98، مؤرّخ في 15 أكتوبر 1998، الذي يحدّد قواعد الأناوى التي تحصلها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، ج.ر. عدد 93، صادر في 13 ديسمبر 1998. (ملغى).
- 2- المواد 559 إلى 604 من ق.ت.ج.
- 3- المواد 687 إلى 708 من ق.ت.ج.
- 4- نظام "ل.ت.ع.ب.م" رقم 02-96، مؤرّخ في 22 جوان 1996، يتعلّق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشّركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الاذخار عند إصدارها قيما منقولة، ج.ر. عدد 36، صادر في 1 جوان 1997.
- 5- نظام "ل.ت.ع.ب.م" رقم 01-04، المؤرّخ في 8 جوان 2004 المعدّل و المتمّم للنظام رقم 02-96، مؤرّخ في 22 جوان 1996، يتعلّق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشّركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الاذخار عند إصدارها قيما منقولة، الصّادرة في ج.ر. عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.
- 6- نظام "ل.ت.ع.ب.م" رقم 02-96، المعدّل بموجب النظام رقم 01-04، المرجع السّابق.

نصّت المادة 43 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدّلة بموجب المادة 17 من القانون رقم 03-04، على حالات اللجوء العلني للاّدخار، و جاء نصّها كما يلي: "تعد من الشركات التي تلجأ إلى الادّخار العلني، الشركات ذات السندات المقبولة للتداول ابتداءً من تاريخ تسجيلها، أو تلك التي تلجأ إلى توظيف سنداتها مهما كان نوعها إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء."⁽¹⁾

نجد أنّ المشرّع حذف أساليب الإشهار العادي من معايير اللجوء العلني للاّدخار، لأنّها أساليب تلجأ إليها الشركة بمناسبة ممارستها للنشاطات العادية، كتعديل قانونها الأساسي، و التي تتمثّل في النشرات الواجب إيداعها في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية (BOAL) أي bulletin officiel des annonces légales، و ذلك لدى المركز الوطني للسجل التجاري⁽²⁾.

استعانت لجنة تنظيم عمليّات البورصة و مراقبتها بالمعايير المبينة أعلاه، لتحديد إجراء اللجوء العلني للاّدخار، و ذلك في المادة 2 من نظامها رقم 96-02، إلّا أنّها أضافت معيار جديد و هو توظيف الأصول الماليّة بحجم يتعدّى دائرة محدودة من الأشخاص، و يتحقّق هذا التوزيع إذا اشتمل أكثر من 100 شخص⁽³⁾.

1- كان النص القديم للمادة 43 من م.ت.م. رقم 93-10، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج.ر. عدد 34، الصادرة في 23 ماي 1993، معدل و متمم، و التي تنصّ على: "تعد من الشركات التي تلجأ إلى التوفير علناً؛ الشركات المسجلة سنداتّها في التسعيرة الرسميّة لبورصة القيم المنقولة ابتداءً من تاريخ هذا التّسجيل، أو التي تلجأ لتوظيف سنداتّها مهما يكن نوعها؛ إمّا إلى المؤسسات الماليّة، البنوك أو الوسطاء في عمليّات البورصة، و إمّا إلى أساليب الإشهار العادي، إمّا إلى السعي المصنفي المباشر...".

2- إجراء ليس له أية صلة باللجوء العلني للاّدخار، أنظر حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 308.

3- تنصّ المادة 2 من نظام "ل.ت.ع.ب.م." رقم 96-02، مرجع سابق، على ما يلي: "إنّ الطابع العلني للاّدخار ينتج من: توظيف الأصول المالية بحجم يتعدّى دائرة محدودة من الأشخاص، قبول الأصول للتداول لدى بورصة القيم المنقولة و اللجوء إمّا إلى البنوك، المؤسسات الماليّة أو الوسطاء في عمليّات البورصة، و إمّا إلى أساليب الإشهار العادي و إمّا إلى السعي المصنفي.

إنّ توظيف الأصول بحجم يتعدّى الدائرة المحدودة يفترض حدوثه عندما يعني أكثر من 100 شخص."

يلاحظ أنّ اللّجنة وقعت في نفس الخطأ الذي وقع فيه المشرّع؛ باعتمادها على أساليب الإشهار العادي كمعيار من معايير اللجوء العلني للاّدخار. نُقل هذا الموقف عن المشرّع الفرنسي و عن لجنة البورصة الفرنسيّة، مع أنّ هذه الأخيرة نصّت في الإعلان الصّادر عنها سنة 1991 أنّ الغرض من الإشهار البسيط، هو تقديم الشركة دون أن يكون له أيّ أثر على توظيف قيمتها.

ثانيا: دور الهيئة في مراجعة نشرة الاكتتاب

في القانون المصري نجد أنه للهيئة أن تعترض خلال أسبوعين من تاريخ تقديم نشرة الاكتتاب إليها، على عدم كفاية أو دقة البيانات الواردة بها، و للهيئة أن تكلف رئيس مجلس إدارة الشركة باستكمال البيانات المشار إليها، أو بتصحيحها أو تقديم أية بيانات أو توضيحات تكميلية، أو أوراق أو مستندات إضافية، و يتم توجيه الاعتراض أو طلب استكمال البيانات و غير ذلك من الأوراق إلى رئيس مجلس إدارة الشركة، أو من ينوب عنه قانوناً، كما تخطر الجهة التي يجري عن طريقها الاكتتاب إن تطلّب الأمر ذلك⁽¹⁾.

كما تجدر الإشارة إلى أنه إذا طرأ ما يؤثر على سلامة عملية الاكتتاب، أو صحة بيانات النشرة، أو تغيرت الظروف أو العناصر المادي أو القانونيّة التي اعتمدت النشرة بناءً عليها، و ذلك بعد اعتماد الهيئة لنشرة الاكتتاب؛ كان لرئيس الهيئة إيقاف إجراءات الاكتتاب، إلى أن يتم اتخاذ الإجراءات المناسبة على الوجه الصحيح خلال المدّة التي يحددها، و إلا وجب على الجهة التي تلقت الاكتتاب ردّ المبالغ المكتتب فيها إلى المكتتبين.

و يتعيّن إيقاف إجراءات الاكتتاب، و ردّ المبالغ المكتتب فيها إذا كان الاكتتاب تمّ بمخالفة لأحكام القانون، و القرارات الصادرة تنفيذا له، أو ثبت أنّ اعتماد النشرة تمّ على أساس بيانات غير صحيحة.

