



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر بسكرة
كلية الحقوق والعلوم السياسية
قسم الحقوق



نظام الوساطة في بورصة الأوراق المالية
- دراسة مقارنة -

أطروحة لنيل درجة الدكتوراه الطور الثالث في القانون

تخصص: قانون خاص - فرع: قانون الأعمال

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

شرون حسينة

إعداد الطالب:

قاسمي الرزقي

لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة	المؤسسة
د بلجراف سامية	أستاذ محاضر أ	رئيسا	جامعة بسكرة
أ.د. شرون حسينة	أستاذ التعليم العالي	مشرفا و مقررا	جامعة بسكرة
د. مزغيش عبير	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة بسكرة
د. قسوري فهيمة	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة باتنة
د. شعيب ضيف	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	المركز الجامعي البيض

السنة الجامعية 1440-1441 هـ / 2020-2021 م.

بسم الله الرحمن الرحيم.

>> سبحانك لا علم لنا إلا

ما علمتنا

إنك أنت العليم الحكيم <<

صدق الله العظيم.

الآية 31 من سورة البقرة.

شكر وعرافان

الله الفضل من قبل ومن بعد على ما أنعم وسهل وأرشد، فله الحمد والشكر كله. والصلاة والسلام على رسوله الأمين، سيدنا محمد بن عبد الله وعلى آله وصحبه ومن تبعه بإحسان إلى يوم الدين، وبعد:

فإنه يسعدني وأنا بهذا المقام أن أتقدم بكل معاني الشكر، والتقدير إلى الأستاذة الدكتورة حسينة شرون، التي أشرفت على هذا العمل، وتعهده بالتصويب في جميع مراحل إنجازها، وزودتني بالنصائح والإرشادات التي أنارت أمامي طريق البحث. كما أحيي فيها روح التواضع، والمعاملة الطيبة فجزاها الله عني كل خير. ولا يفوتني تقديم الشكر إلى كل أساتذتي الذين ساهموا في وصولي إلى هذه الدرجة العلمية، وخاصة أساتذة كلية الحقوق والعلوم السياسية بجامعة 20 أوت بسكيكدة 1955، وكل أساتذة كلية الحقوق والعلوم الساييسية بجامعة بسكرة. وفي مقدمتهم أعضاء لجنة التكوين في الدراسات العليا قسم الحقوق.

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير والاحترام إلى أعضاء اللجنة الموقرة الذين وافقوا على إثراء هذا البحث بالمناقشة.

الباحث: قاسمي الرزقي

إهداء

إلى روح والدي الطاهرة، رحمه الله.

إلى أمي احسانا ووفاءً براً وشكراً.

إلى أساتذتي الأجلاء.

إلى شمعات حياتي ونور بصري، (ريم رفيدة، جيداء جمانة وهاجر ماريا) اللاتي عانين كثيراً

من انشغالي عن هن أثناء فترة هذا البحث.

إلى زوجتي رفيقة دربي وسندي.

إلى كل أفراد أسرتي وأقاربي، وأخص بالذكر صهري الأستاذ الدكتور " لجرؤ زهير "

إلى كل من ساعدني في هذا البحث، وخاصة طاقم مكتبة كلية الحقوق والعلوم السياسية

بجامعة بسكرة، جامعة سكيكدة وجامعة أمحمد بوقرة ببومرداس وعلى رأسهم الأئستان " بوعلی

أمال " و "طبوش مهيرة" من مكتبة كلية الحقوق ببودواو.

إلى كل طاقم كلية الحقوق بجامعة بسكرة.

إلى كل طالب علم.

أهدي هذا العمل.

وألتمس العذر من كل قارئ إن وجد تقصيراً، أو ثغرة في جانب من الجوانب، لأن الكمال من

صفات الله، لا يتوافر لإنسان مهما بذل من جهد، أو ارتقى إلى أعلى الدرجات.

وأرجو من الله القبول.

المختصرات:

باللغة العربية:

- ل.ت.ع.ب.م: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
- ب.ق.م: بورصة القيم المنقولة.
- ه.ت.ج.ق.م: هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- ش.إ.ذ.ر.م.م: شركات الاستثمار ذات الرأس مال المتغير.
- ش.ت.ب.ق.م: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- ص.م.ت: الصناديق المشتركة للتوظيف.
- و.ع.ب: وسيط عمليات البورصة.

باللغة الأجنبية:

- *SGBV: La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières.*
- *IOB: Les Intermédiaires en Opérations de Bourse.*
- *COSOB: Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.*
- *COB: la Commission des opérations de bourse.*
- *AMF: Autorité des Marchés Financiers.*
- *CMF: Conseil des marchés financiers.*
- *CDGF: Conseil de discipline de la gestion financière.*
- *IOSCO: International Organization of Securities Commissions.*
- *G20: The committee on payment systems settlements of the groupe of twenty.*
- *SICAV: sociétés d'investissement à capital variable.*
- *FCP: Les fonds communs de placement.*
- *OPCVM: organisme de placement collectif en valeurs mobilières.*
- *CRBF : Comité de la réglementation bancaire et financière.*
- *CTRF: cellule de traitement du renseignemet financier.*

مقدمة

مما لا شك فيه أن للتجارة دوراً هاماً في ظهور سمسرة الأسواق، حيث كانوا يتوسطون بين التجار في إبرام الصفقات وتسويق المنتجات في بادئ الأمر، ليتطور نشاطهم في ما بعد فيشمل مجال الصرافة كقبول الإيداعات وتقديم القروض، ثم امتد إلى شراء الكمبيالات والأوراق التجارية المسحوبة على التجار، حسب ما كان سائداً في القرون الوسطى بإيطاليا وبلجيكا، أين اشتهرت مدينة "أنفرس" البلجيكية بكل أنواع التجارة، وخاصة تجارة التوابل بين شرق العالم وغربه، ونتيجة لذلك أنشأ بها أول مبنى للتجار والذي عرف باسم البورصة، نسبة إلى اسم عائلة " *vander bursen* " من مدينة "بروج" البلجيكية، اشتهرت بتقديم الخدمات وتبديل العملة والتوسط للتجار الوافدين على فندقها من الدول المجاورة.

غير أن التطور الصناعي والتجاري الكبير الذي مرت به الدول الغربية لتلبية الحاجيات المتزايدة لمجتمعاتها، أدى إلى التوسع في حركة التجارة وأسواق السلع والخدمات، وإنشاء المشاريع الضخمة التي تعجز الموارد المالية الفردية عن توفير الأموال اللازمة لها وحتى الحكومات كذلك، كان من أهم أسباب ظهور شركات المساهمة، ونتيجة لذلك ظهرت الأوراق المالية، وأصبحت من أهم السلع التي يتداولها السمسرة الأفراد في الأماكن العامة. وكون هؤلاء السمسرة غير مختصين في تداول الأوراق المالية، فقد كانوا يزاولون أنشطة أخرى بالموازاة مع ذلك النشاط، كالسمسرة في البضائع والعقارات، لندرة الأوراق المالية في بداية ظهورها، وانعدم جهة مكلفة ترخص لهم بذلك، حيث كانوا يستندون في ممارستهم لأعمالهم وإدارتهم لهذه الأسواق إلى ما تمليه عليهم العادات والأعراف التجارية في غياب أي تشريع ينظم أنشطة هذه الأسواق التي اتسمت معاملاتها بالعمومية، إلى أن أنشئت لها أسواق خاصة، عرفت بأسواق الأوراق المالية، فكانت البداية ببورصة "أمستردام" بهولندا، ثم انتشرت في باقي أنحاء العالم.

وقد تنامي الاهتمام بالبورصة بعد أن أصبحت تؤدي دوراً حيوياً متعدد الأوجه والجوانب في النظم الاقتصادية الحديثة، يتلخص أساساً في خدمة التنمية بصفة عامة، فاحتلت بذلك المركز الاقتصادي الأول عالمياً بفضل قدرتها على خلق السيولة المالية، عن طريق تداول الأوراق المالية المقيدة فيها؛ بمعنى تعبئة المدخرات الفردية والجماعية، وتحويلها إلى الشركات المصدرة للأوراق المالية لتجسيد مشاريع التنمية الاقتصادية، ومن هنا تبرز أهميتها في العديد من جوانب الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجود هذه السوق بمثابة المرآة التي ينعكس عليها اقتصاد الدول، وبالتالي بقدر ما توصف هذه السوق بالثبات والقوة يوصف اقتصاد الدولة

بالاستقرار والنشاط تبعاً، وبالمقابل فإن تدهور وانخفاض كفاءة هذه الأسواق يمتد ليشمل باقي القطاعات الاقتصادية ليؤثر سلباً على الاقتصاد ككل.

ومن هذا المنطلق بدأت معظم التشريعات الدولية تهتم بتطوير أسواقها المالية منذ عقود طويلة، وذلك نتيجة الافتتاح المتزايد بأهمية الدور الذي تؤديه هذه الأسواق، في مسيرة التنمية الاقتصادية، فتم إحاطة هذه الأسواق بقواعد قانونية ولوائح لضبط التعامل فيها، فكانت البداية من الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كانت السبّاقة في سن أول قانون خاص بالأوراق المالية عرف بـ: (Securities act of 1933) سنة 1933، وقانون بورصة الأوراق المالية عام 1934 (Securities Exchange act of 1934)، ثم سارت على نحوها العديد من الدول الأوروبية، في حين مازالت معظم الدول النامية لحد الآن لا تحوز أسواقاً مالية، وإن وجدت فهي حديثة النشأة وغير قادرة على تقديم أي خدمة لاقتصاديات تلك الدول، حيث تكفلت تشريعات هذه الأسواق بإنشاء أجهزة وهيئات ذات استقلال مالي وإداري، تعنى بتنظيم هذه المؤسسات المالية وتطويرها والسهر على حمايتها من المخاطر التي قد تتعرض لها، حماية للمستثمرين فيها من أية ممارسات تنطوي على الاحتيال أو الغش.

وتبعاً لذلك تطورت هذه الأسواق فصارت جد منظمة في يومنا هذا، من حيث الهياكل التنظيمية التي تتميز بها، خلافاً لما كانت عليه في بداية عهدها، وهذا ما نجده مجسداً في مختلف البورصات على الصعيد الدولي، بما فيها الأسواق التي اختيرت تشريعاتها لتكون محل مقارنة، إذ يقوم الإطار التنظيمي لهذه السوق على سبيل المثال في التشريع الجزائري أساساً على ثلاثة أجهزة تتمثل في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، والمؤتمن المركزي على السندات، هذا بالإضافة إلى الوسطاء الماليين أو ما يعرفون بمقدمي خدمات الاستثمار في التشريع الفرنسي. ومن نتائج ذلك تطور المنتجات المالية محل التعامل فيها أيضاً، إذ أصبحت تختلف عما كانت عليه حين ظهور الأسواق المالية في بداية الأمر، ولم تعد تنحصر في الأدوات المالية التقليدية، بالرغم من الخصائص والميزات القيمة التي تنسم بها هذه الأخيرة، والسبب في ذلك هو توصل الهندسة المالية إلى ابتكار منتجات مالية حديثة تعرف بالمشتقات المالية.

وقد حاز السماسرة ضمن نطاق هذه الأسواق منذ أن كانت تقام في الأماكن العامة كالشوارع والمقاهي، مكانة جد معتبرة بالنظر لدورهم الفعال فيها، بدءاً من مساهمتهم في صناعة هذه الأسواق، بفضل ممارستهم لأنشطتهم اليومية والمتمثلة في السمسرة أو التوسط بين البائعين والمشتريين، ثم الانتقال إلى التعامل بالأوراق التجارية، إلى أن ظهرت صكوك الشركات المساهمة وسندات الحكومات الراضية في تمويل إنفاقها، والتي أنشأوا لها أماكن خاصة بالرغم من استمرار التداخل بينها وبين الأوراق التجارية أثناء التعامل؛ ومؤدى ذلك أن مهنة السمسرة كانت أسبق في الظهور من الأسواق المالية، وأن تطور هذه الأخيرة وتخصصها في القيم المنقولة دون غيرها من السلع، والتي تختص بها أسواق أخرى، كان سبباً في تطور نشاط السماسرة وتخصصهم في الأوراق المالية دون غيرها.

وتبعاً لذلك اكتسب نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية العديد من الخصائص والميزات، استمدتها من الدور الجديد الذي أصبح يحتله الوسيط في هذه البورصات، إذ أن أنشطته مع العملاء قائمة على عقود تجارية لها كل الخصائص العامة للعقود، إضافة إلى بعض الخصائص نادراً ما تتصف بها أنشطة أخرى. وهذا ما زاد من أهمية الوسيط المالي القائمة أساساً على المساعدة التي يقدمها للعملاء والسهر على حسن سير السوق، من خلال تبصير المستثمرين والحد من تكاليفهم، طالما أنه غير مسموح لهم بالتداول في الأسواق المالية بأنفسهم؛ ومن هنا يمكن القول أن الوسيط في بورصة الأوراق المالية يمارس أنشطة ذات طبيعة تجارية إلا أنها منظمة بقواعد خاصة، مما يجعله ينفرد بمركز قانوني يختلف عن مراكز قانونية مشابهة له في جوانب متعددة.

ونظراً للأهمية البالغة لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية، فلم تعد تشريعات الأسواق المالية تسمح بامتهان هذا النشاط لكل من يريد ذلك كما في سابق عهده، بغرض ضمان حماية أكثر للمستثمرين، وبتث الثقة داخل السوق من أجل الرفع من كفاءتها وجذب سيولة مالية أكثر، كما ألزمت الأشخاص الراضيين في مزاوله أنشطة الوساطة المالية فيها استيفاءهم لجملة من الشروط تعد كمؤهلات لقبولهم من جهة، ومؤهلات تتعلق بمندوبيهم داخل صالات البورصة من جهة ثانية، وأن توفير الشروط التي تحددها الهيئة المكلفة بتنظيم ومراقبة السوق - لجنة ت.ع.ب.م في التشريع الجزائري - في شخص ما، لا يعني صلاحيته للبدء في التعامل على الأوراق المالية وممارسة باقي أعمال الوسيط المالي، بل إن تشريعات الأسواق

المالية تشترط عليه أيضاً أن يقدم طلباً للهيئة المعنية؛ يكون مرفقاً بجملة من الوثائق، حيث يتحدد من خلال ذلك الملف نطاق الاعتماد متى تمت الموافقة على الطلب.

ومؤدى ذلك أن الهيئة المكلفة بضبط السوق يمكن أن ترخص للوسيط المالي بممارسة نشاط أو أكثر من الأنشطة التي يجيزها القانون وهي متعددة، والتي على أساسها تصنف تشريعات الأسواق المالية الوسطاء، بين وسيط له اعتماد يجوز له بموجبه مزاوله كل الأنشطة التي ينص عليها القانون، بدءاً من مساعدة الشركات خلال أول مرحلة، والتي تعرف بالسوق الأولي، أين يتم خلالها إصدار الأوراق المالية، ثم قيد أوراقها في جداول البورصة إذا لم تكن الشركة المصدرة مدرجة في السوق من قبل، إلى غاية إيجاد متعاملين لاقتناء أدواتها المالية المسعرة.

وبالموازاة مع مرافقة الشركات المصدرة، والتي يقوم بتوظيف قيمها في السوق، تأتي بعدها مرحلة أخرى تتعلق بتلقي الوسيط المالي للأوامر من عملائه المدخرين حتى يتمكن من البدء في التداول على تلك الأوراق المالية لحسابهم، وهنا تجدر الإشارة أن التداول على الأوراق المالية لم يعد يحتاج في يومنا هذا لاجتماع الوسطاء الماليين في البورصات المتطورة، حيث يمكنهم التداول من مكاتب عملهم عبر الشبكة الإلكترونية. على أن تختم في الأخير العمليات السابق ذكرها بعملية التسوية والمقاصة، للمراكز القانونية الناشئة على مستوى جهاز مختص في ذلك، كما يمكن للمستثمرين تكليف الوسيط بإدارة محافظ الأوراق المالية التي اكتسبها من معاملاتهم في السوق.

وقد يتحصل الوسيط على اعتماد ذي نشاط محدود، ففي هذه الحالة فإنه ملزم بممارسة التداول لحساب الغير باعتباره النشاط الرئيسي، بالإضافة إلى أي نشاط آخر يرخص له به.

وطالما أن الوسيط في بورصة الأوراق المالية وفقاً للتشريعات محل مقارنة يعد تاجراً، بسبب ممارسته نشاطاً تجارياً، ويتخذ شكلاً من أشكال الشركات التجارية، فإنه يترتب عليه العديد من الآثار منها ما ينظمها القانون التجاري، وبذلك فهي آثار عامة تلحق كافة التجار وبالتالي فلا داعي للتطرق إليها، ومنها ما هي آثار خاضعة لقواعد السوق المالي، وبذلك تكون مناط ومحور هذه الدراسة، باعتبارها تترتب بمناسبة مزاوله مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية، حيث تعد استثنائية وغير مألوفة بالنسبة للشركات التجارية، نظراً لخطورة ما قد يترتب

على مخالفتها من مضار، سواء بالنسبة للاقتصاد بصفة عامة أو المدخرين في بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، وأن هذه الآثار تتضمن التزامات جد متنوعة بالنظر لتنوع أنشطة الوسيط في السوق المالي. وفي مقابل تحمل الوسيط المالي لتلك الالتزامات فإن تشريعات الأسواق المالية قد خصته بجملة من الحقوق يتمتع بها، والتي هي بمثابة التزامات على عاتق هيئة السوق من جهة، نظير التزامه بقواعد السوق، ومن جهة أخرى التزامات على عاتق العملاء، لقاء ما يقدمه لهم من خدمات مالية.

وبما أن نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية نشاط مقيد، معنى ذلك خضوعه لرقابة الهيئة المكلفة بذلك قصد حماية المتعاملين والسوق بصفة عامة، وأن هذه الرقابة لا تهدف فقط إلى ضبط عمليات الولوج إلى السوق من قبل الشركات المتدخلة فيه، بل إلى ضبط نشاط هذه الشركات أثناء ممارستها لأعمالها، لمنع حدوث أي تجاوزات للأحكام والقواعد القانونية والعقدية التي تنظم المعاملات المالية بين الوسطاء والعملاء، من أجل ضمان العدالة والشفافية للمدخرين، وبالتالي السير الحسن للسوق المالي، لأن بورصة الأوراق المالية مجال اقتصادي ومالي جد حساس، وبالتالي فأى ممارسات غير مشروعة يرتكبها الوسطاء الماليون قد يترتب عليها أضرار للمتعاملين، يمكن أن تؤدي إلى أزمات مالية قد تؤثر على السوق فقط بسبب فقدان الثقة فيه، كما يمكن أن تتعداه لتهدم اقتصاد الدولة بكامله.

ولما كان الإخلال وعدم احترام هذه الضوابط الرقابية أمراً لا مفر منه، في مجال جد متشعب ومتداخل، بسبب تعدد المتدخلين فيه وتضارب وتعاكس مصالحهم المالية، طالما أن الهدف الرئيسي من التعامل على الأوراق المالية في هذه الأسواق سواء بالنسبة للمستثمرين أو الوسطاء الماليين، ينحصر أساساً في الحصول على أعلى عائد مالي من وراء الصفقات المبرمة، فإن ذلك قد يجعلهم يلهثون وراء تعظيم الأرباح بكل الطرق الممكنة حتى وإن كانت غير مشروعة، ونخص بالذكر هنا تلك التصرفات غير القانونية التي قد تأتي من جانب الوسطاء الماليين، ولذلك فقد سعت تشريعات الأسواق المالية ولوائحها التنظيمية إلى ضمان الحماية اللازمة للعملاء والسوق بصفة عامة، حيث أقرت المسؤولية الكاملة للوسطاء الماليين في حال ارتكابهم تصرفات مخالفة لضوابط السوق، وطالما أن الوسيط المالي ملزم بتنفيذ ما كلف به، من قبل العميل بكل أمانة ونزاهة متوخياً تحقيق مصلحته، فهو بذلك يكون مسؤول أمامه عن أي إخلال بالالتزامات المفروضة عليه، بالاستناد إلى العقد المبرم بينهما والأنظمة

والتعليمات المتعلقة بالسوق المالي، فتتخصص مسؤوليته حينئذ بين المسؤولية التأديبية والمسؤولية المدنية.

وقد لا تكفي الجزاءات المدنية والتأديبية لردع الوسيط المالي أحياناً، لحمله على مزاوله عمله طبقاً للأصول المهنية المتعارف عليها في الأسواق المالية، إذا ما لجأ إلى بعض الممارسات غير المشروعة، كالتلاعب بأسعار الأوراق المالية، عدم الامتثال لهيئات الرقابة، استخدام ما يحصل عليه من معلومات عن الشركات المصدرة بحكم اطلاعه على أسرارها، سواء لصالحه أو لحساب بعض العملاء تمييزاً لهم عن غيرهم، من أجل تحقيق مكاسب ما كان للوسيط أو عملائه تحقيقها، لو لا اطلاعه على المعطيات والمعلومات الداخلية للشركات، أو لجوئه في بعض الأحيان لنشر معلومات غير صحيحة عن الوضعية المالية لشركة ما، إما بغرض إبعاد المتعاملين عن تداول أوراقها المالية، أو بهدف جعلهم يتهافتون على أوراقها المالية رغم وضعيتها المالية الكارثية، وغيرها من أساليب الاحتيال والتلاعب في السوق، فتلحق الضرر بالمتعاملين في السوق المالي، كسلبهم لأموالهم بالغش والاحتيال، مما يفقدهم الثقة في السوق المالي، الذي قد يضطرب نتيجة لذلك.

كل هذا بناءً على استغلال الوسيط المالي لمركزه في السوق، وثقة العملاء فيه، ولذلك كان من الواجب تشديد حماية السوق المالي لبناء اقتصاد قوي، خاصة بعد أن أصبحت هذه الأسواق عرضة لتقلبات كثيرة بسبب اتجاهها إلى العالمية، واستخدامها لمعطيات ثورة المعلومات، وذلك بمؤاخذة الوسيط المالي في مثل هذه الحالات جنائياً كشخص معنوي، عن الأفعال التي يقوم بها كل من يعمل لمصلحته، وبالخصوص تلك التي ترتكب من قبل مندوبيه داخل قاعات البورصة وضمن اختصاصهم الوظيفي، متى كانت سلوكياتهم تشكل جرائم طبقاً لقانون السوق المالي أو حتى التشريع الجنائي في بعض التشريعات المقارنة، وعدم الاكتفاء بالعقوبات التأديبية التي تسلطها الجهات المكلفة بضبط الأسواق المالية.

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة من الناحية النظرية في توسيع المعارف المتعلقة بأسواق الأوراق المالية، الإحاطة بالكثير من القواعد المنظمة لبورصة الأوراق المالية في التشريع الجزائري، والتشريعات محل مقارنة كذلك، وبالخصوص الإلمام بكل ما تعلق بنشاط وسيط بورصة الأوراق

المالية بدءاً من تقديمه طلب اعتماد لدخول السوق وصولاً إلى آثار ممارسة هذا النشاط وما قد يترتب على ذلك من مسؤوليات، تسمح لنا بتقدير قيمة نشاط الوساطة المالية، وبالتالي تقدير قيمة ومركز الوسيط وتحديد المكانة الحقيقية التي يحتلها في هذه السوق، هذا بالإضافة إلى التوصل إلى تقدير مدى نجاعة مختلف القواعد المنظمة لنشاط وسطاء بورصة الأوراق المالية الجزائرية، سواء تلك الواردة في المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم، أو في مختلف أنظمة لجنة السوق وتعليماتها، بالموازاة مع التشريعات محل مقارنة، وبالتالي الوقوف على مواضع الخلل والنقائص، التي تعترض هذه النصوص القانونية، ومنه المساهمة في إيجاد أفضل الحلول والمقترحات، بقصد التوصل إلى ضوابط محكمة لهذه الآلية، تسمح للبورصة الجزائرية بتحقيق كفاءة عالية في تمويل المشاريع الاقتصادية للدولة.