ثالثا: طريقة و مكان و مدّة الاكتتاب

لقد جرى العمل أن يتبع في الاكتتاب بالسندات الطريقة ذاتها التي تتبع بشأن الأسهم، و ذلك بأن تتم لدى البنوك أو الشركات الماليّة المرخص لها بذلك. و يكون الاكتتاب على نموذج تعدّه الشركة، يدوّن فيه اسم المكتتب، موطنه المختار و عدد السندات التي يرغب الاكتتاب بها، و قيمتها و المبلغ المدفوع من قبله، ثمّ يقوم بتسليم هذا النموذج إلى البنك أو الشركة التي جرى فيها الاكتتاب، مع المبلغ الواجب دفعه مقابل إيصال موقع من البنك أو الشركة؛ يتضمّن نفس البيانات السابقة الذكر⁽²⁾.

1- الهيئة العامّة للرقابة الماليّة المصرية:

تدفع قيمة السندات عند الاكتتاب بما دفعة واحدة، و تقيد باسم الشركة المقترضة؛ كما يتعين أن يظل باب الاكتتاب مفتوحا خلال المدّة التي جدّتها الشركة في نشرة الشركة، بحيث لا يجوز إغلاق باب الاكتتاب قبل المدّة المحدّدة، و لو تمّ بكلّ السندات المطروحة، فإذا لم يتمّ تغطية جميع السندات المطروحة للاكتتاب خلال المدّة المحدّدة، فإنّه لمجلس الإدارة أن يكتفي بقيمة السندات التي تمّ الاكتتاب بها، ما لم يكن للشركة متعهد تغطية، إذ يصبح في هذه الحالة الأخيرة ما تبقى من السندات المطروحة بعد إغلاق الاكتتاب بانتهاء مدّته ملكا لذلك المتعهد، الذي يجب عليه أن يدفع للشركة قيمتها.

أمّا إذا اتّضح أنّ عدد السندات التي تمّ الاكتتاب فيها خلال المدّة المحدّدة أكثر من السندات المطروحة، فتجري عملية التخصيص كما هو الحال بشأن الأسهم، أي توزع السندات على المكتتبين بنسبة ما اكتتبوا به، و تعاد قيمة السندات الزائدة عن العدد المطروح إلى المكتتبين⁽¹⁾.

الفرع الثالث: قيد السندات في بورصة الأوراق المالية

انطلقت بورصة الجزائر بسوق وحيدة، حيث أخذت بمبدأ وحدة السوق المالية، و هي السوق الرسمية لسندات رأس المال و سندات الدين⁽²⁾، حيث يمكن تبرير هذا الموقف بأنّ "البورصة" مفهوم حديث في الاقتصاد الجزائري بصفة خاصّة، و في المجتمع بصفة عامّة، فكان يجب البداية بسوق وحيدة تسعى لاستقطاب المستثمرين، و تحاط بالحماية القانونية الكافية عن طريق فرض شروط صارمة للانخراط فيها.

استمرّت بورصة الجزائر في العمل بنظام السوق الوحيدة، إلى غاية صدور النّظام رقم 01-12 المعدّل للنّظام رقم 97-03 الذي قسم بورصة الجزائر إلى عدّة أسواق، و هي:

1- عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية - دراسة فقهية قضائية مقارنة-، ص 264.

أنظر أيضا: مؤيد أحمد محي الدين عبيدات، الرقابة الحكومية على تأسيس الشركات، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2007، ص، ص 229، 220.

2- المادة 77 من نظام "ل.ت.ع.ب.م" رقم 97-03، مرجع سابق، تنص: "إنّ السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة، سوق وحيد يتضمن سوقا لسندات رأس المال و سندات الديون."

- سوق سندات رأس المال، التي تنقسم بدورها إلى سوق رئيسية تقيد فيها سندات رأسمال الشركات الكبرى، و سوق سندات رأسمال الصادرة عن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.
- سوق لسندات الدين؛ الذي يتضمن سوقا لسندات الدين الصادرة عن شركات الأسهم، و سوقا لسندات الدين الصادرة عن الدولة و الهيئات المحلية.

حدّدت "ل.ت.ع.ب.م" في النظام رقم 01-12، الشروط الخاصة بالقيد في هذه السوق⁽¹⁾.

أولاً: شروط قيد سندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة

استحدثت المادة 10 من النظام رقم 01-12 بعد المادة 46-7 من النظام رقم 97-03 قسماً رابعاً، عنوانه: "شروط قبول السندات في السوق"، فيتّم تداول داخل هذه السوق كلّ من سندات الاستحقاق، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم و سندات المساهمة⁽²⁾.

يشترط لقبول هذه السندات للتداول، أن يكون سعر التي هي محل الطلب للقيد يساوي على الأقلّ خمسمائة مليون دينار 500.000.000.00 دج⁽³⁾، فبعد أن كانت اللجنة تشترط أن تبلغ قيمة السندات المدرجة هي مائة مليون د.ج في النظام رقم 97-03، على أن توزّع بين 100 حائز على الأقلّ، و ذلك يوم الإدخال على أبعد تقدير⁽⁴⁾.

ثانياً: قيد سندات الدين الصادرة عن الدولة و الجماعات المحلية و سندات الخزينة بقوة

القانون

خصّ المشرّع سندات الدين الصادرة عن الدولة و الجماعات المحلية بمعاملة خاصة، إذ استثنتها المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 من شروط القيد في البورصة، بل و أكثر من ذلك؛ فجعلت قيدها بقوة

1- حمليل نواره، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، مرجع سابق، ص 357.

2- المادة 46 ف 08 من النظام رقم 97-03، المستحدثة بموجب النظام رقم 01-12، الصادر عن "ل.ت.ع.ب.م"، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج.ر عدد 41، صادر في 15 جويلية 2012.

3- المادة 46 ف 09 من النظام رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المرجع السابق.

4- المادة 45 و 46 من النظام رقم 97-03، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، المرجع السابق.

القانون بمجرد طلب مصدرها لذلك⁽¹⁾.

تجاهلت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها هذه المادة، عند إصدارها للنظام رقم 03-97، الذي لم يتضمن أي نص على هذا النوع من السندات، فيمكن تبرير ذلك؛ بأن اللجنة لم تجد نفسها بحاجة إلى النص على مثل هذه السندات، كونها لا تخضع لشروط خاصة للقيود، بل تقيّد بقوة القانون، لكن التناقض يثور بشأن صياغة المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 التي لا تجعل هذا القيد تلقائياً، و إنما تشترط طلب المصدر ذلك.

في جهة أخرى نجد المادتين 45 و 46 من النظام رقم 03-97، تتعلق بسندات الدين التي يقدم بشأنها طلب القيد، و عليه فإن سندات الدين الصادرة عن الدولة أو أحد هيئاتها التي يطلب مصدرها قيدها في البورصة، تخضع لأحكام المادتين 45 و 46 من نفس النظام، و بهذا يظهر التناقض جلياً.

تداركت اللجنة هذا التناقض بمناسبة تعديل النظام رقم 03-97، بموجب النظام رقم 01-12، إذ تنص المادة الثانية منه على تعديل المادة 16 من النظام رقم 03-97، التي صارت تنص على: "باستثناء سندات الدين التي تصدرها الدولة و الجماعات المحلية و التي يتم إدراجها وفق الشروط المحددة في المادة 77 فقرة 1 لهذا النظام؛ يجب أن يكون قبول القيم المنقولة للتداول في البورصة موضوع طلب قبول لدى اللجنة، و إيداع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة..."⁽²⁾.

نصت المادة 14 من النظام نفسه على إدراج المادة 77 فقرة 1 و غيرها، بعد المادة 77 من النظام رقم 03-97، و التي تنص على: "يتم قبول السندات الشبيهة للخزينة للتداول على مستوى بورصة الجزائر تلقائياً في قسم المعاملات بالجملة بطلب من وزير المالية..."⁽³⁾، إذ لم توفّق اللجنة في هذه الإحالة، لأنّ قيم

1- تنص المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 على ما يلي: "تقبل سندات القرض التي تصدرها الدولة الجزائرية و الهيئات المحلية بقوة القانون في المفاوضات إذا طلب مصدرها ذلك...".

2- كان نصّ المادة 16 من النظام رقم 03-97 كما يلي: "يجب أن يكون قبول القيم المنقولة في عمليات التداول في البورصة محلّ طلب قبول لدى اللجنة و إيداع مشروع مذكرة إعلامية تخضع لتأشيرة اللجنة...".

3- نظام رقم 03-97، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، مرجع سابق.

الخزينة تقيّد بطلب من وزير المالية.

لا يمكن وضع حدّ لهذا التناقض إلا عن طريق تعديل المادة 44 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، و ذلك بحذف عبارة "بطلب المصدر" و تعويضها بكلمة "تلقائياً".

يعتبر استثناء سندات الدين الصادرة عن الدولة و الجماعات المحليّة، من شروط القيد في البورصة، بمثابة امتياز من امتيازات السّلطة العامّة، التي تتمتع بها الهيئات باعتبارها من أشخاص القانون العامّ، بذلك يكون المشرّع قد خلق قاعدة خاصّة، مخالفة للقاعدة العامّة، المتعلقة بشروط قيد السندات في البورصة⁽¹⁾.

الفرع الرابع: تداول السندات في بورصة الجزائر

أولاً: شركة سوناطراك

تعتبر عمليّة القرض التّقدي لهذه الشركة، الأولى من نوعها، حيث سارت هذه العمليّة على النحو التالي: _ إصدار القرض السّندي: إنّ القيمة الاسميّة للسندات تختلف عن قيمة الإصدار، و كذلك عن قيمة التّسديد، و في حالة سوناطراك فإنّ ثمن الإصدار اصغر من القيمة الاسميّة، أما قيمة التّسديد فتكون أكبر أو مساوية للقيمة الاسميّة.

_ إصدار القرض السّندي لسوناطراك في 4 جانفي 1993:

الإجمالي: 420.000.00 د.ج، الفائدة: 13% سنويًا، المدة: 5 سنوات، تسديد الفوائد: 4 جانفي من كلّ سنة لمدة 5 سنوات، تسديد ضماني عند نهاية السنة الخامسة 4 جانفي 2003 + الفائدة.

و من ممثلي القرض، نذكر:

- بنك الجزائر الخارجي (BEA)
- البنك الجزائري للتّنمية الريفيّة (BADR)
- القرض الشّعبي الجزائري (CPA)

1- حمليل نواره، النظام القانوني للسوق الماليّة الجزائرية، مرجع سابق، ص 364.

إنّ الهدف الذي سعت إليه شركة سوناطراك من هذه العمليّة لم تصل إليه، ألا و هو تفعيل السّوق المالي عن طريق عمليّات البيع و الشّراء، حيث نجد طلبات الشّراء مرتفعة جدّاً، و بالمقابل نجد عروض البيع تكاد أن تكون منعدمة، و هذا راجع لنسبة الفائدة المرتفعة "13%" التي تمنحها سوناطراك⁽¹⁾.

ثانيا: الشركة الوطنية للكهرباء و الغاز

دخلت سندات هذه الشّركة للتداول في البورصة ابتداءً من يوم 29 ماي 2006، بعد حصولها على موافقة لجنة تنظيم عمليّات البورصة و مراقبتها.

تعني هذه العمليّة الاقتراض السندي باللّجوء العلني للاّدخار، الذي أصدرته الشّركة بتاريخ 22 ماي 2005 بأجل 6 سنوات، كما حدّد سعر الإصدار بقيمة 10.000 د.ج، و كان السّعر المرجعي لسندات الشّركة الوطنيّة للكهرباء و الغاز خلال حصّة التفاوض الأولى، بقيمة 101.10% من قيمة تسعيرتها في البورصة.

تبلغ قيمة القرض السندي 15.9 مليار د.ج، بنسبة فائدة متنامية تبلغ 3.5% في السّنة الأولى، و تصل إلى 7% خلال السّنة السادسة و الأخيرة. و في آخر تداول الحصّة الأولى في البورصة، تمّ تبادل 1500 قسيمة مبلغها 10.000 د.ج، بقيمة بلغت 15.16 مليون د.ج⁽²⁾.

ثالثا: شركة الخطوط الجوية الجزائرية

دخلت سنداتهما إلى البورصة في 12 فيفري 2007، من أجل تجديد أسطولها الجوّي⁽³⁾، حيث أشار بيان

1- بوضيف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سابق، ص، ص 106، 107.