محاولة تقديم دراسة قانونية وافية حول نظام الوساطة في بورصة الأوراق المالية، بالموازاة مع التشريعات محل المقارنة، يمكن أن تفيد في إثراء المكتبة الجامعية، التي تكاد تفتقر إلى الأبحاث القانونية حول هذا المجال والذي تسيطر عليه الدراسات الاقتصادية.

أما من الناحية العملية فيمكن أن تفيد هذه الدراسة إما المشرع الجزائري أو لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، في حال الأخذ بالمقترحات المقدمة في نهاية البحث، وقد يستفيد منها المستثمرون في البورصة الجزائرية وكذلك الوسطاء الماليين.

مبررات اختيار هذا الموضوع:

إن مبررات اختيار هذا الموضوع منها ما هي ذاتية تتمثل في الرغبة في توسيع المعارف التي تم اكتسابها سابقاً عن البورصة، ومنه الاطلاع على القواعد المنظمة لهذا النشاط الحساس لبورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري والتشريعات المقارنة، وخصوصاً أن هذا الموضوع يدخل ضمن تخصص الباحث "قانون الأعمال" مما يستوجب الإلمام به باعتباره من مواضيع الساعة.

ومن هنا ما هي موضوعية ترجع إلى كون أن معظم الدراسات، التي تناولت الوساطة المالية كانت بصفة عرضية، أي في إطار موجه لدراسة البورصة بمجملها، أو أي جانب آخر من جوانبها المتشابهة، من دون تركيز على هذا الموضوع بصفة مستقلة، والذي يبقى دائماً بحاجة إلى البحث والتعمق فيه، بالنظر لكم الهائل من القواعد القانونية المخصصة لضبط هذا النشاط بمفرده، باعتباره شريان السوق المالي من جهة، ومن جهة أخرى بالنظر إلى التطورات السريعة

التي يتسم بها هذا المجال الاقتصادي والمالي، تجعله دائما في حاجة ماسة إلى قواعد قانونية جديدة لضبطه، كما هو الحال مثلا بالنسبة لعملية التداول من قبل الوسطاء التي لم تعد تتم كما في السابق من داخل السوق، وإنما أصبحت تجرى عبر شبكة الإنترنت، حيث يمكن للزبون الاتصال بالوسيط من أي مكان عبر الشبكة، ومن ثم يقوم الوسيط من مكتبه بالتداول إلكترونيا من خلال شبكة تربطه بالبورصة، وبالتالي فلم تعد البورصة كما يعرفها الفقه بأنها مكاناً يجتمع فيه الوسطاء، وإنما يتداول فيه، وهذا بسبب تطورها المتسارع، والذي يحتاج لدراسات وأبحاث دائمة.

معظم الدراسات السابقة حول هذا الموضوع ركزت على الجانب الاقتصادي، ولم ينل الجانب القانوني حظه منها، بالرغم من أن هذا الأخير يعد العصب المحرك والموجه لكل أوجه النشاط الاقتصادي.

ضرورة إعطاء هذا الموضوع حقه من الاهتمام والدراسة في الدول النامية، على أساس أن بورصة الأوراق المالية هي السبيل الأنجع في يومنا هذا لتطوير وإنعاش اقتصاديات الدول.

الهدف من الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى استقراء وتحليل مختلف النصوص القانونية والتنظيمية التي تحكم نشاط وسيط بورصة الأوراق المالية في التشريع الجزائري، مقارنة مع بعض التشريعات الأخرى، للوقوف على مدى نجاعتها في تنظيم هذا النشاط الحساس، حيث يتم ذلك من خلال:

- بيان ماهية بورصة الأوراق المالية باعتبارها المجال الذي ينشط فيه الوسيط المالي ضمن نظام متكامل لا يمكن فصله عن بعضه البعض.

- بيان ماهية الوساطة في بورصة الأوراق المالية والقيود التي تحكم مزاوله هذا النشاط الاقتصادي الهام.

- إبراز مختلف الأنشطة التي يمارسها وسيط بورصة الأوراق المالية، مع التركيز على أهم الأنشطة والآليات التي تتم من خلالها.

- البحث عن التزامات وحقوق الوسيط في بورصة الأوراق المالية.

- بيان طبيعة المسؤولية المترتبة على عاتق وسيط بورصة الأوراق المالية عقب أداء مهامه بالمخالفة لقواعد السوق.

نطاق الدراسة:

يتحدد النطاق الموضوعي لهذه الدراسة بالأحكام والقواعد المنظمة لنشاط وسيط الأوراق المالية، على أن تقتصر الدراسة التطبيقية لهذا الموضوع على القواعد التشريعية والتنظيمية المعمول بها في بورصة الجزائر، مع ما يقابلها من القواعد والأحكام الخاصة بالتشريعات محل مقارنة كالتشريع الفرنسي، الأردني، المصري، بالإضافة إلى تشريعات عربية أخرى.

الدراسات السابقة:

1- أحمد بن مداني، الوساطة في المعاملات المالية - السمسرة، مذكرة ماجستير مقدمة لكلية الحقوق والعلوم الإدارية، بن عكنون - الجزائر، سنة 2002.

حيث اتبع الباحث في دراسته المنهج الوصفي التحليلي، من دون أن يشير إلى ذلك في بحثه. أما بخصوص موضوع الدراسة فلم يكن يهدف إلى البحث في خصوصيات الوساطة كنشاط للوسيط في بورصة الأوراق المالية، وإنما دراسة عقد الوساطة في المجال التجاري من حيث تعريفه خصائصه، وتطبيقاته بما في ذلك عقد التعامل في الأوراق المالية، ثم الحقوق والالتزامات المترتبة عليه، انقضاءه ثم المسؤولية المدنية للوسيط.

أما بخصوص نتائج دراسة فإن أهم ما توصلت إليه هو أن عقد الوساطة في المعاملات التجارية هو عقد معاولة، في حين بالنسبة لعقد الوساطة في بورصة الأوراق المالية فهو وكالة بالعمولة.

يمكن القول أن الدراستان تتقاطعان في بعض النقاط، على غرار دراسة عقد الوساطة وما يترتب عليه من حقوق والتزامات كعقد تجاري، كذلك من حيث المسؤولية المدنية، إلا أن عقد الوساطة في الأوراق المالية ينفرد بجملة من الالتزامات لا يرتبها عقد الوساطة التجارية، هذا بالإضافة إلى تمتع عقد الوساطة في الأوراق المالية بخصائص لا يتمتع بها عقد الوساطة التجارية، وتختلف الدراستان كذلك في تكييف عقد الوساطة في الأوراق المالية، حيث توصل الباحث إلى أنه عقد وكالة بالعمولة، غير أنه ومن خلال دراستنا ووفقاً لما أخذ به المشرع الجزائري والتشريعات محل مقارنة فإنه عقد من طبيعة خاصة، هذا إضافة إلى العديد من

الجوانب الأخرى التي انفردت الأطروحة محل الدراسة بتناولها، وأنها دراسة مقارنة بين جملة من التشريعات.

2- هـال غنية، النظام القانوني للوسطاء في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير مقدمة لكلية الحقوق جامعة الجزائر، سنة 2002.

استخدمت الباحثة في دراستها المنهج الوصفي التحليلي، وكانت دراستها تهدف إلى التعرف على مفهوم الوسيط المالي والوقوف على شروط قبوله في البورصة، والأعمال التي يمارسها، وفيما تتمثل الرقابة على الوسطاء في السوق.

وقد توصلت الباحثة إلى جملة من النتائج أهمها: الوسيط هو المحرك للسوق، وأن ممارسة دور الوساطة في السوق متوقف على توفر جملة من الشروط للحصول على اعتماد، الوسيط يمثل قناة بين الشركات المصدرة والمتعاملين في السوق، وأن للوسيط نشاطات متنوعة أهمها التفاوض في السوق.

تتشرك الدراسات في بيان المراد بالوساطة في بورصة الأوراق المالية، وأهميتها، أنواعها، الإشارة إلى الالتزامات والحقوق، والمسؤولية، إلا أنهما يختلفان من حيث المضمون كثيراً حيث أن الأطروحة محل الدراسة تناولت كذلك ماهية بورصة الأوراق المالية ونشأة وتطور الوساطة المالية، المركز القانوني للوسيط المالي، والتكييف القانوني للعقود التي يبرمها، مع بيان مختلف الأنشطة التي يزاولها الوسيط والإجراءات المتبعة في ذلك، كما أن مضمون الالتزامات فيها جد واسع ومتنوع، والشيء نفسه بالنسبة للمسؤولية المترتبة على عاتق الوسيط إذ تعد أكثر تفصيلاً وخاصة المسؤولية الجنائية، وهذا راجع لكون دراسة الباحثة للنظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة كانت وفق المرسوم التشريعي 10/93 وما تبعه من أنظمة وتعليمات، بالرغم من أنها قد نوقشت بعد صدور القانون 04/03 وقد ذكرته في درستها، في حين الدراسة موضوع البحث جاءت وفق التعديلات الأخيرة للمرسوم التشريعي بموجب القانون 04/03، وما تبعه من أنظمة خاصة النظام 01/15 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، والعديد من التعليمات، هذا بالإضافة إلى أنها دراسة مقارنة بين جملة من التشريعات.

3- حمليل نورة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة مقدم لكلية الحقوق والعلوم السياسية بجامعة تيزي وزو، سنة 2014.

اتبعت الباحثة في دراستها المنهج الوصفي التحليلي النقدي في أغلب أجزاء البحث، بالإضافة إلى المنهج المقارن، عند مقارنتها لبعض النصوص القانونية المنظمة للسوق المالية الجزائرية مع جملة من النصوص الأخرى، حيث كانت تهدف إلى البحث عن الوسائل التي اتخذتها الدولة لضبط السوق المالية الجزائرية، سواء على مستوى أجهزتها أو على مستوى نشاطها، على أساس أن الدولة لم تسلم بفكرة أن الضبط لا يكون إلا بقواعد قانونية خاصة ومتخصصة.

وقد خلصت الباحثة إلى جملة من النتائج أهمها: فشل المشرع الجزائري في تنظيم السوق المالية بنظام محكم ومتناسق، الإقبال المحتشم لجمهور المدخرين على الاكتتاب في القيم المنقولة المطروحة في السوق، مما استدعى السلطات إلى تجنيد المؤسسات العامة من بنوك ومؤسسات مالية لشراء تلك القيم المعروضة، تراجع المشرع عن فتحه لنشاط الوساطة للأشخاص الطبيعيين وجعله حكراً على الأشخاص المعنوية، والتي تكون في شكل شركات مساهمة، وسطاء بورصة القيم المنقولة الجزائرية عبارة عن بنوك عمومية خاضعة للقانون التجاري ومع ذلك تغطي الصفة العمومية على على أنشطتهم وعلاقاتهم بالغير، يرتبط الوسيط بنوعين من العلاقات أولاهما علاقة تنظيمية تربطه بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ويختص القاضي الإداري بالفصل في النزاعات المترتبة عليها، أما العلاقة الثانية فهي عقدية سواء بين الوسيط وعملائه أو بين الوسيط ومدوبيه في السوق ولا يحكمها القانون التجاري وإنما تحكمها قواعد مهنية.

وتتشارك الدراستان في التطرق إلى الإطار الشكلي والموضوعي للسوق المالي، كما يتقاطعان في التعرض إلى بعض من أنشطة الوسيط المالي، على غرار دوره في إدراج الشركات في السوق، الترويج لتوظيف الأوراق المالية لحساب الشركات المصدرة (السعي المصفي)، توظيف الإصدارات، تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، وبعض الالتزامات المترتبة على هذه الأنشطة، كما تطرقا إلى تعريف الوسيط وشروط اعتماده تمييزه عن غيره، وخصائصه.

فيما اختلفتا الدراستان من نواحي عديدة، حيث أن دراسة الباحثة كانت موجهة إلى دراسة السوق بصفة عامة، وليست دراسة مقارنة في الأصل، ومع ذلك كانت تلجأ من حين لآخر إلى المقارنة مع بعض التشريعات على غرار المشرع الفرنسي والمصري . كما ركزت على التنظيم القانوني لأجهزة السوق، وخاصة لجنة البورصة من حيث مدى استقلاليتها، والنظام القانوني المطبق على مستخدميها بالمقارنة هيئات إدارية مستقلة في قطاعات أخرى، وآليات ضبط السوق المالي، مدى خضوعها للرقابة القضائية. وقد تناولت نشاط السوق الثانوية دون تناول أهم نشاط وهو التداول كنشاط رئيسي فيها.

في حين الأطروحة محل الدراسة انفردت بالتطرق إلى ماهية السوق المالي بالتركيز على نشأتها وتطورها، تعريفها، خصائصها، أهميتها، وظائفها، وأنواعها، بالإضافة إلى ماهية الوساطة بالتركيز على تأصيلها التاريخي، أصناف الوساطة المالية، هذا بالإضافة إلى التركيز على أهم نشاط من أنشطة الوسيط المالي والمتمثل في التداول على الأوراق المالية، وذلك بتعريفه، والإجراءات المتبعة خلال هذه العملية إلى غاية نقل ملكية الأوراق المالية، ثم الإشارة إلى مجمل الآثار المترتبة على أعمال الوساطة من حقوق والتزامات، ومسؤولية الوسيط في حالة مخالفته للقواعد القانونية والتنظيمية.

4- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة، أطروحة مقدمة لكلية الحقوق والعلوم السياسية بجامعة تيزي وزو، سنة 2013.

استخدمت الباحثة المنهج الوصفي التحليلي مع النقد، بالإضافة إلى المنهج المقارن للمقارنة بين نصوص القانونية والتنظيمية لبورصة الجزائر مع ما يقابلها من نصوص في التشريع الفرنسي والمصري.

تلخصت أهم نتائج البحث في: ظهور فكرة ضبط سوق الأوراق المالية في أغلب تشريعات دول العالم، مع التجسيد الفعلي في كل من التشريع الجزائري، الفرنسي والمصري، من خلال سلطات إدارية مستقلة تختلف عن السلطات الإدارية التقليدية للدولة، وإن كانت تختلف من حيث طابعها من تشريع لآخر، حيث أنها ذات طبيعة إدارية مستقلة في كل من التشريع المصري والجزائري، في حين يضاف عليها الطابع العمومي في التشريع الفرنسي والذي يتناقض واستقلاليتها، بالرغم من تكريس الطابع القانوني لهذه السلطات، إلا أن ذلك يبقى شكليا بسبب

تدخل الدولة في تشكيل هذه السلطات من الناحية العضوية وكذلك الناحية الوظيفية، مما يؤكد استمرار تدخل الدول في الحقل الاقتصادي بصفة غير مباشرة. إن احتكار لجنة البورصة في التشريع الجزائري صلاحية إعداد الأنظمة، المراقبة والعقاب في الوقت نفسه يقلل من شفافيته، خلافاً لما هو معمول به في التشريع الفرنسي أين توزع هذه الصلاحيات بين عدة هيئات مما يضفي شفافية أكثر، إن معالم فكرة الضبط تبرز في تلك الرقابة التي تمارسها هذه السلطات، من خلال ما تصدره من قرارات فردية، كمنح الترخيص، والتأشير للشركات المصدرة للأوراق المالية بعد التأكد من توفر الشروط اللازمة لذلك، هذا بالإضافة سلطتها في منح الاعتماد للوسطاء الماليين، ولها دور كذلك في تسوية المنازعات الناشئة في السوق، كما تجيز لها التشريعات المقارنة توقيع عقوبات تأديبية متنوعة على المتدخلين في السوق في حالة مخالفتهم أحكام السوق.

ركزت الباحثة في دراستها على الإطار التنظيمي لسوق القيم المنقولة، من حيث الرقابة على كل المتدخلين في السوق، من شركات مصدرة لأوراق المالية وما يتوجب عليها التقيد به قبل وبعد دخول السوق، الرقابة على المستثمرين من جهة الواجبات والالتزامات، من حيث الرقابة على الوسطاء وقد تطرقت لتعريف الوسيط، أهميته، وبينت خاصيتان من خصائص عقد السمسرة فقط، تمييز الوسيط، شروط اكتساب صفة الوساطة في الأوراق المالية، وانقضائه. كما تطرقت للأوراق المالية وما يميزها عن الأوراق التجارية والنقدية. كما تعرضت للجنة تنظيم ومراقبة عمليات السوق، طبيعتها القانونية، من حيث المعايير الشكلية والموضوعية، وعلاقتها بالسلطة التنفيذية ومدى دستورية القواعد التي تصدرها، وهذا بالمقارنة مع التشريعين الفرنسي والمصري.

بعد ذلك تناولت آليات ضبط السوق بصفة عامة، عن طريق السلطة التنظيمية وبينت مضمونها ووسائل ممارستها، نطاق تطبيق السلطة التنظيمية من حيث الأشخاص بما في ذلك الوسطاء الماليين، وقد أشارت في ذلك إلى تحديد أنشطة الوسيط وبعض التزاماته، كما أشارت إلى الأوامر التي يصدرها المستثمر للوسيط وبينت أنواعها، كذلك بينت نطاق تطبيق السلطة التنظيمية من حيث الموضوع، والرقابة القضائية على هذه الصلاحية. بالإضافة إلى ضبط السوق عن طريق سلطة الرقابة، كالرقابة على المعلومات التي تصدرها الشركات المصدرة، اعتماد الوسطاء، الرقابة على الأشخاص، وبينت سلطتها في التحقيق، ثم ضبط السوق عن

طريق القمع والتحكيم، حيث بينت قمع جريمة استغلال معلومات امتيازية، جريمة عرقلة السير المنتظم للسوق وجريمة نشر معلومات خاطئة، والضمانات المقررة ضد السلطة القمعية.

وبالتالي اختلفت دراسة الباحثة مع الدراسة الحالية في كون هذه الأخيرة كانت موجهة لدراسة نظام الوساطة في بورصة الأوراق المالية على وجه الخصوص، فتناولت ماهية السوق المالي بالتركيز على نشأتها وتطورها، تعريفها، خصائصها، أهميتها، وظائفه، وأنواعه، بالإضافة إلى ماهية الوساطة بالتركيز على تأصيلها التاريخي، أصناف الوساطة المالية، هذا بالإضافة إلى تفصيل كل أنشطة الوسيط المالي وخاصة النشاط الأصلي، والمتمثل في التداول على الأوراق المالية، وذلك بتعريفه، والإجراءات المتبعة خلال هذه العملية إلى غاية نقل ملكية الأوراق المالية، ثم الإشارة إلى مجمل الآثار المترتبة على أعمال الوساطة من حقوق والتزامات، ومسؤولية الوسيط في حالة مخالفته للقواعد القانونية والتنظيمية، وإن كانت دراسة الباحثة قد أشارت إلى بعض هذه الجوانب لكن باختصار، لأنها كانت مركزة أكثر على سلطة لجنة البورصة في ضبط السوق بمجمله. هذا بالإضافة إلى وجود اختلاف في بعض التشريعات محل مقارنة.

5- بوفامة سميرة، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة - دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه مقدمة لكلية الحقوق بجامعة الإخوة منتوري - قسنطينة، سنة 2017.

اتبعت الباحثة في دراستها للموضوع المنهج التحليلي والمنهج المقارن لإبراز أوجه الشبه والاختلاف بين التشريع الجزائري والتشريع الفرنسي، المصري والعراقي، وقد هدفت إلى معرفة تنظيم مهنة الوساطة المالية والضوابط القانونية للوسيط المالي وشروط اعتماده، بالإضافة إلى بيان الرقابة على الوسيط في عمليات البورصة والمسؤولية القانونية المترتبة عن المخالفات المرتكبة.

إن أهم النتائج التي توصلت إليها الباحثة من خلال دراستها تمثلت في كون معظم القوانين تتفق على الضرورة الحيوية للوسيط داخل بورصة القيم المنقولة، حيث يعد هذا الأخير القلب النابض لأغلب عمليات البورصة، وخاصة في إدخال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيها، وهو الأمر الذي تفتنت إليه لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بموجب النظام 01/12 المعدل للنظام العام للبورصة، كما يعد الوسيط في علاقته مع السوق في مركز منظم،

في حين أن علاقته مع المستثمر لم يحددها القانون بشكل حاسم، غير أن الفقه والقضاء يتفقان بأنها علاقة عقدية، وأن التكيف الأنسب للعلاقة بين الوسيط والعميل هي عقد مقاوله وليس عقد وكالة تسيير، كما نص عليه المشرع الجزائري، وأن من أهم حقوق الوسطاء حق احتكار نشاط الوساطة، وأن المشرع قد فتح المجال لحرية الاتفاق بين الوسيط والزيون، على الحق في العمولة، وإلغاء المشرع لأسلوب توظيف الأموال عن طريق السعي المصفاقي، فيما أغفل مسألة تنظيم صندوق لضمان التسويات، كم توصلت إلى وجود خلل كبير في كفاءة حقوق الدفاع أمام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، على عكس ما هو معمول به في التشريعات المقارنة، وأن المسؤولية المدنية للوسيط هي عقدية بالدرجة الأولى.

بالرغم من اشتراك الدراستين في جوانب عديدة بسبب تناولهما لنفس الموضوع إلا أنهما يختلفان من جوانب أخرى أولاها التشريعات محل مقارنة، حيث تطرقت الباحثة في مقارنتها إلى التشريع العراقي كذلك فيما تطرقت الدراسة الحالية إلى التشريع الأردني بالإضافة إلى التشريعين السعودي والكويتي في أغلب العناصر التي تحتاج للمقارنة.

وقد استهلّت الدراسة الحالية بالتطرق إلى ماهية سوق الأوراق المالية وهو أمر ضروري باعتبار أن نشاط الوسيط يتم داخل السوق وليس بمعزل عنها، وأن ممارسة نشاط الوساطة الغرض منه رفع كفاءة السوق لخدمة الاقتصاد، أضف إلى ذلك أن الوسيط يعد عضواً في السوق وليس متدخلًا فقط، كما هو الأمر بالنسبة للمستثمر، وبالتالي فإن له علاقة مباشرة مع شركة إدارة البورصة يتوجب توضيحها وتوضيح أهمية الشركة كذلك، والشيء نفسه بالنسبة للمؤتمن المركزي على السندات، أو ما يعرف بشركة المقاصة والتسوية أو مركز القيد، إذ يعد الوسيط عضواً من أعضائه وأن العديد من الأنشطة وخاصة عمليات التداول التي ينجزها الوسيط تكون بالتنسيق بينه وبين هذه الشركة لذا كان من الواجب إعطاء فكرة عنه.

كما تناولت الدراسة الحالية أمر في غاية الأهمية لم تشر إليه الباحثة في دراستها، وهو المنتجات المالية موضوع عمليات التداول في بورصة الأوراق المالي وهو أمر ضروري في مثل هذه الدراسات، وقد تبين من خلال دراستها أن هذه الأدوات المالية لم تعد محصورة في الأوراق التقليدية وإنما تعتمد أغلب التشريعات أدوات مستحدثة.

كما تناولت الدراسة الحالية ماهية الوساطة المالية، بالتركيز على التأصيل التاريخي للوساطة المالية حتى يمكن للباحثين التعرف على أصولها، ومن أين استمد اسم الوسيط المالي. كما تنفرد الدراسة الحالية بتناول دور الوسيط المالي في تكوين محافظ الأوراق المالية، باعتباره نشاط هام يسبق عملية الإدارة والتسيير، وتنفرد الدراسة الحالية كذلك بعدد كبير من الالتزامات المترتبة على عاتق الوسيط المالي لم تتناولها الباحثة في دراستها، مع أنها من أهم الالتزامات الواقعة على عاتق الوسيط المالي، سواء في مواجهة إدارة البورصة أو لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وكذلك في ما يخص التزامات الوسيط المالي في مواجهة العملاء.

كما انفردت الدراسة الحالية كذلك ببيان دور الوسيط المالي في السوق الأولية أي مرحلة إصدار الأوراق المالية، ولم يشر المشرع الجزائري لنشاط الوسيط في هذا المجال، باستثناء ما جاء في المادة 46 النظام رقم 01/12 المعدل والمتمم للنظام 03/97 المتعلق بالنظام العام للبورصة، التي جاء فيها بأنه: " يجب أن تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ذات نظام شركة أسهم، كما يجب عليها تعيين مستشار مرافق لمدة (5) سنوات يدعى الراعي في البورصة ويكلف بمساعدتها أثناء إصدار سنداتها في تحضير عملية القبول والتأكد باستمرار من أنها تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في مجال الإعلام".

كما تختلف الدراسات من حيث طريقة معالجة الموضوع، ومن حيث النتائج المتوصل إليها والاقتراحات المقدمة.

صعوبات الدراسة:

من الصعوبات التي واجهت هذه الدراسة هي قلة المراجع المتخصصة التي تعالج نظام الوساطة في بورصة الأوراق المالية، حيث أن معظم الدراسات المتوفرة تعنى بالجانب الاقتصادي فقط، وتركز على السوق بصفة أكثر، والشيء نفسه بالنسبة للدراسات القانونية المتوفرة، حيث أن أغلبها يتناول البورصة بصفة عامة.

تعذر الحصول على بعض النصوص التنظيمية والتعليمات الخاصة بالهيئات المنظمة للأسواق المالية في بعض التشريعات محل مقارنة.

كثرة التعديلات في نصوص قانون الأسواق المالية والنقدية الفرنسي، واعتماد نصوصه بكثرة على الإحالات إلى نصوص قانونية أو تعديلات جديدة، مما يستغرق وقتاً أطول في

الحصول على المعلومات الدقيقة من مصدرها، بدل الاعتماد على دراسات سابقة معظم النصوص التي ارتكزت عليها تم إلغائها أو تعديلها. والشيء نفسه بالنسبة للنصوص التنظيمية.

وعلى ضوء ما سبق ذكره فإن الإشكالية التي تدور حولها هذه الدراسة تكمن في: ما مدى كفاية وفاعلية الأحكام والضوابط المنظمة لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية في التشريع الجزائري موازاة بالتشريعات المقارنة؟

وللإجابة على هذه الإشكالية يقتضي بنا الأمر الإجابة على بعض التساؤلات الفرعية قصد الإلمام بجميع جوانب الموضوع، والمتمثلة في:

- ماهية بورصة الأوراق المالية؟

- ماهية الوساطة في بورصة الأوراق المالية وشروط مزاولتها؟

- فيما تتمثل الأعمال التي يمارسها الوسيط في بورصة الأوراق المالية؟

- ما هي التزامات وحقوق الوسيط في بورصة الأوراق المالية؟

- ما طبيعة المسؤولية المترتبة على عاتق وسيط بورصة الأوراق المالية عقب أداء مهامه بالمخالفة لقواعد السوق؟

منهجية الدراسة:

للإجابة على هذه الإشكالية تم الاعتماد على جملة من المناهج: تمثلت في المنهج التاريخي للبحث عن الأصول التاريخية لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية ومراحل تطورها، والمنهج الوصفي عند التطرق لمختلف الأجهزة والمتدخلين في بورصة الأوراق المالية، وبالخصوص الوسطاء الماليين، ثم المنهج التحليلي الاستقرائي من خلال تحليل ونقد مختلف النصوص التشريعية التي تنظم وسطاء بورصة الأوراق المالية، شروط مزاولتهم لأنشطتهم، التزاماتهم المتعددة وحقوقهم، وما يترتب عليهم من مسؤوليات في حال مخالفتهم لقواعد السوق. هذا بالإضافة إلى استعمال المنهج المقارن أثناء عملية المقارنة بين مضامين مجمل النصوص القانونية والتنظيمية لمختلف التشريعات محل مقارنة.

وبناء على ما سبق ذكره فإن دراسة هذا الموضوع تستدعي معالجته ضمن خطة مزدوجة، تستهل بفصل تمهيدي حول ماهية بورصة الأوراق المالية كنظام متكامل ينشط ضمنها الوسيط المالي، وهذا قبل الدخول في لب الموضوع، ثم باب أول يعالج خصوصيات الوساطة في بورصة الأوراق المالية كنشاط مقيد، حيث يقسم إلى فصلين:

فصل أول يتناول ماهية الوساطة كنشاط مقيد في بورصة الأوراق المالية، وفصل ثان يتضمن نشاط الوسيط في بورصة الأوراق المالية.

بعدها يأتي باب ثان يعالج الأحكام المترتبة على أعمال وسيط.ب.أ.م ومسؤوليته عقب أداء مهامه بالمخالفة لقواعد السوق، ويقسم كذلك إلى فصلين:

فصل أول يتم التطرق فيه إلى الأحكام المترتبة على أعمال وسيط.ب.أ.م، فيما يخص فصل ثان لتناول مسؤولية و.ب.أ.م عقب أداء مهامه بالمخالفة لقواعد السوق.

الفصل التمهيدي :

ماهية بورصة الأوراق المالية كنظام متكامل
ينشط ضمنها الوسيط المالي.

تحتل بورصة الأوراق المالية مكانة مميزة في الاقتصاد الرأسمالي، وتعتبر من دعائمه الأساسية وتجسيدا لمبدأ من مبادئ الفكر الاقتصادي الغربي وهو مبدأ الحرية الاقتصادية، وذلك من خلال دورها المهم في أداء الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض وتبحث عن مجالات للاستثمار، والفئات التي تعاني عجز مالي وتبحث عن التمويل.

إذاً فالمكانة الهامة لبورصة الأوراق المالية جعلتها تحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار، نظراً لدورها الاستراتيجي في عملية التنمية الاقتصادية، وباعتبار أن موضوعنا الأساسي والذي هو الوساطة في سوق الأوراق المالية، يعد أحد أهم أقطاب هذه السوق فإنه يستوجب منا تسليط الضوء على أهم جوانبها، نظراً لتكامل وترابط كل عناصر السوق مع بعضها البعض، بحيث أن دراسة أي عنصر منها لا يكتمل وضوحه في حالة التطرق إليه بمعزل عن بقية العناصر الأخرى.

وبناءً على ما سبق فإن هذا الفصل سيخصص لتوضيح بعض المفاهيم والمراحل والتطورات، التي مرت بها البورصة كمجال لنشاط الوساطة المالية التي كانت ومازالت أحد أهم محاورها. كذلك أهمية هذه السوق ومختلف أصنافها، والوظائف التي تؤديها خدمة لاقتصاديات الدول بالإضافة إلى ما تتميز به من خصائص، على أن يكون ذلك في مبحث أول، وسيخصص مبحث ثانٍ لدراسة جزئية جد هامة في مسار بورصة الأوراق المالية وهي إطار عمل البورصة (آلية سيرها).

المبحث الأول: مدخل إلى البورصة.

البورصة ذلك السوق المتميز الذي اشتهرت به الدول الأوروبية قبل أن تعرفه باقي القارات، وبعدها انتشرت في معظم الدول حتى النامية منها، وهذا نظراً لما تقدمه من خدمات لاقتصاديات الدول، وعلى هذا الأساس ستهتم هذه الدراسة بالتركيز على البعض من جوانبه من خلال هذا المبحث، من أجل إعطاء فكرة عامة حول هذا السوق لضبط مفهوم البورصة وتأصيلها في مطلب أول، كما ستبرز أهمية البورصة وأنواعها بالتركيز على مختلف أصناف الأسواق المالية في مطلب ثاني، ثم في الأخير يتم التطرق إلى مختلف الوظائف التي تؤديها البورصة بالإضافة إلى الخصائص التي تتمتع بها في مطلب ثالث.

المطلب الأول: ضبط مفهوم بورصة الأوراق المالية وتأصيلها.

إن الإهتمام الزائد ببورصة الأوراق المالية بإعتبارها سوقاً من الأسواق المالية، من قبل فئات مختلفة نظراً لقيمتها البالغة داخل المجتمعات، وعلى وجه الخصوص في الدول المتقدمة، أين كانت انطلاقتها، جعلهم يصطلحون عليها تسميات مختلفة، كما عرفوها من أوجه متعددة، كل حسب الزاوية التي ينظر منها إلى هذه السوق، وهو ما سنتعرض إليه ضمن هذا المطلب، دون أن نهمل البعد التاريخي للبورصة، حيث سنركز على أصل كلمة البورصة لغويًا وتاريخيًا، على أن يكون ذلك وفقاً لما يلي:

الفرع الأول: ضبط مفهوم بورصة الأوراق المالية.

إن الحديث عن مفهوم بورصة الأوراق المالية في المجال القانوني يقتضي من الباحث التطرق إلى بعض المفاهيم الأخرى والتي هي ذات ارتباط وثيق مع البورصة من حيث الوظيفة والتسمية المركبة من مصطلحات متعددة ومتشابهة... إلخ، مما قد يؤدي إلى الخلط بين المفاهيم وهذا الأمر من شأنه أن يصعب من فهم الموضوع لدى القارئ غير المختص، وبناء على ما سبق سنحاول التعريف بموضوع بورصة الأوراق المالية مع الإشارة إلى بعض المفاهيم التي تتقاطع معها في التسمية والوظيفة.

أولاً: تعدد المصطلحات المستعملة للدلالة على بورصة الأوراق المالية.

بورصة الأوراق المالية (*Stock Exchange*) هو المصطلح الشائع عند جميع الباحثين، كما يعبر عنها الاقتصاديون بسوق الأوراق المالية (*Securities market*)، في حين يسميها البعض

بسوق رأس المال (*Capital Market*)، والاصطلاح بهذا المعنى الأخير يكون أوسع وأشمل لمعنى بورصة الأوراق المالية ذاته، وهناك من يطلق على بورصة الأوراق المالية بسوق الأسهم وهذه التسمية ضيقة لأنها لا تشمل الأوراق المالية المستحدثة، بل تنحصر في الأوراق المالية التقليدية فقط¹. وبالرجوع إلى التقسيم المعتمد في تحديد أقسام سوق المال (*Financial market*)، هذا الأخير فقط الذي يعد الجامع لكل التسميات السابقة، فداخل أي سوق مالي نميز وجود سوقين:

سوق النقد: (*Money Market*) تختص بتداول وسائل الائتمان القصيرة الأجل² وبآلية تدفقاتها، وهي تعنى خاصة بحركة رأس المال الدائر ولا سيما للمصالح الصغيرة، وبالقروض الشخصية وبالحوالات المقبولة من المصارف³، الأوراق التجارية⁴، شهادات الإيداع، أذونات الخزينة⁵ وما شابه ذلك.

وسوق أخرى تسمى **سوق رأس المال** تخص المعاملات المالية المتوسطة والطويلة الأجل (أسهم، سندات...) ⁶، ويعمل في هذه السوق بنوك الاستثمار وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق المعاش والادخار، وذلك حينما تقوم تلك الجهات بإقراض الغير بنفسها⁷. ومن أهم تقسيمات السوق المالي نجد:

- يقسم البعض سوق المال إلى ثلاثة أسواق لكل منها خصائصها وسياستها⁸ وهي:

¹ - نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف، 2015، ص 2.

² - " le marché monétaire est un marché financier sur lequel seuls les instruments à court terme (dont l'échéance originelle est inférieure à un an) sont échangés", Frederic Mishkin et autres, Monnaie, banque et marchés financiers, 9eme edition, nouveaux horizons, paris, 2010, p 35.

³ - ميسون على حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية (تأطير نظري)، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بابل، العراق، المجلد 21، العدد الأول، 2013، ص 66.

⁴ - " **les billets de trésorerie** constituent une alternative au financement bancaire...", Amélie charles, Etienne redor, le financement des entreprises, Economica, paris, sans date, p 104.

⁵ - " ... les établissements de crédit peuvent émettre à court terme **des certificats de dépôt** (cd) et l'état et les collectivités locales peuvent émettre **des bons du trésor négociables**..."Ibd, p 118.

⁶ - " les instruments du marché de capitaux sont les actions et les titres de dette de maturité supérieur à un an...", Frederic Mishkin et autres, op.cit, p 39.

⁷ - عاطف وليم أندروس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، د ط، 2005، ص 4. كذلك وليد مروان عليان، أثر استخدام المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، مذكرة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2009، ص ص 15، 16.

⁸ - عاطف وليم أندروس، مرجع سابق، ص 3.

سوق النقد، سوق رأس المال وسوق الأوراق المالية، مع الأخذ بعين الاعتبار أن بعض المؤسسات المالية يدخل نشاطها تحت سقف أكثر من نوع واحد من تلك الأسواق، وبالتالي ارتباط هذه الأخيرة نتيجة اعتماد إحداها على مؤسسات السوق الأخرى.

- أما التقسيم الثاني لسوق المال فيعتمد سوقين فقط، وهما سوق النقد وسوق رأس المال وينقسم الأخير بدوره إلى سوق رأس المال الذي تتم فيه العمليات من غير اعتماد الأوراق المالية (بمعنى أنه يعتمد على الاقراض المباشر؛ كالقروض لأجل أو الرهن العقاري... إلخ)، وسوق الأوراق المالية (بورصة الأوراق المالية)¹.

فالسوق المالي إذا هو السوق الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية ومشتري تلك الأوراق، أي السوق الذي يتم فيه إصدار ومفاوضات المنتجات المالية القصيرة الأجل والمنتجات الطويلة الأجل، لذلك يصنف هذا السوق عموماً على أساس نوع الأدوات المالية المتداولة فيه إلى أسواق قصيرة الأجل (السوق النقدي) وأسواق طويلة الأجل (سوق رأس المال).

إذا فالسوق المالي يعتبر همزة وصل بين مجموعتين من الأعوان الاقتصاديين: أحدهما تملك فوائض ادخارية وموارد مالية مؤهلة للتوظيف، وأخرى تعاني من عجز مالي في تمويل مشاريعها الاستثمارية، ويتم الاتصال بين هاتين المجموعتين إما بطريقة مباشرة عن طريق سوق رأس المال وإما بطريقة غير مباشرة حيث تكون بواسطة البنوك والمؤسسات المالية (الوسطاء الماليين وهو موضوع البحث والدراسة).

إذا بناء على ما سبق ذكره يمكننا القول أن سوق الأوراق المالية أو ما يعرف ببورصة الأوراق المالية هي جزء لا يتجزأ من سوق المال. وعلى هذا الأساس وبعد اتضاح الأمور وقدرة التمييز والتفريق بين مصطلحات سوق المال سنتولى التعريف بسوق الأوراق المالية.

¹ - عاطف وليم أندروس، مرجع سابق، ص 3.

ثانياً: البورصة في الاشتقاق اللغوي.

تعد كلمة بورصة مصطلح دخيل على اللغة العربية إذ أن أصلها مشتق من الكلمة اللاتينية "bursa" وتعني الحقيبة¹ أو كيس النقود²، ويعود سبب اصطلاح هذا اللفظ على السوق المالي الذي تعقد فيه صفقات التجار الذين كانوا يأتون إلى فندق مخصص لذلك وهم يحملون نقودهم في أكياس³، كما يقال أنها مقتبسة من اسم العائلة "vander bursen" المالكة للفندق الذي كان يجتمع فيه التجار في القرن الخامس عشر ميلادي في مدينة بروج "Bruges" البلجيكية لإبرام الصفقات، والتي كانت تمتهن الصيرفة وشعارها ثلاثة أكياس من النقود على واجهة الفندق⁴.

ثالثاً: تعريف بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية.

تعرف بورصة القيم المنقولة في مجال الشريعة الإسلامية بأنها: " ذلك المكان الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين الفاض بصورة منظمة ومراقبة وعلى أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل استثمار الأموال في إطار شرعي"⁵.

كما عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه: " السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة

¹ - نزهان محمد سهو، محمد جميل عمر، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 26، العدد الثاني، 2010، ص 655.

² - محمد عثمان شبير، المعاملات الإسلامية المعاصرة في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، دار النفائس، الأردن، 1998، ص 162. كذلك محمد أحمد حلمي الطوابي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 10.

³ - محمد حسن عبد المجيد الحداد، السمسرة في سوق الأوراق المالية بين القانون المصري والقوانين العربية، د.ط، دار الكتب القانونية- دار شتات للنشر والبرمجيات، مصر- الإمارات، 2012، ص 107. كذلك شعبان محمد إسلام البراوري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، الطبعة الأولى، دار الفكر بدمشق، 2002 ص 24.

⁴ - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 10.

⁵ - مفتاح صالح، سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 13، 2013، ص ص 271، 272.

الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة وبيع الغرر... وغيرها، أي أنه سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين¹.

وجاء في تعريف آخر بأنها: " سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعا وشراءً لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة"، وتعرف كذلك بأنها: " سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية"².

باستقراء التعاريف السابقة نستشف أن سوق القيم المنقولة وفقا للمفهوم الإسلامي لا يختلف كثيرا عن المفاهيم الأخرى لأن الهدف واحد، وهو جلب المدخرات واستثمارها في شكل أسلوب تمويلي للمشاريع التي تعاني عجزا ماليا.

في حين أن المفهوم الإسلامي يعتمد أدوات مالية تتوافق والشريعة الإسلامية من حيث الإصدار، ويكون تداولها بعيدا عن المقامرة وبيع الغرر، الربا، الاحتكار وأي تعامل يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي هنا يمكن القول مثلا أن التعامل بالسندات غير جائز لاشتمالها على الفائدة الربوية.

¹ - بوعبد الله علي، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمي، الموقع الإلكتروني: <http://giem.kantakji.com> ، تاريخ الزيارة 2017/07/05. كذلك نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2001-2015)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة بسكرة، 2015، ص ص 155، 156.

² - كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، 2014، ص 9.

هذا بالإضافة إلى أن سوق القيم المنقولة في الشريعة الإسلامية يختص بالرقابة والإشراف عليها مستشارين شرعيين وخبراء متخصصين في مجال المعاملات الشرعية.

غير أن هناك اختلاف من حيث النتيجة مع المفاهيم الأخرى لسوق الأوراق المالية، حيث أن السوق المالية الإسلامية تساهم مساهمة فعلية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية خاصة في البلدان الإسلامية، وذلك من خلال تركيزها على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي¹.

رابعاً: التعريف الاقتصادي لبورصة الأوراق المالية.

للبورصة تعريفات متعددة من منظور الاصطلاح الاقتصادي وذلك لاعتبارات مختلفة، عرفت في البعض منها بأنها: "سوق منظمة للتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في البورصة، وتحدد فيها الأسعار وفقاً لمقتضيات العرض والطلب"².

كذلك عرفت بأنها: "إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية حيث تلعب دوراً أساسياً في تطوير وتنظيم أساليب المشروعات، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة، وذلك من خلال شراء الأفراد والشركات لما يتم تداوله في هذه السوق من أسهم وسندات"³.

وهناك من يعرفها بأنها: "سوق تُتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، سواء في شكلها التقليدي، أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة، وهي بذلك توفر المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات والمعاملات بيعاً وشراءً بسهولة وسرعة وبأسر، حيث أن فاعلية البورصة تقاس بعدة مقاييس، أهمها: مقاييس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات، مقياس الدقة والصحة

¹ - كتاف شافية، مرجع سابق، ص 10.

² - نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، جامعة حسنية بن بوعلي بالشلف، المجلد الخامس، العدد العشر، 2013، ص 122.

³ - عابد فضيلة، أنس مملوك، تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار (دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 36، العدد 5، 2014، ص 338.

وعدم حدوث الخطأ؛ مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري"¹.

ومنهم من يعرفها بأنها: "آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات التي تعاني من العجز المالي"².

وتعرفها المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي من خلال دراسة أجريت على الدور التنموي للبورصة بأنها: "السوق الذي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، بحيث تشكل القنوات الرئيسية التي يناسب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد"³.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أنها متقاربة إلى حد كبير وتتمحور كلها حول فكرة عامة وهي أن سوق الأوراق المالية متميزة عن الأسواق الأخرى في كونها أكثر تنظيماً وفعالية في تحقيق التنمية الاقتصادية وأن أهم عناصرها هي:

- مكان التعامل محدد هو (البورصة).
- أن التعامل فيها يكون بالقيم المنقولة.
- آلية العرض والطلب هي المعيار المحدد لتسعيرة القيم المنقولة المتعامل فيها.
- ضبط التعامل في القيم المنقولة داخل السوق يكون عن طريق التنظيم.
- عنصر السيولة وهو أهم عناصرها، حيث تعد البورصة قناة لتجميع المدخرات وتوجيهها بما يحقق النمو الاقتصادي. فخاصية السيولة إذا تعد أهم المؤثرات المساعدة على جذب المستثمرين، إيماناً منهم بإمكانية التخلص من الأوراق المالية متى أرادوا ذلك.

¹ - حريزي رابع، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، دار بلقيس، الجزائر، د. ت، ص 30.

² - سميرة عبد الله مصطفى، الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية العراقية (دراسة مقارنة)، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كربلاء، دون تاريخ، دون عدد، ص 756.

³ - شعبان محمد إسلام البراوري، مرجع سابق، ص 31.

إذا بناءً على ما سبق ووفقاً للمفهوم الاقتصادي فإن سوق الأوراق المالية عبارة عن مكان لتداول الأوراق المالية التقليدية والمستحدثة، وبالتالي تكون هذه السوق حيزاً لالتقاء رغبات البائع والمشتري ومن ثم تتحدد الأسعار وفقاً لقانون العرض والطلب.

خامساً: التعريف الفقهي لبورصة الأوراق المالية.

تعرف البورصة بأنها: "سوق منظمة لرأس المال يتولى إدارتها والإشراف عليها مجلس إدارة يضع لها القواعد التي يجب أن يحترمها المتعاملون فيها، ولا تعتبر العمليات التي تعقد في البورصة صحيحة إلا إذا استوفت الشروط والأوضاع التي تتطلبها قواعد البورصة" وفي تعريف آخر: "هو المكان المخصص لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين وممارسين، وتحكمهم تشريعات ولوائح معينة، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف والرقابة على تنفيذ هذه التشريعات واللوائح، ويتم التداول في أوقات معينة"¹.

كما تعرف بأنها: "سوق منظمة لتداول الأوراق المالية ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات"².

وعرفت أيضاً بأنها: "سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين، أعراف وتقاليد، ينشط فيها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار، والناشدون للاستفادة من تقلبات الأسعار. تتعقد جلساتها في المقصورة يومياً حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين"³.

¹ - سويلم بن عبد الله حمد السويلم، جرائم الوسطاء الماليين وعقوباتها في السوق المالية السعودي (دراسة تأصيلية مقارنة)، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا قسم العدالة الجنائية، جامعة نايف للعلوم الأمنية، الرياض، 2013، ص 27، 28.

² - نورين بومدين، مرجع سابق، ص 122.

³ - محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية)، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس بسطيف، 2013، ص 15.

وهناك من يعرفها بأنها: " سوق منظمة وفقاً لقوانين ولوائح مُحددة وتحت إشراف جهة رقابية، يتم التعامل فيها بطريقة علنية في الأوراق المالية التي سبق إصدارها وقيدت بداولها بيعاً وشراءً بأسلوب المزايدة عن طريق وسطاء مرخصين بالتعامل في هذه السوق"¹.