2- مبروك حسين، المدونة الجزائرية للبورصة، مرجع سابق، ص 102.

3- AKSIL Kayssa, *Le financement des investissements par l'emprunt obligatoire: cas d'Air Algérie*, Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de Magister en Sciences Economiques, Option : Monnaie-Finance-Banque, Département des Sciences Economiques, Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion, Université Mouloud mammeri , Tizi-Ouzou, 2012, p 171.

لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة أنّ لجنة تسيير عمليات البورصة و مراقبتها، قد منحت ترخيص إدخال سندات الخطوط الجوية الجزائرية، التي أودعتها في نوفمبر 2004 من خلال عملية اللجوء العلني للاذخار، و تبلغ قيمتها أكثر من 214 مليار د.ج، و هذا خلال اجتماعها الذي عقد في جانفي 2007.

ترأس وزير المالية في 11 فيفري 2008 بمقرّ بورصة الجزائر، الحصّة المخصّصة لاكتتاب السندات الملحقّة للخزينة العموميّة بقيمة 145 مليار د.ج، موزّعة على ثلاث آجال محدّدة ب 7 و 10 و 15 سنة، حيث قدّرت القيمة المكتتبه ب 126 مليار د.ج⁽¹⁾.

كما تجدر الإشارة إلى أنّه قامت العديد من الشركات بتسعير قرضها السندي، باللجوء العلني للاذخار، كما يلي:

- في 12 جويلية 2009، وضعت "ل.ت.ع.ب.م" تأشيرة على مذكرة إعلاميّة، متعلّقة بقرض سندي، و الذي تصدره مجموعة ETRHB HADDAD بمبلغ قدره 6 ملايين د.ج.
 - في 23 أكتوبر 2014، وضعت "ل.ت.ع.ب.م" تأشيرة على مذكرة إعلاميّة، متعلّقة بإصدار قرض سندي مؤسّساتي، من قبل صندوق الاستثمار الوطني (FNI) بمبلغ 160 مليار د.ج.
 - في 6 جانفي 2015، وضعت "ل.ت.ع.ب.م" تأشيرة على مذكرة إعلاميّة، متعلّقة بقرض سندي مؤسّساتي، من قبل شركة المغاربية للإيجار الجزائر (MLA) بمبلغ 2 مليار د.ج.
- بالإضافة إلى العديد من المؤسّسات الأخرى، منها الخاصّة و العامّة⁽²⁾.

1- مبروك حسين، المدونة الجزائرية للبورصة، مرجع سابق، ص 103.

2- موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، قرارات و تأشيرات:

خاتمة

أوضحت دراستنا لموضوع النظام القانوني للأسهم و السندات، على أنه رغم اعتبارها من القيم المنقولة التقليدية، إلا أنّهما تبقيان الأولى من حيث الأهمية، فتعتبر الأسهم العمود الفقري للبورصة، فلا يمكن تصوّر سوق مالية بدون أسهم، كذلك هي أساس تأسيس شركات المساهمة، و تليها السندات من حيث الأهمية، باعتبارها ذات ميزة جدّ مهمّة في استقطاب أموال المدّخرين للاستثمار فيها، خاصّة أنّها خالية من المخاطر و المجازفة.

و نظرا للأهمية التي تتمتع بها هذه الأوراق الماليّة في الاقتصاد الوطني، خاصّة و على المستثمرين عامّة، أوجب على المشرّع الجزائري، على غرار التشريعات المقارنة تنظيم هذه الأوراق، و أحاطها بمختلف القوانين و الأنظمة، و لم يتوقّف التشريع على هذه الفئة فقط، بل نجد أنّه نظّم أيضا السّوق التي يتمّ تداولها فيها، و ذلك للعلاقة المترابطة بينهما.

كما نجد أنّ المشرّع الجزائري استحدث سلطة إدارية مستقلة لتنظيم السّوق الماليّة، ألا و هي لجنة تنظيم عمليّات البورصة و مراقبتها، حيث وسّع من صلاحيّتها، و ذلك لتنظيم و تطير عمليّة تداول هذه الأوراق الماليّة، و تحقيق مبدأ الشفافية، و ذلك من خلال حماية الادّخار، و كلّ هذا البناء يمثّل إطار قانوني ملائم للاستثمار في مجال القيم المنقولة.

و الملاحظ من خلال هذه الدّراسة أنّ الأسهم و السندات لقيت اهتمام مختلف التشريعات، على غرار المشرّع الجزائري، حيث نجد أنّه لم يغفل بإحاطة كلّ منهما بمجموعة من النصوص التشريعية و التنظيميّة، التي تنظّمها سواء في الإصدار أو الاكتتاب فيها، و الملاحظ أيضا أنّ هذه الأوراق الماليّة الصّادرة عن الدّولة أو أحد هيئاتها، تقيد في البورصة بقوة القانون؛ عكس التي تُصدرها الشّركات الخاصّة، حيث تخضع لمجموعة من الإجراءات الطّويلة و المعقّدة.

إلا أنّه بالرّغم من الجهود التي خطاها المشرّع الجزائري، فلا نلاحظ أيّ انتعاش ببورصة الجزائر، سواء تعلّق الأمر بتداول الأسهم أو السندات، و كذلك من حيث عدد الشّركات المقيدة فيها، فبالنسبة للأسهم مثلا نجد خمسة شركات مدرجة في البورصة، مع هذا يتبيّن و بوضوح كون التداول شبه منعدم، بالإضافة إلى صعوبة اقتنائها، حيث أنّها لا تتوفّر بكميّات معتبرة في السّوق الماليّة، على عكس مختلف البورصات العالميّة أو بالأخصّ المغاربية، التي تحضى بتطوّر كبير في هذا المجال، خاصّة ما يتعلّق بعدد الشّركات التي تضمّها، أو بالكميّات التي يتمّ تداولها يوميّا.

يمكن إرجاع هذا الركود، إلى كون بورصة الجزائر حديثة النشأة، و عدم تهيئة المناخ الاقتصادي الملائم لتطبيق تلك القوانين و الأنظمة، التي غالبيتها مقتبسة من التشريع الفرنسي.