وجاء في تعريف آخر بأنها: " اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق لتنفيذ أوامر عملائهم المتلقاة قبل وأثناء فترة العمل. فسوق التداول تنظم يتم من خلاله التقاء العرض والطلب بأي وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في أوراق مالية معينة تتوفر فيها شروط محددة وفقاً لقواعد ونظم معينة تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس صحيحة"².

باستقراء مختلف التعاريف السابقة باستثناء الأخير، نجدها تقصر التعامل في البورصة على الطريقة التقليدية، وهي الحضور داخل المقصورة قصد التداول في القيم المنقولة، وبالتالي إهمالها للتطور الحديث في مجال الاتصالات، والذي أصبح التداول في البورصة بفضل ممكناً وإن كان ذلك في دولة أخرى. حيث تعرف هذه الظاهرة السابقة الذكر بالعمولة أو الكونية التي أفرزتها التطورات التكنولوجية الحديثة في مجال الاتصالات³.

كما أنه يمكن الإشارة إلى أن التعريف الأول ينص على البورصة بصفة عامة، وليس سوق القيم المنقولة، بالإضافة إلى ذلك فالتعريف لم يحدد صفة المتعاملين في البورصة، لأن هناك من يعتبر المستثمرين (المدخرين) من المتعاملين في البورصة، كذلك التعريف لم يشر إلى أهم ركن من أركان سوق القيم المنقولة ومحور التداول فيها وهم الوسطاء الماليين، وتصدق الملاحظتان الأخيرتان على التعريف الثالث.

¹ - خالد أحمد سيف شعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، د. ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2015، ص 15. كذلك محمد عدنان بن الضيف، عبير مزغيش، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق، مجلة الحقوق والحريات، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، العدد الثالث، ديسمبر 2016، ص 205.

² - خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج 2، د. ط، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص 54.

³ - فضل الله محمد سلطح، العمولة السياسية، إنعكاساتها - وكيفية التعامل معها، الطبعة الأولى، مكتبة بستان المعرفة، الإسكندرية، د. سنة، ص 16. كذلك سليمان بن صالح الخراشي، العمولة، الطبعة الأولى، دار بلنسية، الرياض، 1420هـ، ص 8. كذلك عبد الكريم بكار، العمولة، الطبعة الثالثة، دار الأعلام، الأردن، 2013، ص 11.

وتجدر الإشارة أن تداول الأوراق المالية في بورصة القيم المنقولة ليس على إطلاقه كما جاء في التعريف الثاني والثالث، وإنما هي عملية مقصورة على الأوراق المالية التي سبق وأن قيدت في هذه السوق فقط .

أما التعريف الرابع فقد جعل من المستثمرين نشطاء في سوق الأوراق المالية "... ينشط فيها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار..."، وهو ما تحظره معظم التشريعات حالياً، كما حصر هذا التعريف عمليات التداول في الأسهم والسندات فقط دون المشتقات، هذه الأخيرة التي تعد أوراقاً مالية حديثة ساد استعمالها مؤخراً في بورصات الأوراق المالية.

وبهذا يمكن الإشارة إلى أن التعريف الأخير يكون أشمل لكامل الأركان التي تقوم عليها بورصة الأوراق المالية.

سادساً: التعريف التشريعي لبورصة الأوراق المالية.

على خلاف الاصطلاح الاقتصادي لتعريف سوق الأوراق المالية، بما في ذلك التعاريف الفقهية، فإن بعض التشريعات قدمت تعاريف أيضاً، لكن لم تتطرق إلى بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة وإنما عرفت البورصة بصفة عامة، وإن كان أن الأغلبية يصطلحون على سوق الأوراق المالية بالبورصة كما سبق التطرق إليه.

وعلى هذا الأساس سوف نتطرق لبعض هذه التعريفات وفي الأخير نبين موقف المشرع الجزائري من ذلك، على أن تكون البداية مع المشرع الفرنسي الذي يرى من خلال نص المادة 71 من قانون التجارة الفرنسي بأن البورصة هي: "مجتمع التجار وأرباب السفن والسماسة والوكلاء بالعمولة تحت رعاية الحكومة، واعتبارها من النظم الاقتصادية اللازمة لكل دولة متمدنة، فهي للتجار أساس تحديد الأسعار وكميات العرض والطلب، ويمكن بواسطة البورصات جس نبض السوق، والاحتراس من الوقوع في الأزمات"¹.

في حين أن بعض التشريعات الأخرى لم تعرف البورصة على غرار المشرع المصري، فبالنظر في القانون التجاري المصري رقم 18 لسنة 1999 أو حتى في قانون سوق الأوراق

¹ - راجع نشرة التوعية التي يصدرها معهد الدراسات المصرفية الكويتي، تحت عنوان البورصة، العدد الخامس، يونيو - يوليو 2010.

المالية رقم 95 لسنة 1992 فإننا لا نجد أي تعريف للبورصة، والشيء نفسه بالنسبة للمشرع الأردني حيث لم يقدم تعريفا لسوق الأوراق المالية سواء في القانون رقم 18 لسنة 2017 والمتعلق بالأوراق المالية ولا حتى في قانون التجارة رقم 12 لسنة 1966 المعدل.

كما لم يتناول المشرع السعودي ذكر البورصة نهائيا في القانون التجاري، في حين أشار بموجب نص المادة 20 من الفصل الثالث من نظام السوق المالية إلى إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية بالمملكة¹.

أما المشرع الكويتي فقد خالف التشريعات العربية السابقة الذكر، حيث أعطى تعريفا لبورصة الأوراق المالية بموجب نص المادة 31 من الفصل الثالث المتعلق ببورصة الأوراق المالية من القانون رقم 7 لسنة 2010 المتعلق بإنشاء هيئة أسواق المال²، حيث جاء فيها أنه: " يقصد ببورصة أوراق مالية السوق المخصص للتوفيق بين عروض البيع وطلبات الشراء في الأوراق المالية ويتبع الإجراءات الخاصة بالتداول ويؤدي الوظائف المعتاد أداؤها من قبل الأسواق المالية".

أما عن المشرع الجزائري فباستقراء أحكام المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة³، يتضح أن المشرع أعطى تعريفاً لسوق الأوراق المالية جاء في حيثياته بأنه: " تعد بورصة القيم المنقولة إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم".

¹ - نصت المادة 20 بنداً من نظام السوق المالية للمملكة السعودية بأنه: " تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى " السوق المالية السعودية " وتكون صفتها النظامية شركة مساهمة وفقاً لأحكام هذا النظام. وتكون هذه السوق هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة"، نظام السوق المالية للمملكة العربية السعودية، الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم م/30، بتاريخ 2003/03/4. أنظر الموقع الإلكتروني لهيئة السوق المالية السعودية: <https://cma.org.sa> زيارة بتاريخ 2017/09/08.

² - القانون رقم 7 لسنة 2010، المتعلق بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، الصادر بتاريخ 21 فبراير 2010، المعدل بموجب القانون 108 لسنة 2014 والقانون رقم 22 لسنة 2015، الجريدة الرسمية الكويتية الصادرة بتاريخ 28 فبراير 2010.

³ - المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر، رقم 34، الصادرة في 23 ماي 1993.

تعقيباً على ما سبق يمكن القول أن هناك العديد من التعاريف الفقهيّة والاقتصاديّة التي وإن لم تكن قد عرفت بورصة الأوراق المالية تعريفاً كافياً وافياً، إلا أنها ركزت على أهم الزوايا التي تبرز للباحث أو حتى كل من يريد أن يطلع على هذا السوق؛ فكرة موسعة عن هذا النوع من الأسواق وما يميزه عن غيره من الأسواق الأخرى، ولذلك كان من الأجدر بالمشرع الجزائري عدم إعطاء تعريف للبورصة وترك الأمر للفقهاء على غرار ما فعله المشرع المصري، المشرع الأردني، المشرع السعودي.

الفرع الثاني: البعد التاريخي لبورصة الأوراق المالية.

إن تحديد تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية بالتدقيق يعد أمراً صعباً للغاية، وبالتالي فإن كل الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع تعد تقريبية، وهو ما من شأنه تسجيل فروقات بين الأبحاث في تحديد تلك الفترة. بالإضافة إلى ذلك فإن نشأة الأسواق المالية وتطورها كان نتيجة حتمية للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة للمجتمعات التي وجدت بها ولم يكن من قبيل الصدفة، إلى جانب ظهور شركات المساهمة والتزامها بمشاريع ضخمة مما حتم عليها اللجوء إلى الاقتراض من أصحاب المدخرات الفائضة، كذلك إقبال الحكومات على الاستدانة لتنفيذ مخططاتها الاقتصادية تلبية لحاجيات السكان المتزايدة، وقد ساعد في ذلك التطور العلمي.

أولاً: نشأة بورصة الأوراق المالية.

يمكن القول بأن البورصات وليدة الأسواق التي كانت تعقد منذ القدم لتبادل الحاصلات والمنتجات، إذ يذكر معظم الدارسين لهذا الموضوع أن أول من عرف الأسواق المالية هم الرومان، ويعود ذلك بالتقريب إلى القرن الخامس قبل الميلاد حيث قاموا بإنشاء ما يعرف بـ : " *Mercatorium Collegium* " إذ تشبه هذه الأسواق إلى حد بعيد بعض بورصات التجارة في العصر الحالي من حيث الأنشطة التي تزاول فيها¹، كما أنشأ اليونانيون في أثينا القديمة السوق العظيمة المسماة بـ : " *Emporium* " ²، غير أن أصل كلمة بورصة كما سبق القول يعود إلى

¹ - مناصرية خولة، أثر السياسات المالية على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة حالة الأردن خلال الفترة 1990-2014)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2016، ص 98.

² - سويلم بن عبد الله حمد السويلم، مرجع سابق، ص 33. كذلك خليل الهندي، أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 55.

اسم العائلة البلجيكية " فاندر بورص " التي كانت تعمل في المجال البنكي بمدينة (بروج)، حيث اشتهرت عن أفراد عائلتها بتوارث أعمال الصرافة والوساطة والسمسرة لنزلاء فندقها وذلك في القرن الرابع عشر وحتى منتصف القرن الخامس عشر¹، والتي كان فندقها مكانا لالتقاء التجار المحليين قبل أن يذاع صيتها وتتحول بلاد (الفلندر) الشهيرة ببلاد (الفلامينك) إلى وجهة لبيوت التجارة والصرافة الإيطالية. حيث أقاموا مستعمرات هناك بعد أن أصبحت المكان المرغوب فيه من جانب الإيطاليين وصارت مهبط التجار ورجال الأعمال من كل صوب²، وقد احتلت مدينة (بروج) البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر ميلادي مركز الصدارة فيما يتعلق بالمال والتجارة، ومن أجل تسهيل عمليات الاتصال بين البائع والشاري ازداد عدد الوسطاء بشكل كبير، وتحددت أسعار العملات وفقا لغزارتها أو نذرتها وكذلك وفقا للتغيرات الحاصلة أو الطارئة على العملات المحلية والأجنبية. غير أنه وفي أواخر القرن الخامس عشر فقدت مدينة (بروج) البلجيكية الدور الريادي الذي لعبته³، وهذا بعد إنشاء أول مبنى للتجار والذي عرف باسم البورصة في مدينة (أنفرس) " Anvers " شمال بلجيكا سنة 1460م⁴، حيث كان هذا المبنى أول مكان ينشر فيه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول وكان ذلك سنة 1592م⁵، ثم توالى البورصات في الظهور على المستوى الدولي.

إذ أنشئت بورصة (ليون) في عام 1554م، وفي (أمستردام) أنشئت البورصة مع تأسيس شركة الهند الشرقية عام 1602م، حيث أن هذه الشركة تماثل شركات المساهمة حاليا،

1 - سويلم عبد الله حمد السويلم، مرجع سابق، ص 35.

2 - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجرية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2012، ص 77.

3 - نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، د. ط، الإسكندرية، 2012، ص 17.

4 - فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر- واقع وآفاق، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2003، ص 26.

5 - نورين بومدين، مرجع سابق، ص 8.

ثم أنشئت بورصة (لندن) في عام 1666 وفي (باريس) عام 1808م¹، في حين أنشئت بورصة (وول ستريت) في (أمريكا) عام 1821².

أما في العالم العربي فقد ظهرت أول بورصة في مدينة الإسكندرية سنة 1883م تلتها بورصة القاهرة سنة 1898م، كما تعتبر بورصة بيروت ثاني أقدم سوق مالية في العالم العربي، حيث أنشئت سنة 1920م تحت سلطة الائتلاف الفرنسي، شملت حوالي خمسين شركة في أوائل الخمسينات لتعد بذلك من أفضل الأسواق في المنطقة، لتتراجع مع اندلاع الأحداث اللبنانية سنة 1975م³، لتبرز سوق مالية أخرى في المنطقة بعد منتصف القرن العشرين، وذلك عقب تطور سوق "الجت" بالكويت حيث كان التجار يلتقون به لعقد الصفقات التجارية، أين انتشرت حوله مكاتب السمسرة لتداول الأوراق المالية⁴، ثم ظهرت أسهم الشركات الكويتية المساهمة على غرار بنك الكويت الوطني، شركة السنما الكويتية وكذلك شركة الخطوط الجوية في الخمسينات، إلى أن أفتتح أول مقر للبورصة الكويتية في شباط من عام 1972 في المنطقة التجارية العاشرة⁵، بعدها تم إنشاء سوق عمان للأوراق المالية عام 1976م بالأردن⁶، كما ظهرت في نفس الفترة سوق الأسهم السعودي عندما تزايد عدد شركات المساهمة، حيث نشأت سوق غير منظمة يديرها سماسرة للأوراق المالية يمارسون نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم

¹ - "... La première notion de bourse émane de la place d'Anvers en 1531, tandis que Paris crée une "place commune des marchands" en 1563, et Londres le "Royal Exchange" en 1571. C'est également Anvers qui met au point la première cote en publiant la liste des différents cours pratiqués. En 1700, Amsterdam cote les actions de la Compagnie des Indes Orientales et présente les trois conditions réunies d'un marché international, à savoir une monnaie incontestée (le florin d'or), une prospérité économique notable et une organisation bancaire puissante, a Paris, le 24 septembre 1724, un édit royal institue légalement la Bourse de Paris et lui impose une réglementation ; le marché est alors ouvert de 10 à 12 heures. Le 30 mars 1774, cette bourse de commerce est décomposée en deux segments, la bourse de marchandises d'une part, et la bourse des valeurs d'autre part", Catherine Laurent Karyotis, EFFICIENCE TECHNIQUE D'UN SYSTEME DE REGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES, Thèse doctorat, faculté de Sciences de Gestion, UNIVERSITE PARIS XII – VAL DE MARNE, 2004, p 29.

² - ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضير، المتاجرة بالهامش في سوق الأوراق المالية (دراسة فقهية)، مذكرة ماجستير، كلية الشريعة، قسم الفقه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1429هـ، ص 25. كذلك سويلم عبد الله حمد السويلم، مرجع سابق، ص 25.

³ - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 81.

⁴ - مظهر فرغلي علي محمد، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال (جرائم البورصة)، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية القاهرة، 2002، ص 25.

⁵ - بدر سعد المطيري، الآثار المتوقعة لتطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على استقرار السوق المالي في دولة الكويت، مذكرة ماجستير، كلية الأعمال، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2011، ص ص 118، 119.

⁶ - مظهر فرغلي علي محمد، مرجع سابق، ص 25.

أين نشأت الممارسات غير المشروعة لعدم وجود الخبرة وغياب أسس لإدارة السوق، الأمر الذي استدعى صدور مرسوم ملكي لتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية ابتداءً من 1984/11/23¹، ثم توالى البورصات في الظهور بباقي الدول العربية الأخرى ومن بينها الجزائر، التي تأسست بها البورصة بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

ثانياً: تطور بورصة الأوراق المالية.

من الجدير بالذكر التنويه بأن بورصات الأوراق المالية كانت في البداية إلى جانب بورصات البضائع، حيث أنه ونتيجة لكبر حجم الإنتاج، وازدياد حجم التبادل التجاري؛ ظهرت الأسواق المتخصصة، كأسواق المواد الغذائية، أسواق السلع المعمرة، أسواق الذهب، ثم ظهرت بعد ذلك الأسواق المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية²، وهو ما يفسر أن الأسواق المالية سابقاً كانت معاملاتها تتسم بالعمومية، أي أن البورصة هي سوق لكل أنواع السلع.

إذا يمكن القول أن الأسواق المالية كانت بدايتها من أسواق البضائع، ثم تطورت تبعا للتطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وما استتبع ذلك من وجود أسواق عالمية للتجار بمختلف الحاصلات، مما أدى إلى ظهور عملاء مضاربين في مختلف هذه السلع المعروضة للبيع، وبالتالي فهم يتحملون مخاطر تقلب الأسواق، كما ساهم الصيرفيون في مساعدة التجار مستخدمين في معاملاتهم الأوراق التجارية، والتي اشتهرت في القرن الثالث عشر ميلادي، حيث كان يجري تداول الكمبيالات والسندات الإذنية، إلى درجة أن ملك فرنسا "فليب الأشقر" أصدر مرسوماً لتنظيم مهنة سمسة الصرف³. في حين ارتبط التعامل بالأسهم بظهور أولى شركات المساهمة في الهند الشرقية، والتي تأسست في أوائل القرن السابع عشر ميلادي نتيجة للتطور الكبير في مجال الإنتاج والتبادل التجاري، وإنشاء المشروعات الكبيرة التي يعجز الشخص عن تمويلها بمفرده، كما أن توسع الدول في مشاريع التنمية والإنفاق على

¹ - عصام أحمد البهجي، الطبيعة القانونية والإجرائية لإصدار وقيد الأوراق المالية في البورصة، د. ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2014، ص 101.

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في سوق الأوراق المالية المعاصرة، ج 1، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2005، ص 53.

³ - مناصرية خولة، مرجع سابق، ص ص 98، 99.

الحروب كان من أهم أسباب ظهور السندات كوسيلة تلجأ إليها الحكومات للاقتراض من الجمهور على غرار الشركات والمصارف والبنوك المركزية¹.

وكنتيجة لظهور السندات والأسهم وتوسع مجال التداول بهما، كغيرهما من السلع الأخرى في بورصات البضائع والأماكن العامة، كالشوارع والمقاهي، ازداد عدد المتعاملين بهذه الأوراق من وسطاء وسماسرة فأنشأوا أماكن خاصة لاجتماعاتهم أطلق عليها فيما بعد بورصات الأوراق المالية²، ورغم ذلك استمر التداخل بين الأوراق المالية والتجارية أثناء التعامل حتى بعد قيام أسواق الأوراق المالية، إذ أن بورصة "باريس" مثلاً في عام 1724م كانت تقصر عملياتها على سندات "بلدية باريس" والأوراق المالية والكمبيالات³، إلى أن انفصلت بورصة الأوراق المالية عن بورصة البضائع وأسواق النقد بصفة تامة.

المطلب الثاني: أهمية البورصة وأنواعها.

إن حاجة المشاريع الاقتصادية للأموال بهدف تنفيذ مخططات التنمية، كان من أهم الأسباب التي أوجدت بورصات الأوراق المالية، هذه الأخيرة التي ساهمت في رفع القدرات الاقتصادية للعديد من دول العالم بفضل ما تقدمه من دعم مالي، وهذا ما أكسبها مكانة هامة، وتصنف بورصات الأوراق المالية إلى عدة أنواع، وفقاً لمعايير مختلفة يمكن تفصيلها فيما يلي:

الفرع الأول: أهمية بورصة الأوراق المالية.

تعتبر أسواق الأوراق المالية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، حيث تزداد أهميتها في العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بالمشاريع الاستثمارية، وبالتالي التسريع من وتيرة التنمية، هذه الأخيرة التي تتطلب مبالغ ضخمة في غالب الأحيان لا يمكن حشدها إلا من خلال التوجه للسوق المالية، أين يوجد عدد من المدخرين العارضين لأموالهم (المقرضين)، وجهات أخرى طالبة لها (المقترضين). إذا فسوق الأوراق المالية تستمد أهميتها من الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، حيث تكمن أهميتها على الخصوص في العديد من الجوانب الاقتصادية نوجز منها ما يلي:

1 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 54.

2 - محمد حسن عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص ص 99، 100.

3 - مناصرية خولة، مرجع سابق، ص 99.

- تنمية العادات الادخارية وتوجيه المدخرات، حيث أن هناك علاقة مباشرة بين النمو الاقتصادي وزيادة الكفاءة الإنتاجية من جهة وبين سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، إذ أظهرت الدراسات أن أسواق الأوراق المالية المنظمة قد ساهمت مساهمة فعالة في تنمية العادات الادخارية وتوجيه المدخرات نحو فرص الاستثمار الوطنية المتاحة، وما من أحد ينكر هذه الأهمية وأثرها على تناقص الحاجة إلى التمويل الخارجي¹.

إذا فسق الأوراق المالية تعد حلقة وصل بين المدخرين والمستثمرين، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، مما يساهم في رفع درجة الوعي الاستثماري من خلال تحويل المتعاملين من مدخرين إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي، كما أنها تعد في نفس الوقت أداة إشباع لهم²، بالإضافة إلى أن البورصة توفر أشكال أخرى للاحتفاظ بالثروة ممثلة في الأوراق المالية المتعامل بها في تلك الأسواق³.

- يمكن لسوق الأوراق المالية أن تقوم بدور بالغ الأهمية في مجال إعادة توطين الأموال المستثمرة في الخارج، خاصة بالنسبة للاستثمارات الخارجية التي تعود للمصارف والمؤسسات المالية، وبالتالي فإن استعادة هذه الأموال سيقلل من اعتماد الدول النامية بالخصوص على مصادر التمويل الخارجي الباهضة التكاليف، حيث أنه يمكن القول أن هناك مجالات استثمارية واسعة من شأنها أن تستوعب أموال البلدان النامية المستثمرة في البلدان الغربية إذا ما أعيد تدويرها⁴.

- تعد سوق الأوراق المالية أحد القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الجهات ذات الفائض الادخاري إلى الجهات ذات العجز التي تحتاج إلى تمويل، وفي نفس الوقت هي آلية فعالة لتحديد أسعار القيم المنقولة المتداولة بدرجة عالية من العدالة في حالة ما إذا كان السوق كفاءاً، وهو ما يساعد في توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحاً ونشاطاً وذات الجدوى

¹ - خليل الهندي، أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 51.

² - مازن محمد رضا موسى المرسي، الحماية الجنائية للمتعاملين في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2017، ص 38.

³ - بومدين نورة، الأسواق المالية في الدول الإسلامية معالم الواقع وآفاق آفاق المستقبل" - دراسة تجربة السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلوي- الشلف، 2012، ص 6.

⁴ - كتاف شافية، مرجع سابق، ص 23.

والمنفعة الاقتصادية¹، ومن جهة أخرى تتيح سوق الأوراق المالية فرص الاستثمار وتوفير الأدوات المالية². كما تمكن المستثمرين من تنويع محافظ أوراقهم المالية وكذلك تصفية استثماراتهم³.

- إن وجود بورصة متطورة داخل الاقتصاد الوطني يساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في شركات محلية وبالتالي الاستثمار وفق قوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المتعامل بها داخل هذه الدولة⁴.

- بالإضافة إلى أن البورصة تعمل على تمكين الشركات من إنجاز مختلف نشاطاتها الاستثمارية متى كانت لها أسهم مدرجة بطبيعة الحال في هذه السوق، كذلك فإنها تدفع هذه الشركات للمنافسة والعمل على تحسين كفاءتها والرفع من فعاليتها خوفاً من هبوط أسعار أسهمها أو سنداتهما، كما تساهم البورصة في زيادة فرص العمل من خلال دعم إقامة مشاريع جديدة أو توسيع المشاريع القائمة⁵. إذا فالبورصة تعد مؤشراً حقيقياً للوضع الاقتصادية.

- تعد البورصة الأداة القانونية لتصريف الأوراق المالية للشركات المصدرة بها، وبالتالي فهي تستمد أهميتها من أهمية الشركات ذاتها⁶.

- تساهم بورصة الأوراق المالية في الحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، من خلال جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك⁷.

¹ - أبو النصر عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006، ص 34، 35. كذلك مازن محمد رضا موسى المرسي، مرجع سابق، ص 37.

² - نزار سناء، مرجع سابق، ص 157.

³ - أبو النصر عصام، مرجع سابق، ص 34.

⁴ - بن دحان الياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي (دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2013، ص 23.

⁵ - أبو النصر عصام، مرجع سابق، ص 34.

⁶ - مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 34.

⁷ - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 48.

بناء على ما سبق يمكن القول أن للبورصة أهمية بالغة في التنمية الاقتصادية لكل دولة تنتهج النظام الاقتصادي الحر، وهو ما يترجم نجاح خطط التنمية، متى كان للبورصة كفاءة عالية في جلب الأموال للمشاريع المسطرة، والنتيجة حتما تتمثل في تحسن مستوى معيشة أفراد المجتمع.

الفرع الثاني: تصنيف بورصة الأوراق المالية.

يعتمد تصنيف سوق الأوراق المالية على عدة أقسام ومعايير مختلفة، هذه الأخيرة التي تتمثل إما في معيار التعامل على الأصول المالية، معيار توقيت التعامل على الأصل التجاري أو معيار تنظيم السوق والتي من خلالها يمكن أن نميز بين عدة أصناف وهي:

أولاً: التصنيف وفقاً للتعامل على الأصول المالية.

يرتكز هذا التصنيف على ما إذا كان التعامل على الورقة المالية للمرة الأولى أم للمرة الثانية، ومن ناحية أخرى على طبيعة هذا التعامل من حيث كونه إصدار أم تداول، وتبعاً لذلك تنقسم إلى:

أ - سوق الإصدار أو السوق الأولي: *Primary Market*

هو السوق الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية (أسهم، سندات) لأول مرة وبيعها للمشتري الأول، ويرتبط بتأسيس شركات المساهمة الجديدة أو التوسع في مشاريعها القائمة¹، أو باحتياج الحكومات إلى الأرصدة النقدية لتمويل عملياتها الاستثمارية، ومن ثم تلجأ إلى إصدار أصول مالية تمثل التزاماً على الدخل المستقبلي لها، وقد يكون هذا الالتزام في شكل مساهمة يكون لصاحبه الحق في نتائج أعمال الجهة المصدرة، مع حق في أصولها، كالأسهم العادية التي يتم تسويقها من قبل مؤسسات مالية متخصصة في هذا الشأن، أوفي شكل قروض تقدم للحكومات، الشركات وغيرها، لتأمين ما تحتاج إليه من أموال²، وذلك عن طريق إصدار أدوات الدين

¹ - حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي،

مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، قسم الاقتصاد، جامعة الأزهر - غزة، فلسطين، 2010، ص 17. كذلك: - "Financial markets can be categorized as those dealing with financial claims that are newly issued, called the primary market..." , FRANK J. FABOZZI , *The Handbook of financial instruments*, Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, United States of America, 2002, p9. Aussi Frederic Mishkin et autres, op.cit, p 33.

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 68.

كالسندات فيكون لأصحابها الحق في قيمتها وفقا لتاريخ الاستحقاق بالإضافة إلى مبلغ محدد يرتبط بمدة القرض¹.

إن تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية في السوق الأولية يتم إما بطريقة مباشرة من قبل الشركة نفسها، حيث تتولى أمر بيع الأوراق المالية التي أصدرتها، وذلك بالاتصال المباشر بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأوراق المالية التي أصدرتها²، أو بطريقة غير مباشرة، حيث يتولى أمر تسويق الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة غيرها، من المؤسسات المالية المتخصصة في هذا الشأن³، والتي تلعب دور الوساطة المالية بين المصدر والمكاتب، وتتكفل بتقديم كل النصائح الخاصة بعملية الإصدار، كما تهتم بالقيام بكل الإجراءات المرتبطة به، مثل المصارف المتخصصة في الاستثمار⁴، والتي تقوم إما بتأمين تغطية الاكتتاب من خلال شراء كامل الأوراق المالية المصدرة وإعادة بيعها⁵ بالسعر المتفق عليه، مع فائدة تتمثل في الفارق بين سعر البيع وسعر الشراء، أو أن يقوم المصرف ببيع الأوراق المالية نيابة عن الشركة المصدرة مع ضمان تصريف الإصدار كله أو حد أدنى منه، بسعر متفق عليه، بحيث إذا بقي شيء من الإصدار يقوم بشرائه، وفي كلتا صورتين يكون المصرف مهدد بخطر عدم القدرة على تصريف الإصدار كله، أو بيعه بسعر يقل عن سعر الشراء⁶.

¹ - رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة - دراسة حالة تونس، الجزائر والمغرب، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع الإدارة والمالية، جامعة منتوري - قسنطينة، 2011، ص 12.

² - هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 84، كذلك بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان، 2013، ص 26.

³ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 69، 70.

⁴ - لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري - قسنطينة، 2010، ص 43.

⁵ - تكارلي صوفية نبيلة، السوق المالي وبورصة الجزائر، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، د. سنة نشر، ص 22.

⁶ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 70، 71.

أما في البلدان التي لا تتوفر فيها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار، يوكل أمر تصريف الأوراق المالية المصدرة إلى البنوك التجارية، التي يقتصر نشاطها على عرض الأوراق المالية للاكتتاب العام، وتلقي طلبات الاكتتاب، وإيداع حصيلته في حساب الشركة لدى البنك نظير أجر بنسبة مئوية محددة¹.

ب - سوق التداول أو السوق الثانوي: *Secondary Market*.

هو السوق الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية التي سبق إصدارها²، والتي من خلالها يمكن للمستثمرين أو حاملي الأوراق المالية تحويلها إلى نقود عن طريق بيعها إلى مستثمرين آخرين. وتجدر الإشارة هنا بأن المنشآت التي تقوم بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية الجديدة وكذلك للأوراق المالية السابق إصدارها، على غرار البنوك التجارية التي تتلقى طلبات الاكتتاب في الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الشركات، وفي نفس الوقت تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية السابق إصدارها لحسابها أو لحساب عملائها، تعد جزءاً من السوق الأولي والثانوي في نفس الوقت.

إن عملية تداول الأوراق المالية في السوق الثانوي لا تعود على الجهة المصدرة بأموال إضافية³، وإنما هي علاقة بين البائعين والمشتريين للقيم المنقولة، تتمثل في نقل ملكية تلك الأوراق المالية من مستثمر إلى آخر، لكن هذا لا يعني عدم استفادة الشركة المصدرة من تداول أوراقها المالية في السوق الثانوية، إذ أن لها فوائد متعددة تترتب بزيادة الطلب على قيمها المنقولة⁴، وما يتبع ذلك من قيد لأوراق الشركة المصدرة في قوائم السوق، فيعد بمثابة إعلان دائم عن أوراق الشركة، تكتسب من خلاله شهرة، حيث يفترض أن يكون لها أثر على مبيعاتها. كما يشجع المستثمرين على شراء إصداراتها الجديدة من الأوراق المالية، عندما ترغب في زيادة

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 73.

² - "... and those for exchanging financial claims previously issued, called the secondary market or the market for seasoned instruments ...", FRANK J. FABOZZI, op.cit, p9.

- "... un marché secondaire est quant à lui, un marché financier sur la quel s'échangent des titres précédemment émis (et danc de seconde main)", Frederic Mishkin et autres, po.cit, p33.

³ - مدني أحمد، أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية- حالة الأسواق الناشئة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، 2014، ص 59.

⁴ - خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2006، ص 36.

رأسمالها مثلاً، بالإضافة إلى إمكانية بيع المستثمر لأصوله المالية في أقصر وقت وبأفضل سعر¹... إلخ.

تقوم السوق الثانوية بدور لا يمكن الاستغناء عنه في أي اقتصاد متقدم أو سائر في طريق النمو، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية ممكناً، بمعنى أنه من دون السوق الثانوية قد لا تنشأ أصلاً سوق أولية، ففي السوق الثانوية يمكن تسهيل الأوراق المالية، وتحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع، ولا شك أن إمكانية تسهيلها يجعلها أكثر قبولا وجاذبية.

إذا فغياب السوق الثانوية يعني صعوبة تصريف الإصدارات الجديدة لأنه في تلك الحالة يتعين الاحتفاظ بها - في حالة شرائها - حتى تاريخ استحقاقها².

ثانياً: التصنيف وفقاً لتوقيت التعامل على الأصل المالي.

وفقاً لهذا التصنيف أو المعيار الزمني يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلى أسواق حاضرة (عاجلة أو فورية) وأسواق مستقبلية (آجلة).

أ - الأسواق الحاضرة.

ويقصد بها تلك الأسواق التي تتعامل في الأصول المالية طويلة الأجل (أسهم ، سندات)، على أن يتم تبادل الأصل المالي بقيمته السوقية بصورة فورية ترتبط بوقت إتمام الصفقة، بمعنى انتقال ملكية الورقة المالية للمشتري فوراً وبمجرد التعاقد، وذلك طبعاً بعد دفع قيمة الورقة أو جزء منها حسب ما هو متفق عليه³.

ب - الأسواق المستقبلية.

يرتبط التعامل في الأسواق المستقبلية بتوقيت الحاجة إلى محل التعاقد، والتكلفة المرتبطة بتوفيرها، ويمكن القول بأن محور الأسواق المستقبلية يدور حول نقادي التقلبات في أسعار السلع محل التعاقد (أسهم ، سندات دين)، حتى يحين موعد التسليم، ويرتبط العمل بنوعين رئيسيين من العقود؛ أولهما يعرف بالعقود الآجلة وثانيهما العقود المستقبلية وما يحكم التفرقة

1 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 67، 77.

2 - مدني أحمد، مرجع سابق، ص 62.

3 - لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 42.

بينهما نية (غرض) طرفي التعاقد¹، وكلاهما من المشتقات المالية ضمن ما يعرف باسم الهندسة المالية²، لدى المختصين في المجال الاقتصادي، وهو ما سنتعرض إليه لاحقاً عن دراسة الأوراق المالية وبالضبط ضمن ما يعرف بالأوراق المالية المشتقة (العقود المالية المشتقة).

ف نجد في العقود الآجلة أن طرفي التعاقد يتعاملان في السلعة محل التعاقد ويرغبان فيها، فهي نوعية من التبادل يلتزم فيها البائع بتسليم المشتري كمية من سلعة محددة في تاريخ مستقبلي يسمى يوم التصفية، بسعر محدد وقت التعاقد يسمى سعر التنفيذ³، أما في العقود المستقبلية فظهرت نتيجة دخول منظمات وأفراد لا يرغبون في السلعة⁴، بمعنى رغبتهم في المضاربة وتحقيق مكاسب من تقلبات الأسعار المحتملة مستقبلاً⁵.

ثالثاً: التصنيف وفقاً لتنظيم السوق.

إن الأسواق الثانوية تنقسم بدورها لتكون إما رسمية يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات، أو أسواق غير رسمية يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات، ويحددون الأسعار وفقاً للعرض والطلب، ويمكن توضيح ذلك كما يلي.

أ - السوق المالية الرسمية.

هي السوق المالية التي يتم التعامل فيها من خلال البورصات المنظمة وفقاً للقواعد واللوائح الرسمية، والتي يتعامل فيها بياعاً وشراءً بكافة أنواع وأشكال الأسهم والسندات المسجلة لديها⁶، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات تنتخب من قبل

¹ - رشيد هولي، مرجع سابق، ص 14.

² - عوادي منير، دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مجمع صيدال الفترة (2010 إلى 2013)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص، الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015، ص 42.

³ - كتاف شافية، مرجع سابق، ص 366.

⁴ - رشيد هولي، مرجع سابق، ص 14.

⁵ - عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 151.

⁶ - شعبان محمد إسلام البراوري، مرجع سابق، ص 38.

أعضاء السوق¹. لكن بعد تطور التكنولوجيا ووسائل الاتصال قلت أهمية الإطار المكاني، حيث أن شبكة الإنترنت حلت محل التواجد المادي الملموس للسوق².

ويلاحظ أنه لكل بورصة قواعدها من حيث القيد والبيع والشراء، وتنظيم العلاقات بين الوسطاء الماليين والمتعاملين، ويعتمد العمل في هذه البورصات على أسلوب المزايمة من خلال المتعاملين المعتمدين في شكل شركات أو أفراد³، وتقوم سوق الأوراق المالية على ثلاثة عناصر وهي:

1 – المكان الذي يتم التعامل فيه بين المقرضين والمقترضين على الأوراق المالية يباعا وشراءً (البورصة).

2 – القيم المنقولة محل التعامل في بورصة الأوراق المالية.

3 – الهيئات الموكلة إليها عملية الوساطة المالية بين المدخرين والشركات المصدرة في بورصة الأوراق المالية من أجل التقريب بينهما وتسهيل عمليات شراء وبيع القيم المنقولة.

ب – السوق المالية الموازية.

يقصد بالسوق المالية الموازية تلك المعاملات على الأوراق المالية التي تتم خارج بورصات القيم المنقولة⁴، وتتولاها بيوت السمسرة وتعرف أيضا بالسوق غير الرسمية، السوق غير المنظمة أو غير القارة ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات، ولكن تتم من خلال شبكة الاتصالات⁵ (خطوط هاتفية، أنترنت، فاكس...) تربط بين الوسطاء الماليين والمستثمرين⁶، ومع ذلك فلا يوجد ما يمنع من التعامل في هذا السوق بالأوراق المالية المسجلة بالسوق المنظمة⁷.

1 – مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 79.

2 – خالد محمد نصار، مرجع سابق، ص 36.

3 – رشيد هولي، مرجع سابق، ص 14.

4 – خالد محمد نصار، مرجع سابق، ص 37.

5 – سيف إبراهيم المصاورة، تداول الأوراق المالية – الحماية الجنائية – دراسة مقارنة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 63.

6 – تكارلي صوفية نبيلة، مرجع سابق، ص 34.

7 – هندي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص 107.

ومن أهم ما تتصف به هذه السوق هو عدم خضوعها لتنظيمات محددة، ولا تتوفر فيها كفاءة التداول من حيث عدالة الأسعار، حيث تخضع السوق لسلوكيات الوسطاء الماليين والسماصرة والمستثمرين والمضاربين الذين لهم دور فعال ومؤثر في تحديد الأسعار، من خلال التأثير المباشر في العرض والطلب¹.

كما أن هناك أنواع أخرى من الأسواق المالية تعتبر جزءاً من السوق غير المنظمة وتتمثل في السوق الثالثة، حيث تتكون من السماصرة غير الأعضاء في البورصة²، وإن كانوا يقدمون خدمات البيع والشراء للعملاء وخاصة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وشركات إدارة أموال المعاشات (صناديق المعاشات)، وعادة ما تتميز هذه السوق بانخفاض تكاليف خدماتها³ المتمثلة في العمولة التي يتقاضاها الوسطاء الماليين من العملاء.

إذا فبيوت السماصرة الناشطة في هذا السوق في الواقع يمثلون أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع كميات كبيرة من الأوراق المالية، وهي بهذا الشكل تعتبر منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة⁴

هذا بالإضافة إلى السوق الرابعة وهي سوق يكون التعامل فيها مباشرة بين مؤسسات كبيرة ومستثمرين كبار، وبذلك يتجنبون التعامل مع الوسطاء الماليين والسماصرة تجار الأوراق المالية⁵، حيث تعد هذه السوق كإستراتيجية للحد من العمولات التي تدفع للوسطاء⁶، فهي تقوم على شبكة اتصالات إلكترونية بين المستثمرين الكبار، ويمكنهم من خلالها معرفة الأسعار وفقاً لحجم التعامل⁷ وبالتالي اقتناء كميات ضخمة من الأوراق المالية⁸.

1 - رشيد هولي، مرجع سابق، ص 15.

2 - نزهان محمد سهو، محمد جميل عمر، المرجع السابق، ص 7. كذلك عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 149.

3 - بن امر بن حاسين، مرجع سابق، ص 28. كذلك حريزي رايح، مرجع سابق، ص 126.

4 - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم - سندات - وثائق الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 69.

5 - بن امر بن حاسين، مرجع سابق، ص 28. كذلك نزهان محمد سهو، محمد جميل عمر، مرجع سابق، ص 7.

6 - تكارلي صوفية نبيلة، مرجع سابق، ص 37.

7 - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 69.

8 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 82.

المطلب الثالث: وظائف بورصة الأوراق المالية وخصائصها.

سبق القول أن بورصات الأوراق المالية ما قامت إلا لخدمة التنمية بصفة عامة، وبالتالي فهي تؤدي دورا اقتصاديا لا يقل أهمية عن باقي مؤسسات الدولة الأخرى، إذا فالبورصة من خلال قيامها بوظائفها تكتسب جملة من الخصائص تميزها عن غيرها من أسواق النشاط الاقتصادي الأخرى، وهذا ما يمكن توضيحه تباعا.

الفرع الأول: وظائف بورصة الأوراق المالية.

تحتل أسواق الأوراق المالية في اقتصاديات الدول الرأسمالية مكانة هامة، تستمدتها من الدور الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية، حيث تؤدي وظائف متنوعة ومتعددة، هذه الأخيرة التي تستمد من خلالها السوق أهميتها كلما كانت على درجة عالية من الكفاءة، وباتت تشكل العصب الرئيسي لحركة رؤوس الأموال بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض والوحدات الاقتصادية الأخرى ذات العجز، ويمكن تقسيم هذه الوظائف إلى ثلاثة أقسام حسب درجة أهميتها.

أولا: الوظيفة التمويلية لسوق الأوراق المالية.

تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفة تمويلية (للوحدات العاجزة) استثمارية (للمدخرين) بشكل عام، من خلال قيامها بتسيير مهمة انتقال الموارد المالية من المقرضين إلى المقترضين¹.

إذا فوظيفتها الأساسية تتمثل في كونها حلقة وصل بين الأفراد والمؤسسات المدخرة ذات الفائض المالي، وبين المشروعات الاستثمارية المنتجة في الاقتصاد، باعتبار أن الجهات المدخرة بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات تدر لها عائدا، في حين أن الجهات المنتجة هي الأخرى بحاجة دائمة إلى مصادر مالية تعينها على الاستمرار في تأدية وظيفتها

¹ - محمد غزال، مرجع سابق، ص 25. كذلك نبيل خليل طه السمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص 30.

الاقتصادية¹، وتجدر الإشارة هنا أن التمويل قد يكون داخليا مصدره المدخرات المحلية، كما قد يكون خارجيا مصدره المدخرات الأجنبية².

ما يلاحظ أن أهمية هذه الوظيفة سواء بالنسبة لسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، أو بالنسبة للاقتصاد المحلي بصفة عامة، تكون أكثر فعالية متى كان التمويل داخليا، حيث ينعكس ذلك على الاقتصاد المحلي بصفة مطلقة، عوض أن تكون آثاره الإيجابية موزعة على جهتين متى كان التمويل خارجيا قادم من بلد أجنبي.

ثانيا: أهم الوظائف الأخرى لسوق الأوراق المالية.

يمكن حصر أهم وظائف سوق الأوراق المالية رغم تعددها وتنوعها في وظيفتين وهما:

أ - ضمان سوق دائمة للأوراق المالية.

من أهم وظائف بورصة الأوراق المالية إيجاد سوق مستمرة للأوراق المالية المقيدة بها³، من أجل تمكين المستثمر من استرداد مدخراته، أي أن البورصة تكفل لكل مدخر سيولة أوراقه المالية في أي وقت شاء⁴، وبالتالي فهي تعمل على تحقيق مبدأ التوازن من ناحية عرض الأوراق المالية وتحويلها إلى نقود، حيث تلبي حينئذ شرط المستثمر في سرعة حصوله على الأموال لتلبية حاجياته، وخروجه من الاستثمار دون تحمله لخسائر فادحة⁵، مما يشجع على

¹ - ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضير، مرجع سابق، ص 48. كذلك عبد السلام محمد عمر البلوشي، تنظيم الخدمات المالية وأسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات، مجلة الشريعة والقانون، العدد 44، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2010، ص 221.

² - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 85.

³ - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية (موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها)، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، د ت، ص 49.

⁴ - شعبان محمد إسلام البراوري، مرجع سابق، ص 45. كذلك محمد حسن عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 137. أنظر كذلك:

- " ... financial markets provide a mechanism for an investor to sell a financial instrument. Because of this feature, it is said that a financial market offers "liquidity," an attractive feature when circumstances either force or motivate an investor to sell. If there were not liquidity, the owner would be forced to hold a financial instrument until the issuer initially contracted to make the final payment (i.e., until the debt instrument matures) and an equity instrument until the company is either voluntarily or involuntarily liquidated. While all financial markets provide some form of liquidity, the degree of liquidity is one of the factors that characterize different markets... ", FRANK J. FABOZZI , op.cit, pp 8, 9.

⁵ - محمد غزال، مرجع سابق، ص 26.

الاستثمار فيها وعدم التردد في شراء الأوراق المالية¹، وذلك بتقديم طلب لأحد السماسرة المعتمدين في السوق، والذي يقوم بتنفيذ طلبه بكل سهولة، وحسب السعر المعلن في وقت البيع أو الشراء.

لكن لو افترضنا عدم وجود سوق للأوراق المالية وكانت الأسهم قد تم تغطيتها بالاكتتاب العام، وأراد أحد المساهمين بيع أسهمه فما هي الوسيلة؟ وإن وجدت الوسيلة فما هو معيار تحديد السعر العادل؟ فلو قلنا أن السعر هو القيمة الاسمية للسهم، فهنا يغبن المشتري إذا كانت الشركة غير ناجحة، في حين يغبن البائع في الحالة العكسية².

ما يلاحظ من خلال هذه الوظيفة أنها تكسب البورصة خاصية مميزة تجعلها قادرة على جذب المدخرين، حيث أنها تمنحهم نوع من الأمان، فالمدخر يكون واثقاً من أنه سيحقق حتماً أرباحاً من وراء هذا الاستثمار. وبالمقابل يمكنه التنازل في أسرع وقت عن قيمه المنقولة³، وهذا بمجرد إصداره أمر البيع للوسيط المالي الذي يتكفل بإيجاد المشتري، ويسعى من أجل أن يضمن له سعراً مناسباً، كما يمكنه الاستعانة بالوسيط قبل اتخاذ قرار البيع بخصوص وضع الشركة مصدرة الأوراق المالية وحالة السوق.

مما يعني أن هذه الوظيفة تكسب السوق خاصية توازن دائمة بين العروض والطلبات على الأوراق المالية ويكون محورها الوسطاء الماليون.

ب - تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية.

ترتبط هذه الوظيفة ارتباطاً وثيقاً بالوظيفة الأولى، فلا وجود لسوق تسهل تسويق الأوراق المالية على حساب الأسعار، فالمستثمر متيقن عندما رضي بتحويل مدخراته إلى أوراق مالية أن البورصة ستوفر له سيولتها متى أراد ذلك وبالسعر المناسب⁴ الذي سيرضيه.

إذاً فدور البورصة هو تحقيق عدالة الأسعار⁵ للبيع أو الشراء، وذلك من خلال التقاء عدد كبير من البائعين والمشتريين الراغبين في استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، وسرعة

¹ - نورين بومدين، مرجع سابق، ص 123.

² - ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضير، مرجع سابق، ص 48.

³ - " les marchés boursiers répondent à trois grandes catégories de besoins: faciliter à tout moment la cession des titres par leurs détenteurs...", paul-jacque lehmann, ECONOMIE DES MARCHES FINANCIERS, 1 er édition, groupe de boeck .s .a, bruxelles, 2011, p 110.

⁴ - حريزي رايح، مرجع سابق، ص 39.

⁵ - عبد السلام محمد عمر البلوشي، مرجع سابق، ص 226. كذلك علال بلقاسم، مرجع سابق، ص 66.

اتصالات الوسطاء والسماسرة ، الذين يجتهدون في تجميع الأوامر مما ينتج عنه تحقيق سعر عادل للبائع والمشتري¹، ولا يتعرض حينها أحد لخسائر محتملة كبيرة.

من المعلوم أن تحديد الأسعار يخضع وبدرجة كبيرة لقانون العرض والطلب، لكن سوق الأوراق المالية من خلال أنظمتها ولوائحه يهدف إلى التقريب بين السعر السوقي للورقة المالية وقيمتها الحقيقية، حتى تعكس السوق الأداء الفعلي للشركات المصدرة للأوراق المالية.

ولا شك أن غياب الأسواق المالية يفسح المجال واسعا لسماسرة السوق في تحديد الأسعار، وهو ما يؤدي إلى خلق فروقات كبيرة بين الأسعار، لذلك تلجأ البورصات إلى تحديد الأسعار والإعلان عنها في نشراتها الرسمية لتوجيه المتعاملين وإرشادهم قبل اتخاذ قراراتهم.

ومن خلال هذه الآلية فالبورصة تؤدي دورا آخر إذ تعد أداة مهمة لتقييم وتقويم الشركات والمشروعات²، حيث تساهم في زيادة الوعي لدى المستثمرين (المدخرين) وتبصرهم بواقعها، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات يعد بمثابة دليل قاطع على عدم نجاحها أو ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء تعديلات في قيادتها أو سياستها بغية تحسين مركزها³.

معنى ذلك أن البورصة ومن خلال التقارير التي تنشرها حول الشركات المدرجة بها تعد سلطة رقابية غير مباشرة على كفاءتها، غايتها ضمان سلامة الشركات والسهر على تقويمها.

ثالثا: الوظائف المكملة.

إلى جانب الوظيفتين السابقتين هناك بعض الوظائف الأخرى وجدت نتيجة للتطور الذي عرفته أسواق الأوراق المالية، حيث تعد مكملة للوظائف الرئيسية نذكر منها ما يلي:

¹ - محمد غزال، مرجع سابق، ص 26. كذلك:

"... the interactions of buyers and sellers in a financial market determine the price of the traded asset. Or, equivalently, they determine the required return on a financial instrument. Because the inducement for firms to acquire funds depends on the required return that investors demand, it is this feature of financial markets that signals how the funds in the financial market should be allocated among financial instruments. This is called the price discovery process..." , FRANK J. FABOZZI, op.cit, p 8.

² - شعبان محمد إسلام البراوري، مرجع سابق، ص 46.

³ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 48.

أ - توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر.

إن كثرة الأوراق المالية وتنوعها إضافة إلى توفر المعلومات الكافية عنها تتيح للمدخرين المقارنة بين الأوراق المالية التي يمكن أن تكون مجالا للاستثمار، وبالتالي درء المخاطر التي ترتبط بها، أو على الأقل التقليل منها إلى أدنى مستوى¹.

ب - أداة لتحويل الأموال وتوفير السيولة اللازمة.

تعد بورصة الأوراق المالية أداة مساعدة على تحويل الأموال من الجهات ذات الفائض إلى الجهات ذات العجز² من خلال نشر الوعي بين المدخرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، كما أنها تساهم في توفير السيولة اللازمة لتمويل النشاط الاستثماري دون تفریط في الأوراق المالية المملوكة، والاكتفاء باستخدامها كضمان مقابل الحصول على القروض لدى المصارف، اعتمادا على الأسعار المعلنة من قبل سوق الأوراق المالية³.

ج - سوق الأوراق المالية مؤشر عن ظروف الاستثمار.

تعد سوق الأوراق المالية مؤشرا لحالة الاقتصاد داخل الدولة، حيث أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق تمثل مرآة لمستقبل الوضعية الاقتصادية، وبالتالي فهي بمثابة إنذار للقائمين على شؤون السياسة الاقتصادية في الدولة لاتخاذ الإجراءات اللازمة⁴.

د - الوقاية من تقلبات الأسعار.

تؤدي بورصة الأوراق المالية دور وقائي ضد مخاطر التقلبات الفجائية للأسعار بفضل المتعاملين الاقتصاديين⁵ ذوي الخبرة، حيث يعملون على جعل السوق في وضع توازني، من خلال عرض الأوراق المالية للبيع في حالة ازدياد الطلب، والشراء عند ازدياد العرض، محققين مكاسب من ورائها، باختلاف الأشخاص غير المختصين الذين ينساقون وراء الشائعات، وهو ما يفسر سرعة انفعالهم بيعا أو شراءً للأوراق المالية⁶.

1 - محمد غزال، مرجع سابق، ص 27. كذلك رشيد هولي، مرجع سابق، ص ص 16، 17.

2 - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 30.

3 - مازن محمد رضا موسى المرسي، مرجع سابق، ص ص 79، 80.

4 - مناصرية خولة، مرجع سابق، ص 104. كذلك مظهر فرغلي علي محمد، مرجع سابق، ص 39.

5 - لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 25.

6 - محمد غزال، مرجع سابق، ص 27. كذلك حريزي رايح، مرجع سابق، ص 39.

هـ - دعم الائتمان.

من الوظائف المستحدثة نجد كذلك بورصة الأوراق المالية تساهم في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، وذلك لأن عمليات البيع والشراء في البورصة تعد مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي، وإذا زاد مظهر الائتمان ليضم الأوراق المالية في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية¹.

الأصل أن دور بورصة الأوراق المالية هو البحث عن مصادر مالية لتمويل المشاريع الاقتصادية، وهو ما يحقق في النهاية تنمية اقتصادية تعود بالفائدة على الاقتصاد الكلي للبلاد، ومن جهة أخرى تحسين الوضعية المعيشية للمواطنين، وبالخصوص منهم من يستثمرون مدخراتهم الفائضة عن حاجتهم في القيم المنقولة المسجلة ضمن بورصات الأوراق المالية، غير أنه وبازدياد معاملات البورصة وتطورها بدأت وظائفها تتعدد وتتنوع حسب حاجة هذه الأسواق، إلى أن وصلت إلى ما هي عليه الآن على المستوى الدولي.

حيث يمكن القول أن بورصات الأوراق المالية في عصرنا هذا اكتسبت أهمية بالغة لا يمكن تجاهلها، تستمدّها من الوظائف التي تؤديها وبالخصوص إذا كانت على درجة عالية من الكفاءة، ومن ثم أضحت بورصات الأوراق المالية ضرورة حتمية تستلزمها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات.

و- التقليل من التكاليف.

تلعب السوق المالية دوراً هاماً في التقليل من تكاليف المعاملات المرتبطة بالأوراق المالية، والتي يمكن تقسيمها إلى تكاليف البحث الصريحة؛ وهي الأموال التي يتم إنفاقها في البحث عن أداة لشرائها، وتكاليف البحث الضمنية؛ وهي قيمة الوقت المنقضي في تحديد موقع الطرف المقابل².

¹ - مازن محمد رضا موسى المرسي، مرجع سابق، ص 68.

² - " ... a financial market is that it reduces the cost of transacting. There are two costs associated with transacting: search costs and information costs. Search costs represent explicit costs, such as the money spent to advertise one's intention to sell or purchase a financial instrument, and implicit costs, such as the value of time spent in locating a counterparty. The presence of some form of organized financial market reduces search costs. Information costs are costs associated with assessing the investment merits of a financial instrument, that is, the amount and the likelihood of the cash flow expected to be generated. In a price efficient market, prices reflect the aggregate information collected by all market participants ", FRANK J. FABOZZI, op.cit, p 9.

الفرع الثاني: خصائص سوق رأس المال.

انطلاقاً من التعاريف السابقة لبورصة الأوراق المالية يمكن أن نستشف بعض الخصائص التي تميزها عن باقي أسواق النشاط الاقتصادي الأخرى، ونذكر منها:

- من بين الأركان الرئيسية التي تقوم عليها أسواق الأوراق المالية نجد الوسطاء الماليين، حيث تؤدي هذه الفئة دوراً فاعلاً في تداول الأوراق المالية وبالتالي تنشيط السوق ورفع كفاءتها.

- من أهم خصائص سوق الأوراق المالية أنها الأداة الأساسية التي من خلالها تستطيع الدولة تلبية حاجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة في إطار تمويل التنمية، وذلك من خلال إصداراتها المختلفة وطرحها للاكتتاب العام¹.

- بورصة الأوراق المالية تتضمن سوقين، الأولى للإصدار والثانية للتداول، حيث أن التداول في هذه الأخيرة يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية. كما تتميز بورصة الأوراق المالية بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات مما يكسبها خاصية التميز عن غيرها من أسواق السلع من حيث الاتساع، إذ تتم فيها صفقات كبيرة وذات امتداد قد يتسع نطاقها ليشمل عدة دول في نفس الوقت².

- تتسم بورصة الأوراق المالية بتوفر المعلومات والبيانات، بمعنى شفافية السوق والإفصاح الكامل عن المعلومات، حيث تتوافر لدى المتعاملين معرفة كاملة عن المراكز المالية والقانونية للشركات التي يتعاملون في أسهمها³، كما أنه باستطاعة المتعاملين في السوق الحصول على المعلومات اللازمة حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقته وبدقة تامة، إضافة إلى تميزها بسرعة تعديل الأسعار وفقاً للمعلومات الجديدة (الخارجية) فيما يتعلق بالعروض والطلبات على الأصول⁴.

-- ترتبط سوق الأوراق المالية بالقيم المالية طويلة الأجل، حيث تتميز بتمويل المشاريع الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل، هذا بالإضافة إلى أن الاستثمار فيها

1 - نزار سناء، مرجع سابق، ص 5.

2 - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 46.

3 - مظهر فرغلي علي محمد، مرجع سابق، ص 30.

4 - نبيل خليل طه السمور، مرجع سابق، ص 35.

يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون موجه نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة، بالرغم من كون الاستثمار فيها قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في سوق النقد¹.

- سوق الأوراق المالية تنسم بكونها أكثر تنظيماً عن باقي الأسواق المالية الأخرى كون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، ويحكم عمليات تداول الأوراق المالية بها شروط وقيود، كما تشرف على إدارة هذه السوق هيئة مستقلة لها صلاحيات واسعة وتتكفل بتوفير المعلومات الضرورية للمتعاملين بها².

- تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها من خلال أدوات مالية معينة كالأسهم والسندات بأنواعها، وتعد هذه الأخيرة ذات أهمية كبيرة بالنسبة لسوق الأوراق المالية وبالنسبة للاقتصاد ككل، فإن عبر عن ذلك بيانياً سيتضح أن هناك تشابه كبير بين نوع حركة أسعار الأسهم وبين حجم الأداء الاقتصادي القومي ككل، فمؤشر أسعار الأسهم يبدأ بالهبوط قبل ظهور الكساد، ويبدأ بالمقابل في الارتفاع قبل بدا مرحلة الانتعاش³.

- السلع المتداولة بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية هي قيم منقولة متجانسة، وتباع وتشتري كأشياء مثلية عن طريق تحديد كميتها ونوعها⁴، حيث أن المشتري يدفع النقود مقابل صكوك تمثل أوراق مالية، وأن هذه الأخيرة عبارة عن حقوق للملكية أو ديون على الشركات⁵ المصدرة أو الحكومات.

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 46.

² - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 91.

³ - هنيدي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص 242.

⁴ - مظهر فرغلي علي محمد، مرجع سابق، ص 30.

⁵ - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 90.

المبحث الثاني: إطار عمل بورصة الأوراق المالية.

حتى تتمكن بورصة الأوراق المالية من أداء وظائفها على أكمل وجه، وعلى النحو الذي تفرضه القواعد والأحكام المنظمة لنشاطها في أي دولة كانت، لا بد من توفرها على نظام محكم لضبط نشاطاتها، بالإضافة طبعاً إلى مؤسسات البنية التحتية الداعمة لعملها، والتي تمثل الإطار الشكلي لبورصة الأوراق المالية من جهة، وبالمقابل يجب توفر الإطار الموضوعي الذي يمثل المحل الذي ترد عليه مختلف التعاملات الدائرة في البورصة، وانطلاقاً من هذا وقصد الإلمام بجوانب التعامل في هذه السوق سنعالج من خلال هذا المبحث ما يلي:

المطلب الأول: الإطار الشكلي لبورصة الأوراق المالية.

تتكفل مختلف التشريعات الدولية بتنظيم إدارة بورصات الأوراق المالية، حتى تؤدي دورها على الوجه المطلوب، حيث أن السير الحسن لهذه الأسواق التي تعرف بتنوع المتدخلين فيها، يقتضي مجموعة من الهياكل تشرف على الجانب الإداري والرقابي للسوق، هذا بالإضافة إلى أطراف أخرى لا تدخل ضمن إدارة السوق غير أنها أساسية لقيامها، وتتمثل في:

الفرع الأول: الأجهزة المسيرة لبورصة الأوراق المالية.

باعتبار أن بورصة الأوراق المالية سوق منظمة فهذا يعني أن العمليات التي تتم فيها تكون مقيدة، حيث تهتم كافة التشريعات بتقنينها وجعلها خاضعة لقواعد محددة، حتى لا تترك هذه السوق بصفة مطلقة للأعوان الاقتصاديين الخواص، الذين يمثلون عناصر فاعلة فيها¹، للتلاعب بعملياتها وإلحاق الأضرار بالمصالح الاقتصادية بصفة عامة. ومن هذه الضوابط التي تفرضها معظم التشريعات هو إنشاء أجهزة إدارية معينة لضبط أنشطة هذه البورصات، وقد اهتم المشرع الجزائري على غرار باقي التشريعات الدولية بتأسيس بورصة القيم المنقولة في الجزائر بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93، والذي يعتبر إطاراً لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص العامة الأخرى والشركات ذات الأسهم التي تلجأ إلى الدعوة العلنية للادخار.

¹ - "... Ce marché ne peut être entièrement laissé entre les mains des agents économiques privés qui représentent ses acteurs..." Ben Chabane Meriem, *Etude comparative des marchés financiers maghrébins cas: Maroc, Algérie, Tunisie*, Mémoire de magister, Faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences, département des sciences économiques, Option Monnaie-Finance- Banque, Université Mouloud Mammeri – tizi ousou, 2012, p123.

كما أوكل المشرع الجزائري مهمة تأطير هذه السوق حسب نص المادة 3 من المرسوم التشريعي السابق الذكر المعدل بموجب القانون 04/03 إلى هيئات ثلاث¹ وهي:

أولاً: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. (COSOB)

تعد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (ل.ت.ع.ب.م) الهيئة العليا للسوق المالي في الجزائر. أنشأت سنة 1993 بناءً على المرسوم التشريعي رقم 10/93، وتم تصويبها رسمياً في 13 فيفري من سنة 1996²، وقد أوكلت إليها مهمة تنظيم سوق الأوراق المالية ومراقبتها، حيث تسهر بالخصوص على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار، وضمان السير الحسن للسوق وشفافيتها³، ومن أجل ذلك حولها المشرع سلطة إصدار أنظمة بهدف ضبط السوق، إذ تعتبر بمثابة جهاز تشريعي لسوق الأوراق المالية، كما تتولى في الوقت نفسه سلطة الرقابة والمراقبة من أجل احترام التنظيم الساري المفعول⁴ باعتبارها سلطة ضبط سوق القيم المنقولة⁵.

وحتى تتمكن اللجنة من أدائها لمهامها على أكمل وجه، فقد خصها المشرع الجزائري بتشكيلة متوازنة تتضمن رئيس وستة (06) أعضاء موزعين على النحوى الموالي: قاض يقترحه وزير العدل، عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية، أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي، عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر، عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة، عضو يختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة، عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين⁶.

¹ - القانون رقم 04/03، المؤرخ في 17 فبراير 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، ج ر، عدد 11، الصادرة في 19 فبراير 2003.

² - فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص 121.

³ - المادة رقم 30 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

⁴ - أيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري - تيزي وزو، 2012، ص 160.

⁵ - ريم خيدر، سلطة ضبط سوق القيم المنقولة في القانون الجزائري، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2016، ص 211.

⁶ - المادتان 20 و 22 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

أما إذا بحثنا في التشريع المقارن فنجد مقابل (ل.ت.ع.ب.م) هيئات تماثلها من حيث الصلاحيات وإن اختلفت من حيث التسميات، على غرار الهيئة العامة لسوق المال في التشريع المصري¹، *Capital Markets Authority* هيئة أسواق المال في التشريع الكويتي²، هيئة السوق المالية في تشريع المملكة العربية السعودية³، هيئة الأوراق المالية في التشريع الأردني⁴، هيئة الأوراق المالية والسلع في تشريع دولة الإمارات العربية المتحدة⁵، سلطة الأسواق المالية في التشريع الفرنسي⁶ (*Autorité des Marchés Financiers (AMF)* – وهو جهاز عمومي مستقل ينظم ويراقب الأسواق المالية الفرنسية، نتج عن اندماج ثلاث سلطات وهي لجنة عمليات البورصة (*COB*)، مجلس الأسواق المالية (*CMF*) ومجلس التأديب للتسيير المالي (*CDGF*) – .

ثانياً: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. (SGBVM)

أنشئت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (ش.ت.ب.ق.م) بتاريخ 25 ماي 1997م، وهي تكتسي شكل شركة مساهمة ذات رأسمال يقدر ب: 475.200.000.00 دينار جزائري⁷ حالياً، في حين أنها تأسست برأسمال يقدر ب: أربعة وعشرون مليون دينار جزائري (24.000.000.00 د ج)، حيث أن أسهمها مملوكة كلياً من طرف الوسطاء الماليين الأعضاء في البورصة⁸، ويخصص متساوية، وهذا تطبيقاً لأحكام المادة الثالثة من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01/97، الذي يتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة

¹ – المادة رقم 42 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، الجريدة الرسمية المصرية، العدد 25 مكرر، الصادرة في 22 جوان 1992.

² – المادة الثانية من قانون هيئة أسواق المال الكويتية رقم 7 لسنة 2010، مرجع سابق.

³ – المادة الرابعة من نظام السوق المالية للمملكة العربية السعودية، مرجع سابق.

⁴ – أنظر المادة رقم 7 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 18 لسنة 2017، على الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية: <https://www.jsc.gov.jo> زيارة بتاريخ 2017/09/08.

⁵ – أنظر المادة الثانية من القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000، المتعلق بهيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، على الموقع الإلكتروني للهيئة: <https://www.sca.gov.ae> زيارة بتاريخ 2017/09/10.

⁶ – L'Autorité des marchés financiers est l'organisme public indépendant qui réglemente et contrôle les marchés financiers en France. Créée par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, l'Autorité des marchés financiers (AMF) est issue de la fusion de la Commission des opérations de bourse (COB), du Conseil des marchés financiers (CMF) et du Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF). Autorité des Marchés Financiers, Rapport annuel 2007, p1.

⁷ – شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz، زيارة بتاريخ 2017/02/10.

⁸ – المادتان رقم 15 و 16 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة¹، والتي تنص بأنه: "تكتب مساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال الشركة بحصص متساوية. تحدد المساهمة الدنيا في رأس مال الشركة للوسيط في عمليات البورصة بمليوني (2) دينار".

إن الاعتماد الفعلي للوسيط المالي في بورصة الجزائر موقوف على الاكتتاب في جزء من رأسمال الشركة طبقا لنص المادة 17 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، وقد تم التأكيد على ذلك بموجب نص المادة الثانية من نظام لجنة البورصة رقم 01/97، حيث جاء فيها: "إن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة التي تدعى في صلب النص "شركة" والمنصوص عليها في المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة هي عبارة عن شركة أسهم مؤسسة بين الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين قانونا من طرف لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها".

وتجدر الإشارة هنا أن الأعضاء المؤسسين لـ (ش.ت.ب.ق.م) هم:

- البنوك الوطنية: بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque².

- شركات التأمين الوطنية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمينات SAA، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل CAAT.

- البنك الخاص: يونيو بنك UB.

وتعد هذه التشكيلة انتقالية بالنسبة للشركة وفقا لأحكام المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والتي جاء في مضمونها بأنه: "يمكن انتقالا ولمدة لا تتجاوز خمس سنوات، ابتداءً من تاريخ صدور هذا النص، أن تعتمد اللجنة كوسطاء في عمليات البورصة، الأشخاص المعنويين التابعين لفئات محددة في مرسوم تنفيذي"، والتي صدر تطبيقا لأحكامها المرسوم

¹ - نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 01/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، ج ر العدد 87 الصادرة في 29 ديسمبر 1997، معدل ومتمم بالنظام رقم 04/03 المؤرخ في 18 مارس 2003، ج ر العدد 73 الصادرة في 30 نوفمبر 2003.

² - الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة الجزائرية، مرجع سابق.

التنفيذي رقم 176/94¹، والذي تضمن في نص المادة الثانية منه؛ بأنه: " يمكن أن تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفة انتقالية كوسطاء في عمليات البورصة، البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين المستقرة قانونا في الجزائر وكذا صناديق المساهمة".

إذا وفقا لأحكام المادة الأخيرة يمكن القول أن المرسوم التنفيذي اكتفى بتحديد فئات الأشخاص المعنوية المقبولة لممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة بالنسبة لهذه المرحلة، تاركا بذلك مهمة تحديد الهوية بدقة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي ستتكفل بالفصل في طلبات الاعتماد التي ستقدم إليها لاحقا.

في حين أن تشكيلة أعضاء (ش.ت.ب.ق.م) بعد انتهاء المرحلة الانتقالية وخلال المرحلة الحالية تضم سبعة بنوك فقط، وهم: بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، وبي أن بي باريبا الجزائر².

أما بخصوص مجلس إدارة الشركة فيتكون من البنوك الستة المساهمين الوسطاء في عمليات البورصة وهم: الرئيس القائم بالإدارة يمثل المساهم: الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، عضو قائم بالإدارة يمثل المساهم: بنك التنمية المحلية، عضو قائم بالإدارة يمثل المساهم: البنك الخارجي الجزائري، عضو قائم بالإدارة يمثل المساهم: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، عضو قائم بالإدارة يمثل المساهم: القرض الشعبي الجزائري، عضو قائم بالإدارة يمثل المساهم: البنك الوطني الجزائري³.

وقد أسند المشرع الجزائري طبقا لنص المادة 15 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 إلى (ش.ت.ب.ق.م) مهمة إدارة المعاملات التي تتم في البورصة، إذ تتولى تنظيم: عملية إدخال القيم المنقولة، عمليات المقاصة، الاجتماعات تسجيل مفاوضات الوسطاء، تسيير نظام

¹ - المرسوم التنفيذي رقم 176/94، المؤرخ في 13 جوان 1994 المتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 41، الصادرة في 26 جوان 1994.

² - شني ندير، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة سطيف2، 2017، ص 36.

³ - الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة الجزائرية، مرجع سابق.

التفاوض حول الأسعار، نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة والنشرة الرسمية للتسعيرة¹.