هناك علاقة وطيدة بين هذه القيم المنقولة و صحة الاقتصاد الوطني، فرغم اعتبارهما من الأوراق المالية التقليدية إلا أنهما تحتلان قلب المعاملات التجارية الحديثة، و يتبين ذلك من خلال كل الايجابيات التي تأتي بها هذه الأخيرة، من خلال ربط قطاعات الفائض بقطاعات العجز، فهي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار.

و أمام هذه الأهمية قد وجدنا أن المشرع الجزائري أحاط الأسهم و السندات بتسانة من الأنظمة و القوانين من اجل تنظيمها، بالإضافة إلى تطرقه لتنظيم سوق البورصة عن طريق وضعه لمختلف الكيانات من أجل مراقبتها و تسييرها.

إن عودتنا لأرض الواقع أدت بنا إلى ملاحظة الاجتهادات التي خطاها المشرع الجزائري في هذا الميدان بآت بالفشل، فلا نلاحظ أي انتعاش للبورصة و ذلك منذ نشأتها، فنجد حاليا خمس شركات مدرجة فيها مع شبه انعدام تداول أسهمها، و هو نفس الشيء بالنسبة للسندات، فنجد شركة سوناطراك الوحيدة فيها، و عليه فنجد انه من الناحية النظرية هناك منظومة قانونية يمكن الاعتماد عليها، أما من الناحية التطبيقية فلا حديث عن ذلك لان البورصة الجزائرية مازالت بعيدة كل البعد عن مسايرة هذه الثقافة الاقتصادية و الخوض فيها.

إذا ما على المشرع سوى قيامه بتعديل المنظومة القانونية الخاصة بالأوراق المالية، و إعطاء استقلالية فعلية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، كذلك تسهيل الإجراءات المتبعة في قيد الشركات في السوق المالية، فتم تعديل الإجراءات الخاصة بالإصدار و الاكتتاب، خاصة ما يتعلق بالمدة. مع إلزام الشركات بفتح الاكتتاب لجميع الأشخاص الراغبين في ذلك، و عدم حصرها على بعض الفئات فقط. أيضا يجب نشر ثقافة استثمار المدخرين في البورصة، لكونها ميدان جد مهم يجب اكتشافه.

قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

I. الكتب

- 1- إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم و السندات، صندوق النقد العربي- معهد السياسات الاقتصادية-، أبو ظبي، 2010.
- 2- أحمد أبو الرّوس، موسوعة الشركات التجارية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2002.
- 3- أحمد باز محمد متولي، الالتزام بالشفافية و الإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية -دراسة مقارنة-، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2015.
- 4- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر و التوزيع، المملكة العربية السعودية، 2003.
- 5- أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية و الإفلاس، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، 2008.
- 6- العبيدي عباس مرزوق فليح، الاكتتاب في رأسمال شركة المساهمة - دراسة قانونية و عملية-، مكتبة دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، 1998.
- 7- الياس ناصيف، الشركة المغفلة : الأسهم، الجزء الثامن، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- 8- الياس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية: الشركة المغفلة (سندات الدين و حصص التأسيس)، الجزء التاسع، توزيع منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2005.
- 9- الياس ناصيف، موسوعة الشركات التجارية: الشركات القابضة (هولدنغ) و الشركات المحصور نشاطها خارج لبنان (أوف شور)، الجزء الثالث، الطبعة الخامسة، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2008.
- 10- باسم محمد ملحم، بسام حمد الطراونة، شرح القانون التجاري (الشركات التجارية)، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، 2012.

- 11- بشرى خالد تركي المولى، التزامات المساهم في شركة المساهمة- دراسة مقارنة-، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2010.
- 12- بلعيساوي محمد الطاهر، الشركات التجارية : شركات الأموال، الجزء الثاني، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2014.
- 13- حسن عبد الله الأمين، زكاة الأسهم في الشركات: مناقشة بعض الآراء الحديثة، البنك الإسلامي للتنمية - المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب-، المملكة العربية السعودية، 1993.
- 14- خالد عبد العزيز بغداددي، تداول الأسهم والقيود القانونية الواردة عليه: دراسة مقارنة، مكتبة القانون و الاقتصاد للنشر و التوزيع، الرياض، 2012.
- 15- سعيد يوسف البستاني، قانون الأعمال و الشركات، الطبعة الثانية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2008.
- 16- سعيد يوسف البستاني، علي شعلان عوضة، الوافي في أساسيات قانون التجارة و التجار: الشركات التجارية- المؤسسة التجارية- الأسناد التجارية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2011.
- 17- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ، دار النهار، مصر، 1996.
- 18- سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2000.
- 19- صالح بن محمد بن سليمان السلطان، الأسهم: حكمها و آثارها، دار ابن الجوزي للنشر و التوزيع، المملكة العربية السعودية، 2006.
- 20- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، الشركات التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2005.
- 21- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة-، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009.
- 22- عبد القادر البقيرات، محاضرات في مادة القانون التجاري الجزائري، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، د.س.ن.
- 23- عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة و قواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010.

- 24- عزيز العكيلي، الوسيط في الشركات التجارية - دراسة فقهية قضائية مقارنة-، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الأردن، 2010.
- 25- علي عبد الستار علي الحسين، الأرباح التجارية من منظور الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، 2010.
- 26- عماد محمد أمين السيد رمضان، حماية المساهم في شركة المساهمة - دراسة مقارنة -، دار الكتب القانونية، مصر، 2008.
- 27- فوزي عطوي، الشركات التجارية: في القوانين الوضعية و الشريعة الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2005.
- 28- فوزي محمد سامي، شرح القانون التجاري، الجزء الرابع، مكتبة دار الثقافة للنشر و التوزيع، بيروت، 1997.
- 29- كفاح عبد القادر الصوري، أحكام رأس المال في الشركات - دراسة مقارنة- دار الفكر للنشر و التوزيع، الأردن، 2010.
- 30- مؤيد أحمد محي الدين عبيدات، الرقابة الحكومية على تأسيس الشركات، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، 2007.
- 31- مبروك حسين، المدونة الجزائرية للبورصة، دار هومة، الجزائر، 2014.
- 32- محفوظ لعشب، الوجيز في القانون المصرفي الجزائري، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- 33- محمد السيد الفاق، مبادئ القانون التجاري، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2002.
- 34- محمد بن براك الفوزان، الأحكام العامة للشركات، (دراسة مقارنة)، مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، الرياض، 2014.
- 35- محمد صالح بن ألفا عمر جالو، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار الكتب العلمية، لبنان، 1971.