ثالثاً: المؤتمر المركزي على السندات.

إن تحديد الحقوق والالتزامات الناشئة عن عمليات تداول القيم المنقولة في البورصة، يعرف بنظام مقاصة الأوراق المالية وتسهر على تنظيم عملياته (ش.ت.ب.ق.م)، وفقاً لأحكام الفقرة الرابعة من نص المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93. هذا النظام الذي يهدف إلى نقل ملكية السندات المباعة إلى مشتريها، بقصد تحديد صافي الحقوق والإيداعات والالتزامات، بالإضافة إلى تسوية المراكز القانونية المالية الناشئة عن عمليات التداول² المنجزة من قبل وسطاء البورصة وسماستها، كان سابقاً من ضمن اختصاصات شركة تسيير البورصة، غير أن الأمر تغير بعد تعديل المرسوم التشريعي السالف الذكر، وذلك باستحداث جهاز خاص يعرف بالمؤتمر المركزي على السندات يتولى تنفيذ الصلاحيات المذكورة سابقاً، ونظراً لترابط وظيفة هذا الجهاز مع عملية تداول الأوراق المالية في بورصة القيم المنقولة سنقوم بدراسته، حيث سنتعرض إلى دور التشريع المقارن في استحداث هذا الجهاز مع بيان طبيعته القانونية، أهدافه، وظيفته ثم في الأخير نختم بإدارة وتسيير هذا المؤتمر المركزي على السندات.

أ - دور التشريع المقارن في استحداث المؤتمر المركزي في الجزائر.

استحدث المشرع الجزائري المؤتمر المركزي على السندات بعد تعديل المرسوم التشريعي 10/93 بموجب القانون 04/03، وعلى إثر ذلك إنتقلت المهام المذكورة سالفاً، بالإضافة إلى اختصاصات أخرى كانت محتكرة من طرف (ش.ت.ب.ق.م) إلى الجهاز الجديد، وهذا اقتداءً بالتشريع المقارن وعلى الخصوص التشريع الفرنسي.

ما يمكن الإشارة إليه بخصوص استحداث هذا الجهاز، أنه جاء متأخراً جداً بالنظر إلى التشريع المقارن، حيث اعتمده المشرع الفرنسي أول مرة سنة 1941 واصطلح عليه آنذاك بالجهاز المركزي لمقاصة القيم المنقولة (*Organisme de Compensation Central des Valeurs Mobiliers*)، ثم عدل إلى الصندوق المركزي لودائع وتحويلات الأوراق المالية (*Caisse Centrale*

¹ - المادة رقم 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

² - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 110.

(*CCDVT*) de Dépôts et Virement des Titres) بموجب القانون الصادر في 18 جوان 1949¹ ، هذا الأخير الذي حلت محله شركة المقاصة للقيم المنقولة ما بين المهنيين (*Société Interprofessionnelles pour la Compensation des Valeurs Mobilières*) - (SICOVAM) بموجب القرار الصادر في 23 ماي 1984²، والتي انتهت مهامها في سنة 2000 بعد إنشاء ³ EUROCLEAR FRANCE .

كذلك المشرع المصري أخذ بنظام الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، تطبيقاً لتوصيات منظمة هيئات أسواق المال الدولية (*IOSCO*)، ولجنة نظم الدفع والتسويات المنبثقة عن مجموعة العشرين (*G20*)، بشأن تحويل الأوراق المالية من صورتها المادية كصكوك، إلى قيود دفترية بأسماء مالكيها، وذلك بمساعدة الخبرة الفرنسية المتمثلة في كل من بورصة باريس وشركة المقاصة الفرنسية سيكوفام⁴. إذ استحدث نظام الإيداع والقيود المركزي للقيم المنقولة بموجب القانون⁵ رقم 93 لسنة 2000، حيث جاء في المادة الأولى من هذا القانون بأنه: "يعمل بأحكام القانون المرافق في شأن الإيداع والقيود المركزي والتسوية والمقاصة في الأوراق المالية" وتبين المادة الثانية أنه تطبيقاً لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية يقصد بالشركة: "شركة الإيداع والقيود المركزي"، وقد وضحت المادة 14 من الفصل الثاني المتعلق بالمقاصة الهدف من هذه الشركة، جاء فيها بأنه: "تقوم الشركة بإجراء عمليات المقاصة في الأوراق المالية لحساب أعضاء الإيداع المركزي وذلك بهدف تحديد صافي حقوق والتزامات كل منهم، كما تقوم الشركة بإجراء عمليات تسوية المراكز المالية الناشئة عن تداول الأوراق المالية".

إن تأسيس شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي في الواقع العملي كان يوم 13 سبتمبر 1994، بعد قيد الشركة في مكتب السجل التجاري جنوب القاهرة، تحت رقم

¹ - ريمة بلجودي، النظام القانوني لتداول الأوراق المالية بالبورصة، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2016، ص 219.

² - Voir le site web, www.wikipedia.org , viste le 15/03/2018.

³ - Arrêté du 23 mai 1984 portant approbation du règlement de la société interprofessionnelle pour la compensation des valeur mobilières? site web, www.legifrance.gouv.fr , viste le 15/03/2018.

⁴ - خالد أحمد سيف شعراوي، مرجع سابق، ص 184، كذلك عصام حنفي محمود موسى، شركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008، ص 30.

⁵ - القانون رقم 93/2000، المتعلق بالإيداع والقيود المركزي لدولة مصر، الجريدة الرسمية، العدد 20 تابع ب، الصادرة في 18 ماي 2000.

33849 حيث سميت بشركة مصر للمقاصة وتسوية المعاملات المالية¹، متخذة شكل شركة مساهمة لا يقل رأسمالها الاجتماعي عن 30 مليون جنيه مصري هذا بالإضافة إلى شروط استثنائية خاصة تتعلق بأعضاء الشركة².

وفقا لما سبق ذكره يمكن القول أن نظام المقاصة والتسوية الذي أخذ به المشرع الجزائري والذي يتطلب جهة مستقلة بعيدا عن إدارة البورصة وشركات السمسرة لم يكن إلا اقتباسا عن التشريع الفرنسي وهو نفسه الذي أخذ به المشرع المصري وبعض التشريعات الأخرى لم نتطرق إليها، ونتيجة ذلك هي استحداث المؤتمر المركزي على السندات (Dépositaire Central des Titres)، واختصارا الجزائر للتسوية (Algérie clearing).

ب - الطبيعة القانونية للمؤتمر المركزي على السندات.

إن انتهاج المشرع الجزائري لنظام المقاصة والتسوية حتم عليه استحداث جهاز ذو طابع خاص، هذا الأخير الذي يعد طبقا لأحكام المادة 19 مكرر² من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم؛ شركة مساهمة ذات طابع خاص³، فهي من جهة هيئة، وهذا المصطلح يستعمل للدلالة على أجهزة القطاع العام، ويترتب على ذلك تمتعها بامتيازات السلطة العامة كغيرها من أشخاص القانون العام، إلى جانب خضوعها لأحكام القواعد العامة. ومن جهة أخرى شخص من أشخاص القانون الخاص بإعتبارها شركة مساهمة، فتخضع أحيانا لأحكام القانون الخاص.

إذا يمكن القول أن هذا التوجه الذي أخذ به المشرع الجزائري من خلال تحديده للطبيعة القانونية للمؤتمر بموجب نص المادة 19 مكرر²، ليس بالشيء الجديد بل هو أمر مألوف يمكن معاينته في كثير من النصوص القانونية، التي تنظم القطاع الاقتصادي في

¹ راجع النظام الأساسي لشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي المعدل بتاريخ 20 جوان 2005، على الموقع الإلكتروني لهيئة الرقابة العامة لسوق رأس المال: <http://www.fra.gov.eg> تاريخ الزيارة 2017/11/10.

² راجع أحكام المادة 19 وما يليها من الفصل الثالث المتعلق بعضوية الإيداع المركزي، كذلك المادة 34 من الفصل السادس المتعلق بتأسيس وإدارة شركة الإيداع والقيود المركزي من القانون رقم 93/2000 المتعلق بالإيداع والقيود المركزي، المرجع السابق.

³ نصت المادة 19 مكرر 2 بأنه: " تمارس وظائف المؤتمر المركزي على السندات من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم...".

التشريع الجزائري، على غرار قانون النقد والقرض¹ مثلا، الذي ورد فيه بأن البنك المركزي مؤسسة وطنية² رأسماله تمتلكه الدولة كلية³، هذا بالإضافة إلى الصلاحيات الواسعة التي يتمتع بها لضبط السياسة النقدية⁴، كل هذا للدلالة على تمتعه بامتيازات السلطة العامة.

وبالمقابل يعتبره تاجرا، يحكمه القانون التجاري، يتبع قواعد المحاسبة التجارية ولا يخضع لإجراءات المحاسبة العمومية ولا لمراقبة مجلس المحاسبة⁵، بمعنى أن البنك المركزي يخضع للقانون الخاص في الوقت نفسه، وبالتالي فهذه الأحكام تماثل الأحكام المطبقة على المؤمن المركزي.

وبذلك فالأمر يعد طبيعيا نظرا لأهمية الشركة اقتصاديا، وأثرها على السوق المالية بصفة خاصة والاقتصاد الوطني بصفة عامة⁶. بمعنى أن المشرع من خلال هذه الأحكام يهدف إلى إشراك القطاع العام في المجال الاقتصادي بطريقة غير مباشرة، وعدم التخلي عنه كليا للقطاع الخاص وبالخصوص في بعض المجالات الحساسة كأسلوب للرقابة والتحكم، على غرار سوق الأوراق المالية الذي يعد القلب النابض لاقتصاديات الدول.

ومن أهم النقاط التي يبرز فيها الطابع الخاص لهذه الشركة هي إجراءات التأسيس، فبالموازاة مع الإجراءات التي يفرض القانون اتباعها في تأسيس شركات المساهمة، يخضع وضع القانون الأساسي للمؤمن المركزي وتعديلاته، تعيين المدير العام للشركة وباقي المسيرين إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة ت.ع.ب.م، كما يمكن لوزير المالية عزلهم بناءً على تقرير معلل من ل.ت.ع.ب.م⁷.

وتتجلى أكثر طبيعة المؤمن كشركة مهنية ذات نظام خاص في كونها تأسست بمساهمين حددهم القانون مسبقا⁸، وهم البنوك العمومية الخمسة التالي ذكرهم: البنك الخارجي

¹ - الأمر رقم 11/03، المؤرخ في 26/08/2003، المتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية، العدد 52، الصادرة في 27 أوت 2003.

² - المادة 9 من الأمر رقم 11/03، مرجع سابق.

³ - المادة 10 من الأمر نفسه.

⁴ - المادة 35 وما يليها من الأمر نفسه.

⁵ - المادة 9 من الأمر نفسه.

⁶ - آيت مولود فاتح، مرجع سابق، ص 180.

⁷ - المادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

⁸ - المادة 19 مكرر 3 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، المرجع نفسه.

الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، بالإضافة إلى ثلاث شركات مسعرة في البورصة وهم: مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، مؤسسة الرياض سطيف.

والملاحظ أنه في حالة زيادة رأسمال الشركة فإن الاكتتاب فيه مقصور فقط على: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الشركات المصدرة للسندات، الوسطاء في عمليات البورصة.

بمعنى أن الحظر يطول حتى المساهمين المؤسسين وهذا ما لا يتوافق وأحكام القانون التجاري¹، التي أعطت للمساهمين حق الأفضلية في الاكتتاب في الأسهم النقدية الصادرة لتحقيق زيادة رأس المال، مع بطلان كل شرط مخالف لهذه الأحكام متى ورد في العقد التأسيسي للشركة، لكن يجوز للمساهم التنازل عن هذا الحق.

كما أضاف المشرع فئة ثانية من المساهمين؛ وهما الخزينة العمومية، وبنك الجزائر، كمساهمين بقوة القانون² يمكنهم ممارسة هذا الحق متى أرادوا ذلك.

ومن أهم خصوصيات شركة المؤتمن المركزي كذلك مقدار رأس المال الاجتماعي الذي يتم الاكتتاب به والمقدر بـ : خمسة وستون (65) مليون دينار جزائري، وهذا مخالف لأحكام المادة 594 من القانون التجاري، التي تشترط أن يكون مقداره خمسة (5) ملايين دينار جزائري في حالة الادخار العلني ومليون دينار في الحالة المخالفة³، حيث يوزع على المساهمين وفقا لما حدده النظام رقم 05/03⁴. هذا بالإضافة إلى خضوع المؤتمن المركزي كشركة مساهمة إلى رقابة خارجية⁵.

إن تأسيس المؤتمن المركزي على السندات يعد خطوة جريئة، وقفزة نوعية في السوق المالية الجزائرية. من شأنها تشجيع المستثمرين على توظيف أموالهم في هذه السوق، وتعزز

¹ - أنظر المادة 694 وما يليها من المرسوم التشريعي رقم 08/93، المؤرخ في 25 أبريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم 59/75، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادرة بتاريخ 25 أبريل 1993.

² - "... par ailleurs, la banque d'algérie et le trésor public sont des actionnaire de droit ", sediki fadila, *l'économie algérienne : économie d'endettement ou économie de marché financier?*, Mémoire de magister, faculté des sciences économiques, commerciales et de gestion, département des sciences économique, option: " Monnaie – finance – banque " Université Mouloud Mammeri – tizi ousou, 2013, p141.

³ - المرسوم التشريعي رقم 08/93، مرجع سابق.

⁴ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 05/03، المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية، العدد 73 الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003.

⁵ - المادة 19 مكرر من المرسوم التشريعي 10/93، المعدل والمتمم، مرجع اسابق.

تقتهم فيها، نظرا للدور المنوط بالموثمن متى أداه على الوجه الذي حدده القانون¹.

ج - أهداف الموثمن المركزي على السندات.

تجدر الإشارة إلى أن نظام الإيداع والحفظ المركزي للأوراق المالية، لا يرمي إلى تحقيق أهداف مماثلة لوظيفة الحفظ في عقد الوديعة العادية²، وإنما يهدف إلى إلغاء الدعامات المادية المحسوسة للأوراق المالية، واستبدالها بقيود حسابية³، حيث تجمع الأوراق المالية وتحفظ مركزيا⁴ أو ما يعرف بمركزة حفظ السندات⁵ لدى البعض، مما يسهل تعامل الوسطاء الماليين عليها من خلال قيود دفترية أو إلكترونية وليس من خلال صكوكها الورقية. ومن أجل ذلك يفتح حساب أوراق مالية لكل مودع يقيد فيه ما يملكه من أوراق مالية، كما يتم إرسال كشف حساب يبين رصيد ما يملكه من الأوراق المالية المودعة في الحساب بصفة دورية أو بناءً على طلبه. وعند قيام المودع (المدخر) ببيع بعض أوراقه المالية فإن ذلك يتم عن طريق النقل من رصيد حسابه إلى رصيد حساب المشتري دون حاجة إلى تسليم وتسلم الصكوك المادية للأوراق المالية محل العملية⁶، هذا التجريد في الأوراق المالية هو جزء من منطق تجريد وسائل التبادل، وأنه يزيد من سيولة السوق ويقلل من الوقت المستغرق لمعاملات الأوراق المالية⁷.

وعليه يمكن القول في الأخير أن استخدام أجهزة الإيداع المركزي بمثابة مطلب أساسي

¹ - حمليل نورة، النظام القانون للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة ملود معمري - تيزي وزو، 2014، ص 173.

² - هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2005، ص 56.

³ - إبراهيم اسماعيل إبراهيم، أحمد خودير عباس، الموثمن المركزي على السندات (دراسة في القانون العراقي)، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة بابل، العراق، العدد الأول، 2016، ص 143. كذلك أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة - صناديق الاستثمار - أسواق رأس المال (الخطوات العلمية والثغرات القانونية)، الطبعة الأولى، دار إترك للطباعة والنشر والتوزيع، 2008، ص 84.

⁴ - عباس محمد موسى، عمليات تداول الأوراق المالية، مجلة رسالة الحقوق، كلية القانون، جامعة كربلاء، العدد الأول، 2012، ص 193.

⁵ - عوادي منير، مرجع سابق، ص 99.

⁶ - سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 69.

⁷ - "...se traduire par une dématérialisation progressive des valeurs mobilières aboutissant à une simple inscription en compte. Cette dématérialisation des titres s'inscrit dans la logique de dématérialisation des supports des échanges ; elle permet d'accroître la fluidité du marché et de réduire le délai des opérations sur titres", Catherine Laurent Karyotis, op.ct, p15.

لإدارة مشاكل المعاملات التي تؤثر على حياة الأوراق المالية بعد تجريفها من طابعها المادي¹.

د - وظائف المؤتمر المركزي على السندات.

جاء في أحكام المادة 19 مكرر 2 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم بخصوص وظائف المؤتمر المركزي على السندات أنها تتمثل على وجه الخصوص في:

- حفظ السندات التي تم قبولها² في عمليات المؤتمر المركزي، وفي إطار ذلك يتكفل هذا الأخير بفتح حسابات جارية باسم المتدخلين المعتمدين لديه³، بغرض تسهيل تنفيذ هذه الوظيفة.
- متابعة العمليات التي تتم بين الحسابات الجارية التي يشرف عليها، لمعرفة حركة الصكوك المالية.

- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها، إذ يتولى المؤتمر المركزي عمليات المقاصة والتسوية⁴ بطريقة آلية⁵ بقصد ضبط الحسابات الجارية

¹ - "... L'utilisation des dépositaires centraux est une recommandation essentielle pour la gestion des émissions, du dépôt et du traitement des opérations affectant la vie des titres dans un cadre dématérialisé...", Fédéric Hervo, Thomas Ros, Infrastructures post-marché et stabilité financière, Revue de la Stabilité financière (RSF), banque de France, N°1, Novembre 2002, p 121.

² - أنظر أحكام المواد من 12 إلى 19 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03، المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمر المركزي على السندات، الجريدة الرسمية، العدد 73 الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003.

³ - راجع أحكام المادة 20 من النظام نفسه.

⁴ - " المقاصة هي أداة لانقضاء دينين متقابلين بين نفس الشخصين بقدر الأقل منهما، وتفترض وجود شخصين كل منهما دائن ومدين للآخر في نفس الوقت بمبلغ من النقود أو كمية من المثليات، حتى يحق لكل منهما أن يقاص الآخر بما له قبله على قدر الأقل من الدينين، بحيث لا يبقى في ذمة أحدهما إلا ما زاد على القدر"، السعدي محمد صبري، الواضح في شرح القانون المدني، النظرية العامة للالتزام - أحكام الالتزام (دراسة مقارنة في القوانين العربية)، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، د ط، 2010، ص 357. إذا فالمقاصة تقوم بوظيفة مزدوجة، حيث أنها أداة وفاء وهي في نفس الوقت أداة ضمان إذا أصبح المدين دائناً لدائنه، وكان محل كل من الدينين المتقابلين - ما في ذمة المدين للدائن وما في ذمة الدائن للمدين - نقوداً أو مثليات متحدة في النوع والجودة وكان كل من الدينين خالياً من النزاع مستحق الأداء صالحاً للمطالبة به قضاءً، انقضى الدينان بقدر الأقل منهما عن طريق المقاصة، أحمد السنهوري عبد الرزاق، الوسيط في شرح القانون المدني الجديد - نظرية الالتزام بوجه عام (الأوصاف - الحوالة - الانقضاء)، الجزء الثالث، د ط، دار إحياء التراث العربي، بيروت - لبنان، د ت، ص ص 873، 874.

وعليه يمكن القول أن المقاصة في بورصة الأوراق المالية وفقاً للمفهوم السابق هي العملية التي يتم بموجبها احتساب صافي حقوق والتزامات أطراف المعاملات الناشئة عن أي تداول، وذلك لتسليم الأوراق المالية أو تسديد أثمانها في التاريخ المحدد للتسوية.

- أما التسوية فيقصد بها العملية التي بموجبها اتمام أي عقد تداول لنقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتسديد أثمانها بشكل نهائي وغير مشروط. نقلا عن هامش سيف إبراهيم المصاورة، المرجع السابق ص 76.

⁵ - راجع أحكام المواد من 35 إلى 42 من النظام رقم 01/03، مرجع سابق.

المفتوحة لديه. وهذا ما يعني أن وظيفة حفظ الأوراق المالية لا تكون بمفردها، بل تستتبع في الغالب بنشاط التسوية والتسليم بين الوسطاء الماليين المعتمدين في حفظ السندات لحساب الغير¹.

- الترقيم القانوني للسندات.

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق، وبالخصوص كل ما تعلق بعقود بيع الأوراق المالية وتسوية المراكز القانونية لأطراف العمليات المنجزة، بالإضافة إلى إطلاع المستثمرين بكشوف دورية أو عند الطلب...إلخ.

إذا من خلال ما سبق ذكره يمكن القول أن الوظيفة الأساسية لمراكز الإيداع تتمثل في التوثيق، أي تسجيل جميع الأوراق المالية الحالية والمعاملات التي تتم على هذه الأوراق المالية، وهذا بفضل العلاقات مع مصدري الأوراق المالية والمستثمرين أو الممثلين، حيث يضمن مركز الإيداع في جميع الأوقات أن يكون عدد الأوراق المالية في حسابات الوسطاء يتوافق مع مقدار الأوراق المالية المحملة على حساب المصدر، وأن الغرض من مراجعة الحسابات هو منع إنشاء أو إتلاف أوراق مالية وهمية². وهذا من شأنه بث الاطمئنان لدى المساهمين من خلال إدارة الحسابات الجارية المتعلقة بقيمهم المنقولة.

هـ - الجهاز الإداري للمؤتمن المركزي على السندات.

إن الخدمات التي يقدمها المؤتمن المركزي على السندات سواء حفظ السندات، أو إدارة وتسيير الحسابات الجارية يكون من خلال أشخاص تؤهلهم لجنة البورصة يطلق عليهم "ماسكي

¹ - "... Mais cette fonction de teneur de comptes de stocks de titres est complétée le plus souvent d'une activité de règlement de flux de transactions entre intermédiaires titulaires de comptes-titres (et, le cas échéant, de comptes-espèces) dans les livres du dépositaire central, agissant pour leur compte propre et ceux de leurs clients...", Fédéric Hervo, Thomas Ros, op.cit, p 121.

² - "... La fonction première des dépositaires centraux est d'ordre notarial et consiste à enregistrer l'ensemble des titres existants et les opérations effectuées sur ces titres. Grâce à leurs relations avec les émetteurs de titres et avec les investisseurs ou les représentants, ils s'assurent à tout moment que le nombre de titres présents sur les comptes des intermédiaires correspond au montant des titres porté au compte de l'émetteur. La vérification de l'étanchéité comptable a pour objet d'empêcher la création ou la destruction fictive de titres...", Ibid, p 121.

الحسابات حافضي السندات"¹ وقد حددتهم المادة 3 من نظام ل.ت.ع.ب.م رقم 02/03²، حيث نصت بأنه: "يمكن أن تؤهل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تدعى في صلب النص "اللجنة" لممارسة مسك الحسابات، حفظ السندات، البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة. وزيادة على ماسكي الحسابات حافضي السندات، يرخص بممارسة نشاط مسك الحسابات - الحفظ: للمؤسسات المرخص لها بالقيام بعمليات البنوك المنصوص عليها في الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها، للأشخاص المعنويين المصدّرين، من أجل مسك الحسابات - حفظ السندات التي يصدرونها".

بناءً على ما سبق يمكن القول أن من مزايا إنشاء المؤتمن المركزي على السندات؛ التقليل من التكاليف وأجال عمليات المقاصة والتسوية للأوراق المالية وغيرها من العمليات كاستلام وتوزيع الأرباح وممارسة الحقوق، تبسيط إجراءات التداول، تقليل المخاطر الناجمة عن العمليات المباشرة بين شركات الوساطة، باعتبارهم وكلاء عن الباعين والمشتريين في عمليات التداول في سوق الأوراق المالية³.