- 36- محمد فريد العريفي، جلال وفاء البدرى محمددين، قانون الأعمال: دراسة في النشاط التجاري و آلياته، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2000.
- 37- محمد فريد، قانون الأعمال (دراسة في النشاط التجاري و آلياته). دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2000.
- 38- محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن ، 2005.
- 39- مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال) أدوات و آليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، د، م، ج، الجزائر، 1993.
- 40- مريم عثمانية، لطفي بوسحلة، النظام القانوني لعقد القرض العام، مركز الدراسات العربية للنشر و التوزيع، مصر، 2014.
- 41- مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 42- ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، لبنان، د.س.ن.

II. الرسائل و المذكرات الجامعية:

II. 1 الرسائل الجامعية:

- 1- أنس هشام المملوك، مخاطر الائتمان و أثرها في المحافظ الاستثمارية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد المالي و التقدي، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2014.
- 2- أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص: قانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012.
- 3- بن بعبيش و داد، تداول الأسهم و التصرف فيها في شركات الأموال، أطروحة مقدّمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصص: قانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2017.
- 4- بن عزوز فتيحة، دور لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2016.

- 5- بن محياوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية: دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصّص: تجارة خارجية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.
- 6- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 7- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة-، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصّص: القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013.
- 8- حمليل نؤارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدّمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم، تخصّص: القانون، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2013.
- 9- خلفاوي عبد الباقي، حماية المساهم في شركة المساهمة: بين القانون و الواقع - دراسة مقارنة- ، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الإخوة منتوري، قسنطينة، 2015.

II. 2 المذكرات الجامعية:

أ- مذكرات الماجستير:

- 1- بلعربي خديجة، المميّزات القانونية للسّهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة بلقايد، وهران، 2014.
- 2- بن عزو عبد الرّحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم: علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012.
- 3- بن غالية سمية فاطمة الزهراء، حرية المساهم في التنازل عن الأسهم، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2008.
- 4- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري - دراسة حالة بنك BNP - PARIBAS، مذكرة مكّملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصّص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007.

- 5- حريزي رابع، سوق الأوراق المالية (البورصة) و الأدوات المالية محل التداول فيها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون، تخصص: قانون الأعمال، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.
- 6- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة - دراسة حالة تونس و الجزائر و المغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع: إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.
- 7- ضاري الواون، النظام القانوني للاكتتاب العام في أسهم الشركة المساهمة العامة " دراسة مقارنة "، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في القانون، فرع القانون الخاص، كلية القانون، جامعة الشرق الأوسط، 2011.
- 8- طيبي كريم، الطبيعة القانونية للقيم المنقولة الصادرة عن شركة المساهمة - دراسة مقارنة-، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في القانون الخاص، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2012.
- 9- عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني، دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC 40، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص: دارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.

ب- مذكرات الماستر:

- 1- العشي أسيا و درقيني يمينة، المركز القانوني للوسيط المالي في عمليات البورصة، مذكرة لنيل شهادة الماستر في الحقوق، تخصص القانون العام للأعمال، كلية الحقوق و العلوم السياسية، قسم قانون الأعمال، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، 2017.
- 2- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص: مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007.
- 3- زعيط خديجة، حق التصويت في الجمعية العامة لشركة المساهمة مشروع مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر حقوق، تخصص: قانون الشركات، كلية الحقوق و العلوم السياسية، قسم الحقوق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.

4- فهمي بن عبد الله، النظام القانوني لنشاط شركة المساهمة، مذكرة مكتملة من مقتضيات نيل شهادة الماستر في الحقوق، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق و العلوم السياسية، قسم: الحقوق، جامعة محمد حيضر، بسكرة، 2016.

5- بجاوي جمال و صالحى حبيبة، النظام القانوني للقيم المنقولة، مذكرة لنيل شهادة الماستر في الحقوق، شعبة القانون الاقتصادي و قانون الأعمال، تخصص القانون العام للأعمال، كلية الحقوق و العلوم السياسية، قسم قانون الأعمال، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، 2016.

ج- مذكرات الليسانس:

1- جليخي محمد وليد و بن مكسن إسماعيل، البورصة في الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس في علوم الاقتصادية، تخصص " نقود مالية و بنوك"، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، دائرة العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي يحي فارس، المدية، 2007.

III. المقالات

1- زقموط فريد، "دور لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها"، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، المجلد 09، عدد 2014-01، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، 2011، ص، ص 287، 303.

2- عبد الباقي محمد الفكي، "شراء الشركة لأسهمها في القانون الإماراتي"، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية و القانونية، المجلد 12، العدد 2، كلية القانون، جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2015، ص، ص 144، 170.

3- نشأت عبد العزيز، محمد صلاح سالم، "سعر السندات في مصر: توصيف للواقع و مقترحات للتطوير"، كتاب الأهرام الاقتصادي الصادرة عن مؤسسة الأهرام، العدد 150، جويلية 2006، القاهرة، ص، ص 1، 54.

VI. المداخلة:

1- فيصل بن سلطان المري، "مسائل في تطهير الأسهم"، بحث مقدم إلى الندوة الفقهية الأولى في المعاملات المالية، الضوابط الشرعية في تطهير الكسب الحرام في الأسهم و الصناديق الاستثمارية، المملكة العربية السعودية، 2009.

IV. النصوص القانونية

V . 1. النصوص التشريعية

- 1- أمر رقم 59-75، مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، يتضمن القانون التجاري، معدل و متمم، ج.ر عدد 100، صادر في 19 ديسمبر 1975.
- 2- المرسوم التشريعي رقم 08-93، مؤرخ في 23 أبريل 1993، يعدل و يتمم الأمر رقم 59-75، مؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري، ج.ر عدد 27 لسنة 1993.
- 3- المرسوم التشريعي رقم 10-93، مؤرخ في 23 ماي 1993، يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج.ر عدد 34، صادر في 23 ماي 1993، معدل و متمم.
- 4- قانون 09/08، مؤرخ في 25 فيفري 2008، يتضمن قانون الإجراءات المدنية و الإدارية، ج.ر عدد 21، صادر في 23 أبريل 2008.

V . 2. النصوص التنظيمية

- 1- المرسوم التنفيذي رقم 91-169، مؤرخ في 28 ماي 1991، يتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، ج.ر عدد 26 لسنة 1991.
- 2- المرسوم التنفيذي رقم 95-438، المؤرخ في 23 ديسمبر 1995، المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة و التجمعات، ج.ر عدد 80.
- 3- نظام "ل.ت.ع.ب.م" رقم 96-02، مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الادّخار عند إصدارها قيما منقولة، ج.ر عدد 36، صادر في 1 جوان 1997.
- 4- نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، ج.ر عدد 87، المؤرخ في 29 ديسمبر 1997، معدل بالنظام رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس 2003،

المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج.ر عدد 73، المؤرخ في 30 نوفمبر 2003، معدل و متمم.

5- التعليمه الصادرة عن "ل.ت.ع.ب.م " رقم 01/98، مؤرخ في 15 أكتوبر 1998، الذي يحدد قواعد الأناوى التي تحصلها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، ج.ر عدد 93، صادر في 13 ديسمبر 1998.(ملغى).

6- نظام "ل.ت.ع.ب.م " رقم 01-04، المؤرخ في 8 جوان 2004 المعدل و المتمم للنظام رقم 96-02، مؤرخ في 22 جوان 1996، يتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات و الهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، الصادرة في ج.ر عدد 22، صادر في 27 مارس 2005.

V. المصادر الإلكترونية:

- 1- www.droitentreprise.com
- 2- www.bse.com.lb/Portals/0/trading%20manual%20-Arabics.pdf
- 3- www.cosob.org/ar/iob
- 4- www.saidalgroup.dz
- 5- www.sgbv.dz
- 6- www.moqatel.com
- 7- Site.iugaza.edu.ps/files.2014
- 8- www.fra.gov.eg
- 9- www.cosob.org

ثانيا: باللغة الفرنسية

I. Ouvrages :

- 1- BUSSY Jack, *Droit des affaires*, 2^e édition, presses de sciences po et, Éditions Dalloz, Paris, 2004.
- 2- DIDIER Paul, *Le droit commercial*, 2^e édition, Dalloz, Paris, 2001.
- 3- HÉRAUD Alain, *Droit des sociétés: des autres groupements et des entreprises en difficulté*, 12^e édition, Dunod, Paris, 2005.
- 4- MAGNER Véronique, *Droit des sociétés*, 3^e édition, Éditions Dalloz, Paris, 2007.

5- MERLE Philippe, *Droit commerciale : sociétés commerciales*, 10^e édition, Dalloz, Paris, 2005..

6- SINÉ Laure, *Droit des sociétés*, 7^e édition, Dunod, Paris, 2006.

II. Mémoires de Magister

1- AKSIL Kayssa, *Le financement des investissements par l'emprunt obligatoire: cas d'Air Algérie*, Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de Magister en Sciences Economiques, Option : Monnaie-Finance-Banque, Département des Sciences Economiques, Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion, Université Mouloud mammeri, Tizi-Ouzou, 2012.

2- AMROUCHE Kamilia, *Le financement des sociétés par actions par émission de valeurs mobilières*, Mémoire pour l'obtention du magistère en droit, Option: Droit des Affaires, Faculté de Droit, Université Mouloud MAMERI, Tizi-Ouzou, 2009.

3- REMIDI Djoummana, *Le marché boursier algérien: Contraintes et perspectives*, mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magister en sciences économiques, option « monnaie- finance- banque », faculté des sciences économiques, commerciales et de gestion, département des sciences économiques, Université Mouloud MAMMERI, Tizi-Ouzou.

III. Sites internet :

www.rouiba.com.dz/wp-

content/uploads/2015/07/communiquede_presse_rouiba_entree_en_bourse.pdf

الفهرس

1	مقدمة
6	الفصل الأول: الطبيعة القانونية للأسهم و السندات
7	المبحث الأول: ماهية الأسهم
8	المطلب الأول: مفهوم الأسهم
8	الفرع الأول: تعريف الأسهم
9	أولاً: المشرع المصري
9	ثانياً: المشرع الفرنسي
9	ثالثاً: المشرع الجزائري
10	الفرع الثاني: خصائص الأسهم
10	أولاً: التساوي في قيمة الأسهم
11	ثانياً: عدم قابلية السهم للتجزئة
11	ثالثاً: قابلية الأسهم للتداول
11	رابعاً: تحديد السهم مسؤولية المساهم
12	الفرع الثالث: أنواع الأسهم
12	أولاً: من حيث شكلها
13	ثانياً: من حيث الحصة المدفوعة
15	ثالثاً: من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها
20	رابعاً: أنواع الأسهم من حيث الاهتلاك
21	المطلب الثاني: حقوق و واجبات المساهم

21	الفرع الأول: حقوق المساهم
21	أولاً: الحقوق المالية
22	ثانياً: الحقوق غير المالية
26	الفرع الثاني: واجبات المساهم اتجاه شركة المساهمة
26	أولاً: الالتزام بالوفاء بقيمة الأسهم المكتتبه فيها
27	ثانياً: آثار تخلف المساهم في تنفيذ التزاماته
29	المبحث الثاني: ماهية السندات
29	المطلب الأول: مفهوم السندات
30	الفرع الأول: تعريف السندات
30	أولاً: المشرع المصري
31	ثانياً: المشرع الفرنسي
32	ثالثاً: المشرع الجزائري
33	الفرع الثاني: خصائص السندات
33	أولاً: القيمة الاسمية للسندات متساوية
33	ثانياً: القابلية للتداول
34	ثالثاً: عدم القابلية للتجزئة
35	الفرع الثالث: أنواع السندات
35	أولاً: من حيث الضمان
36	ثانياً: من حيث الفوائد
36	ثالثاً: من حيث القيمة التي تصدر بها السندات

- 37 رابعا: من حيث الجهة المصدرة للسند
- 38 خامسا: أنواع أخرى من السندات
- 43 **المطلب الثاني: التمييز بين الأسهم و السندات و الآثار المترتبة على حاملي السندات ...**
- 43 **الفرع الأول: التمييز بين السند و السند**
- 46 **الفرع الثاني: إهلاك السندات**
- 47 أولا: السداد الجزئي للسندات
- 47 ثانيا: تكوين احتياطي استهلاك السندات
- 47 ثالثا: السداد التدريجي
- 48 **الفرع الثالث: الآثار المترتبة على حاملي السندات**
- 48 أولا: حقوق حاملي السندات
- 49 ثانيا: هيئة مالكي السندات
- 50 **الفصل الثاني: العمليات التي تخضع لها الأسهم والسندات**
- 51 **المبحث الأول: حركة الأسهم في سوق الأوراق المالية**
- 52 **المطلب الأول: طرح الأسهم في السوق المالية**
- 52 **الفرع الأول: إصدار الأسهم**
- 53 أولا: الاكتتاب في الأسهم
- 54 ثانيا: الوثائق المؤقتة للمساهمين
- 54 ثالثا: شهادات الأسهم
- 55 **الفرع الثاني: أوامر البورصة**
- 55 أولا: تعريف البورصة

56	.....	ثانيا: تعريف أوامر البورصة
56	.....	ثالثا: أنواع أوامر البورصة
57	.....	رابعا: تنفيذ أوامر البورصة
59	.....	خامسا: الوسطاء الماليون في عمليات البورصة
61	.....	الفرع الثالث: أسعار البورصة
61	.....	أولا: تعريف تسعيرة البورصة
61	.....	ثانيا: أنواع التسعيرات في التشريع الجزائري
62	.....	المطلب الثاني: تداول الأسهم في السوق المالية
62	.....	الفرع الأول: إجراءات تداول الأسهم
64	.....	الفرع الثاني: القيود الواردة على تداول الأسهم
65	.....	أولا: القيود القانونية
66	.....	ثانيا: القيود الاتفاقية
68	.....	الفرع الثالث: تداول الأسهم في بورصة الجزائر
69	.....	أولا: مجمع صيدال
70	.....	ثانيا: شركة العصائر و المشروبات أن سي روية
72	.....	الفرع الرابع: التصرفات الواردة على الأسهم
72	.....	أولا: رهن الأسهم
73	.....	ثانيا: التنازل عن الأسهم
73	.....	ثالثا: حجز الأسهم
74	.....	رابعا: إسترجاع الشركة لأسهمها

75	..... خامسا: فقدان الأسهم أو سرقتها
76	..... المبحث الثاني: حركة السندات في سوق الأوراق المالية
76	..... المطلب الأول: الأحكام و الإجراءات المنظمة لإصدار السندات
77	..... الفرع الأول: شروط إصدار السندات
77	..... أولا: لا يجوز إصدار سندات قبل دفع رأسمال المصدر بأكمله
77	..... ثانيا: موافقة الهيئة العامة للشركة
78	..... ثالثا: أن لا تتجاوز قيمة السندات رأسمال الشركة المدفوع
79	..... رابعا: موافقة لجنة الإصدارات
79	..... خامسا: مرور سنتين على الأقل من تأسيس الشركة
79	..... الفرع الثاني: أسعار السندات
80	..... أولا: أسعار الفوائد
80	..... ثانيا: تاريخ الاستحقاق
80	..... ثالثا: عملة السند
80	..... رابعا: جدول السداد
80	..... خامسا: التصنيف الائتماني
82	..... سادسا: الجدارة الائتمانية لجهة الإصدار
82	..... سابعا: السيولة
83	..... الفرع الثالث: إجراءات إصدار السندات
85	..... المطلب الثاني: الاكتتاب في السندات
85	..... الفرع الأول: أساليب طرح السندات للاكتتاب

85	الفرع الثاني: كيفية طرح السندات في اكتتاب عام و مغلق و خاص
85	أولاً: البيانات التي يجب أن تتضمنها نشرة الاكتتاب
90	ثانياً: دور الهيئة في مراجعة نشرة الاكتتاب
90	ثالثاً: طريقة و مكان و مدة الاكتتاب
91	الفرع الثالث: قيد السندات في بورصة الأوراق المالية
92	أولاً: شروط قيد سندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة
92	ثانياً: قيد سندات الدين الصادرة عن الدولة و الجماعات المحليّة و سندات الخزينة بقوة القانون
94	الفرع الرابع: تداول السندات في بورصة الجزائر
94	أولاً: شركة سوناطراك
95	ثانياً: الشركة الوطنية للكهرباء و الغاز
95	ثالثاً: شركة الخطوط الجوية الجزائرية
97	الخاتمة
100	قائمة المراجع
111	الفهرس

ملخص

تعتبر الأسهم و السندات من بين الأدوات المالية التي تعتمد عليها مختلف الشركات، إلى جانب الدولة أو إحدى هيئاتها خلال حياتها، للتمويل الدائم لرأس مالها، و ذلك تحقيقا لمشاريعها. حيث أنّ العجز الذي تعاني منه الشركات في الآونة الأخيرة، خاصة بظهور الأزمات الاقتصادية العالمية التي تمسّ سلبا على استثماراتها، و كذلك أمام ضعف المؤسسات المالية الممولة لها عن طريق القروض، نجد أنّ الاستثمار في الأوراق المالية أصبح السبيل الوحيد لتجاوز الصعوبات المالية التي تعاني منها هذه الشركات.

لذلك حظى موضوع القيم المنقولة بقدر كاف من الاهتمام من قبل مختلف التشريعات، بترسانة من النصوص القانونية، منها ما يتعلّق بالأسهم التي تعتبر أهمّ القيم المنقولة، لأنها تكوّن رأسمال الشركة الضروي لتأسيسها، و أخرى خاصة بالسندات، و التي تعتبر ديون ذات فوائد على عاتق الشركة.

Résumé

Les actions et les obligations, font partis des instruments financiers dont dépendent plusieurs entreprises, en plus l'état ou de l'une de ses entités, tout au long de son existence, afin de financer leurs capital, et dont le but de réaliser leurs projets. Ainsi le déficit des entreprises ces derniers temps, notamment l'émergence de crises économiques mondiales, qui affectent négativement leurs investissements, aussi la faiblesse des institutions financières qui leurs donnent des prêts, nous mènent à constater que l'investissement en titres est devenu le seul moyen de surmonter les difficultés financières dont souffre ces entreprises.

C'est pour cela, que les valeurs mobilières jouissent suffisamment d'une prise en considération par les différentes législations, avec un arsenal de textes juridiques, y compris les actions qui sont considérées comme les valeurs mobilières les plus importantes, car elles sont le capital nécessaire à la société et à sa constitution, et d'autres relatives aux obligations, qui sont considérées tel des dettes portant des intérêts à la charge de l'entreprise.