الفرع الثاني: الوساطة المالية في عمليات البورصة.

تبيح كافة التشريعات للأشخاص الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، غير أن التفاوض على القيم المتداولة والمقبولة في البورصة يعد نشاطاً محتكراً، لا يسمح به إلا لفئة محددة قانوناً في معظم الأنظمة التشريعية، وهم الوسطاء في عمليات البورصة، هؤلاء الأشخاص إما أن يكونوا أشخاصاً اعتباريين في شكل شركات مساهمة أو أشخاص طبيعيين، على أن يتم اعتمادهم من قبل الهيئة المشرفة على تنظيم بورصة الأوراق المالية - ل.ت.ع.ب.م في التشريع الجزائري - وسيكون تفصيل هذا الموضوع باعتباره محور الدراسة في الباب الأول من هذه الأطروحة.

¹ - بن عزوز فتيحة، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تخصص قانون خاص، جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان، 2016، ص 415.

² - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/03، المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، الجريدة الرسمية، العدد 73 الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003، والذي ألغى النظام السابق رقم 05/97 المؤرخ في 25 نوفمبر 1997، المتعلق باتفاقيات فتح الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وزينهم، ج ر ، العدد 87 ، الصادرة في 29 ديسمبر 1997.

³ - إبراهيم اسماعيل إبراهيم، أحمد خودير عباس، مرجع سابق، ص 143.

الفرع الثالث: المدخرون لرؤوس الأموال في البورصة.

ويقصد بهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها في بورصة الأوراق المالية على شكل قيم منقولة. هذه الفئة من المتدخلين في البورصة تنقسم إلى نوعين وهما الأسر ومؤسسات الاستثمار.

أولاً: الأسر.

تعتبر العائلات من بين المستثمرين في بورصة الأوراق المالية، وإن كانت المساهمات الفردية للعائلات تتميز بقلتها، بالنظر إلى القدرة الشرائية الضعيفة، وبالتالي فإن ما يتبقى من عملية الانفاق اليومي لا يمكن الاعتماد عليه كثيرا من أجل ترقية البورصة.

ثانياً: مؤسسات الاستثمار.

هي عبارة عن وعاء مالي لتوسيع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، فهي أحد الأساليب الحديثة في إدارة الأموال وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر¹. معنى ذلك أن هذه المؤسسات هي بمثابة وكلاء أو وسطاء غير ماليين، يديرون أموالا لكن لا يجوز لهم توظيفها في الأسواق المالية، إلا من خلال وسطاء معتمدين، ومن أهم المدخرين في القيم المنقولة من خلال هذه المؤسسات²، نجد كذلك شركات التأمين، صناديق التقاعد والضمان الاجتماعي، إذ أن هذه المؤسسات الأخيرة تعد من أهم عارضي الأموال، لما لها من دور في استقطاب أموال المتعاملين الاقتصاديين³ والمؤمنين.

¹ - بن امر بن حاسين، مرجع سابق، ص 39.

² - "... permettre aux agents, non fénanciers disposent d'un excédent structurel de liquidité à court terme(les etablissements de crédit, siciétés de certains secteurs comme celui de la distribution, compagnies d'assurances, caisses de retraite et de prévoyance, organismes de placement collectif...), de placer facilement leurs fonds, à des taux proches de ceux du marché interbancaire dont l'accès leur est, desormais, interdit...", paul-jacque lehmann, op.cit, p 20.

³ - نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، مرجع سابق، ص 24. كذلك بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 51. كذلك فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص 134. أنظر كذلك:

- " Les hedge fundset les OPCVM ne sont pas les seuls acteurs de taille dans les offres publiques. Il faut aussi prendre en compte les banques d'investissement , les fonds souverains et les fonds de pension ainsi que les autres investisseurs de taille institutionnelle ", Thomas Jaeglé, L'actionnaire de court-terme dans les offres publiques, thèse de doctorat, Faculté de droit, Université Paris Descartes, France, 2013, p 28.

إذا يمكن القول أن مؤسسات الاستثمار تعد طريقة غير مباشرة يلجأ من خلالها إلى التعامل في بورصة الأوراق المالية، ومن أمثلتها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة¹ (ه.ت.ج.ق.م) أو (OPCVM) ، وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة، ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين²، حيث تعرف في التشريعات العربية بتنظيمات الاستثمار المشترك في القيم المنقولة، وتهدف إلى تحقيق غرض رئيسي وهو جمع المدخرات وتوظيفها لحساب زبائنها، وفقا للقواعد والمبادئ التي تحكمها³، وقد نص عليها القانون من خلال الأمر رقم 08/96 ، وتنقسم ه.ت.ج.ق.م إلى نوعين⁴ كما هو معمول به في التشريع الفرنسي⁵؛ وهما:

- شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير (ش.إ.ر.م.م) أو (SICAV) ، حيث تم اعتماد أول شركة في بورصة الجزائر بموجب القرار رقم 01/98 بتاريخ 31 مارس 1998، والتي تعرف بـ: "سليم" مشكلة من ثلاث شركاء، وهم البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمينات برأس مال قدر بـ : 120 مليون دينار جزائري⁶.

- أما النوع الثاني فيتمثل في الصناديق المشتركة للتوظيف (ص.م.ت) أو (FCP)، وهي تختلف عن (ش.إ.ر.م.م) في كونها عبارة عن ملكية مشتركة لقيم منقولة، لا تكتسب الشخصية المعنوية، كما لا تتأسس إلا بموافقة (ل.ت.م.ع.ب) التي تمنح الاعتماد إلى الصندوق بعد دراسة مشروع النظام المحرر بمبادرة من المسيير والمؤسسة المؤتمنة التي تودع لديها

¹ - عوادي منير، مرجع سابق، ص 102.

² - شقيب عيسى، أزغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعلوم والاساسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، العدد 07، 2016، ص 59.

³ - حمليل نواره، مرجع سابق، ص 217.

⁴ - أنظر أحكام الأمر 08/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 03، صادرة بتاريخ 14 جانفي 1996.

⁵ - " En droit français, les OPCVM seront, soit des SICAV(Société d'Investissement à Capital Variable), soit des FCP (Fonds Commun de Placement). Dans le cadre d'une SICAV, il s'agira d'une société dont les porteurs de parts seront les actionnaires. Pour le fonds commun de placement, les porteurs de parts seront alors des copropriétaires ", Thomas Jaeglé, op.cit, p 24. Voir aussi paul-jacque lehmann, op.cit, p 195.

⁶ - فتيحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص 138.

الأصول¹. وطبقا لنص المادة 3 من المرسوم التنفيذي 474/96 فإن المبلغ الأدنى اللازم لتأسيس الصندوق هو مليون دينار جزائري².

الفرع الرابع: المصدرون للأوراق المالية.

إن تداول القيم المنقولة في البورصة متوقف، على إصدار تلك القيم في السوق الأولى. وبالإطلاع على التشريعات المقارنة نجد أن إصدار الأوراق المالية مقصور على الأشخاص الاعتبارية، كالدولة والهيئات العامة التابعة لها، شركات المساهمة والتوصية بالأسهم³، لما لهذه المؤسسات من أهمية في تنمية وتطوير الاقتصاد. وعلى هذا الأساس فإن هذه المؤسسات تعد من أهم الأطراف الأساسية المشاركة في سوق الأوراق المالية⁴، سواء كان نشاطها صناعيا، تجاريا، زراعيا أو خدماتيا، بحكم أن إصداراتها تعد المادة الأساسية لسوق الأوراق المالية، والتي من خلالها تلجأ لتمويل مشاريع جديدة أو توسيع وتجديد المشاريع القائمة⁵، ونظرا لأهمية الدور المنوط بهذه الأطراف المصدرة للأوراق المالية فإنه يتوجب عليها قبل أن تتخذ قرارا بإصدار الأسهم والسندات أن تراعي ما يلي⁶: حجم الأموال المطلوب الحصول عليها، توقيت الإصدار ونوع الورقة التي ينبغي إصدارها (سهم أو سند)، اختيار بنك الاستثمار.

هذا بالإضافة إلى موافقة الجمعية العامة غير العادية بالنسبة للشركات المساهمة، فيما يخص تعديل رأس مال الشركة بالزيادة، باعتبار أن الزيادة في رأس المال تعد تعديلا للقانون الأساسي ولأن ذلك من اختصاصاتها⁷، دون إهمال الأحكام المرتبطة بهذا التعديل والتي ينص عليها القانون التجاري⁸. كما يتعين على الجهة المصدرة أن تقدم إلى هيئة الأوراق المالية طلبا

1 - أنظر المواد من 13 إلى 19 من الأمر 08/96، مرجع سابق.

2 - المرسوم التنفيذي رقم 474/96، المؤرخ في 28 ديسمبر 1996، المتعلق بتطبيق المادتين 8 و 23 من الأمر رقم 08/96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 84، الصادرة في 29 ديسمبر 1996.

3 - سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 30. كذلك عصام أحمد البهجي، مرجع سابق، ص 150.

4 - عاطف وليم أندروس، مرجع سابق، ص 43.

5 - كتاف شافية، مرجع سابق، ص 44.

6 - نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، مرجع سابق، ص 23.

7 - هاني دويدار، القانون التجاري (التنظيم القانوني للتجارة- الملكية التجارية والصناعية- الشركات التجارية)، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2008، ص 789. كذلك عمار عمورة، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، دار المعرفة، الجزائر، 2009، ص ص 272، 273.

8 - راجع أحكام المواد من 687 إلى 708 من المرسوم التشريعي رقم 08/93، المؤرخ في 25 أبريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم 59/75، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري، مرجع سابق.

لتسجيل الأوراق المالية التي ترغب بإصدارها¹، مرفقا بنشرة إصدار²، مع الالتزام بأحكام المادة 41 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم، وكذلك الشروط³ التي تحددها هيئة الأوراق المالية.

المطلب الثاني: المنتجات موضوع عمليات الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

تمثل المنتجات المالية موضوع عمليات الوساطة في بورصة الأوراق المالية، السلعة التي يتمحور حولها النشاط، ومن ثم فإن هذه المنتجات تعد عصب الحياة لهذه السوق، وذلك من خلال آلية التداول عليها، والتي يلعب الوسطاء الماليين فيها دورا أساسيا، مما يعني وجود علاقة قوية وتأثير متبادل، بين تطور أسواق الأوراق المالية وتطور وتنوع المنتجات المستعملة في معاملات هذه الأسواق، وهو ما يسمح بزيادة حركية أسواق الأوراق المالية وتطورها. إذا فالمنتجات المالية هي تلك الأدوات أو الصكوك التي تصدرها منشآت الأعمال، وتمنح كحقوق للمدخرين، مقابل الحصول على التمويل اللازم للمشاريع، هذه المنتجات إما أن تأخذ شكل صكوك ملكية أو صكوك مديونية. وبالإضافة إلى هذه الأدوات التقليدية (الأسهم والسندات)، فقد أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين، إلى نمو سريع في حجم الأوراق المالية، وظهور منتجات مالية جديدة، أملتھا التحولات المالية المترامنة والحاجة إلى مثل هذه المنتجات⁴، حيث تسهل عملية نقل المخاطر وتوزيعها، مما يساعد في توفير السيولة، ويصطلح على هذه الأدوات اسم المشتقات المالية⁵.

¹ - مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009، ص 97.

² - سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 54.

³ - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/96 لمؤرخ في 22 جوان 1996، المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، ج ر، العدد 36، الصادرة في أول يوليو 1997.

⁴ - رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2007، ص 17.

⁵ - مناصرية خولة، مرجع سابق، ص 112. كذلك سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية - دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015، ص 35.

وتأسيساً على ما سبق ذكره سنحاول تسليط الضوء على مفهوم الأوراق المالية مع ذكر بعض خصائصها في فرع أول، كما سنتناول صكوك الملكية في فرع ثانٍ، ثم صكوك المديونية في فرع ثالث والمنتجات المالية الهجينة في فرع رابع، وأخيراً في الفرع الخامس نعرض المشتقات المالية.

الفرع الأول: مفهوم الأوراق المالية .

الأوراق المالية عبارة عن أدوات تمويلية طويلة وقصيرة الأجل، يتم تداولها في إطار منظم خاص بها يعرف بسوق أو بورصة الأوراق المالية¹، بمعنى هي أدوات استثمار مالي، تعد أصولاً مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات، تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقاً، كما أنها تعطي الحق لمالكها في استرداد القيمة الأصلية (الاسمية) للورقة في نهاية مدة معينة، أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية للشركة في ظروف معينة، وكذلك الحق في التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت². كما تعرف بأنها: "صك يعطي كامل الحق في الحصول على جزء من عائد، أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا"³، أو أنها "الورقة التي تمثل حق المستثمر في الحصول على عوائد -ربح أو فائدة- في المستقبل وفقاً لشروط محددة مسبقاً"⁴.

أما إذا نظرنا في بعض التشريعات المقارنة على غرار المشرع المصري فإنه لم يضع تعريفاً جامعاً مانعاً لمسألة تنظيم الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وذلك بالتمتع في نصوص قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999، حيث يتبين أن المشرع قد أفرد الفصل السادس من الباب الأول للبورصة تحت عنوان "سوق الأوراق المالية" في المواد من 44 إلى 46 ودون

¹ - فيصل محمود الشواربة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص 75. كذلك محمد غزال، مرجع سابق، ص 31.

² - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 133.

³ - عصام حسن، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 77. كذلك منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 5. كذلك سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 30. كذلك محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية-دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، الأزطانية، مصر، 2007، ص 5. كذلك حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة قضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس 2004، ص 4.

⁴ - محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص 5. كذلك أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ص 219.

أن يضع تعريفاً للأوراق المالية كما فعل بشأن الأوراق التجارية، ونفس الحديث ينطبق على قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000 ولائحته التنفيذية، والأمر نفسه ينسحب على القانون رقم 95 لسنة 1992 المتعلق بسوق رأس المال، كما لم يعرفها المشرع الأمريكي، بالرغم من وضعه لقانون خاص بالأوراق المالية إلا أنه لم يورد تعريفاً لها، في حين قام بتعدادها وأورد أمثلة عنها دون أن يحصرها¹.

ومن جهته المشرع الفرنسي كذلك لم يقدم تعريفاً محدداً للأوراق المالية في القانون التجاري، وبالمقابل عرفها بموجب القانون الصادر في 23 ديسمبر 1988 المتعلق بهيئات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية، حيث جاء في نص المادة الأولى منه على أنه: "يعتبر أوراق مالية طبقاً لهذا القانون الصكوك التي تصدرها الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة، وتنتقل ملكيتها عن طريق القيد في الحساب أو بالتسليم وكل نوع يخول لصاحبه حقوقاً مماثلة، وهي تمثل حصة في رأس المال الشخص المعنوي أو حق دائنية عام على ذمته المالية"².

أما المادة L211-2 من القانون النقدي والمالي الناتج عن الأمر الفرنسي الصادر في 24 يونيو 2004 المعدلة، أعطت تعريفاً عاماً للأوراق المالية بالتركيز على الخصائص المميزة لها دون أن يتضمن خاصية التفاوض في هذا التعريف القانوني، والذي جاء فيه بأنها: "أدوات قابلة للنقل والتحويل عن طريق التسجيل في الحساب أو بالتداول"، مع أن أغلب الكتاب يعترفون بأن القابلية للتداول هي الخاصية الرئيسية للقيم المنقولة بالإضافة إلى خاصية الإستبدال³.

وهو ما ذهب إليه المشرع الكويتي في المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، حيث جاء في نص المادة الثانية منه بأنه: "يقصد بالأوراق المالية في تطبيق أحكام

¹ - موفق خالد إبراهيم، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الأسواق المالية - دراسة مقارنة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، 2014، ص 41.

² - مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال - دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009 - 2014، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015، ص 28. كذلك ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص 29.

³ - " L'article L. 211-2 du Code monétaire et financier issu de l'Ordonnance française du 24 juin 2004 consacrait une telle définition générale de la notion de valeur mobilière. Ce texte, aujourd'hui modifié, précisait qu'elles étaient transmissibles par inscription en compte ou par tradition. Toutefois, le caractère négociable n'était pas visé dans la définition légale. Or la majorité des auteurs reconnaissent la négociabilité comme étant une caractéristique principale de la valeur mobilière ainsi que son caractère fongible", Aurore Ben Adiba, Les sûretés mobilières sur les biens incorporels Propositions pour une rénovation du système des sûretés, mobilières en France et au Québec, Thèse de doctorat, Faculté de droit, Cotutelle entre l'Université de Montréal et l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, 2012, p231.

هذا المرسوم أسهم وسندات الشركات المساهمة الكويتية والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى كويتية أو غير كويتية مرخص بتداولها من لجنة السوق"¹

بينما عرف المشرع الجزائري الأوراق المالية بموجب نص المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري، بأنها: "سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقاً مماثلة حسب الصنف، وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها".

ما يعاب على هذا التعريف أنه حصر الأوراق المالية في السندات دون غيرها من القيم المنقولة الأخرى. وهنا يمكن القول أن المشرع لا يميز بين الأسهم والسندات، حيث أن الأحكام التي وردت في نص المادة - تسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأس مال الشركة المصدرة - تتعلق بالأسهم، فهي فقط التي تعتبر أداة ملكية، وتسمح لمالكها بالتمتع بحق تملك جزء من رأس مال الشركة المصدرة، في حين أن السندات تعد ديناً في ذمة الشركة ويترتب على هاتين الميزتين أحكام هامة بالنسبة لمالكي الأسهم والسندات، حيث أن ملكية الأسهم أخطر بكثير من ملكية السندات بالنسبة للمستثمرين.

كما أن السندات تعد أحد أنواع الأوراق المالية، ولهذا كان من الأفضل استعمال مصطلح الصكوك المالية بدل السندات.

إذا من خلال التعاريف السابقة تتلخص أهم الخصائص المميزة للأوراق المالية في كونها:
 - قابلة للتداول² بالبيع والشراء كسلعة في سوق رأس المال بمختلف تصنيفاتها وأنواعها³، مما يحقق لها نوع من السيولة، من خلال إمكانية التصرف في الورقة المالية في أي وقت⁴.
 - للأوراق المالية خاصية أساسية تميزها عن السندات الأخرى، أي تمنح حقوقاً مماثلة حسب الفئة وفقاً للمادة L.211-1 من القانون النقدي والمالي، وأنها جزء من إصدار عام مقسم إلى عدد كبير من الأوراق المالية، والتي تمثل مجمل الديون⁵.

¹ - عصام أحمد البهجي، مرجع سابق، ص 138.

² - Aurore Ben Adiba, op.cit, p233.

³ - محمد غزال، مرجع سابق، ص 32.

⁴ - " ... c'est à dire les transformer en monnaie sur un marché secondaire, s'ils en éprouvent, a un mement quelconque, le besoin ... ", paul-jacque lehmann, op.cit, p 16.

⁵ - " Les valeurs mobilières ont une caractéristique essentielle qui les distingue des autres titres financiers, celle de conférer des droits identiques par catégorie selon l'article L.211-1 du Code monétaire et financier. Elles font partie="

- تصدر الورقة المالية بقيم اسمية غير قابلة للتجزئة، وتمثل بطريقة مباشرة أو غير مباشرة حصة في رأس مال الشخص المعنوي أو دينا عاما في ذمته المالية.
- يتسم الاستثمار في الأوراق المالية بطابع المرونة والسهولة، حيث بإمكان أي شخص التعامل فيها بالبيع والشراء، وبالخصوص بمساعدة الوسطاء الماليين¹.
- ومن المعايير المميزة الأوراق المالية كذلك: قابلية الاستبدال، الإدراج في البورصة أو إمكانية الإدراج، إمكانية الحصول على الدخل، الوصول المباشر إلى حصة رأس المال أو حق مطالبة عامة بأصول الشركة المصدرة².

الفرع الثاني: صكوك الملكية.

تتمثل أدوات الملكية في الأسهم، وتعد الصكوك الأساسية في البورصة. إذ تصدرها شركات الأموال وتمثل المساهمة في رأس مال الشركة، وتصدر الأسهم عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال، وتكون محلا للاكتتاب في رأس مال الشركة، وتختلف عن سندات الدين من نواحي عديدة سواء من حيث عمر هذه الأدوات المالية أو من حيث قيمة الدخل³.

إذا فأدوات الملكية هي تلك الحقوق المالية التي يمنحها المصدر للمستثمر، مقابل الحصول على التمويل اللازم، ويتحمل عائدا مدفوعا للمستثمر مقابل هذه التضحية⁴، ونظرا لأهمية الأسهم كأدوات للملكية في بورصة الأوراق المالية سنتعرض بالدراسة لتعريف الأسهم ثم خصائصها وفي الأخير نتطرق لأنواع الأسهم.

أولاً: تعريف السهم.

أ- السهم في اللغة: يطلق السهم في اللغة على معان عدة، منها الحظ، النصيب، الشيء من أشياء، والقدر الذي يقارع به، ويقال: أسهم بينهم أي أفرع، وسأهمه أي قاسمه. وأخذ سهماً

=d'une émission globale divisée en un grand nombre de titres qui représentent toute une fraction globale de la créance", Aurore Ben Adiba, op.cit, p 236.

¹ - خالد أحمد سيف شعراوي، مرجع سابق، ص 46.

² - "... la fongibilité, la cotation en Bourse ou la possibilité d'une cotation, la possibilité de procurer des revenus, l'accès direct à une quotité du capital ou à un droit de créance général sur le patrimoine de la société émettrice", Aurore Ben Adiba, op.cit, p233.

³ - " les actions sont des titres de propriété de qui représentent une fraction du capital de la société émitrice, contrairement aux TCN ou aux obligations qui matérialisent des créances, les action sont émise soit au moment de la création de la société, on parle d'apports en fonds propres, soit lors d'une augmentation de capital. A la différence des obligations qualifiées de revenu à valeur fixe à durée de vie définie, les action sont considérées comme des instruments financiers à durée de vie indéfinie, dont les flux futurs de revenus, appelés dividendes, sont inconnus, on parle de valeur à revenus incertains..", Amélie Charles, Etienne Redor, op.cit, p 157.

⁴ - خالد محمد نصار، مرجع سابق، ص 41.

أي نصيباً¹، وورد في القرآن الكريم: "فساهم فكان من المدحضين"²، أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين.

ب- السهم اصطلاحاً وتشريعاً: عرف السهم في الاقتصاد والقانون التجاري بتعريفات متعددة ومتقاربة، منها:

يطلق لفظ "السهم" على حق الشريك في شركة المساهمة، أو شركة التوصية بالأسهم من جهة، وعلى الصك الثابت لهذا الحق من جهة أخرى³. ويعرف بأنه: "حق المساهم في شركة أموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري"⁴. وفي تعريف آخر يمثل السهم: "نصيب المساهم في شركات الأموال، وهو يقابل حصة الشريك في شركة الأشخاص، ويقصد به الصك الذي تمنحه الشركة للمساهم نتيجة اكتتابه في الشركة"⁵.

وعرفه البعض بأنه: "صك يثبت لصاحبه الحق في الحصول على حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع ما يمتلكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محددة بمقدار ما يملكه من أسهم"⁶. وفي تعريف آخر: "الأسهم هي حصة في ملكية المنشأة تمنح صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين، كما يحق لحاملها الاشتراك في إدارة المنشأة"⁷.

¹ - ابن منظور محمد بن مكرم، لسان العرب، المجلد الثالث، الطبعة الأولى، دار صادر، بيروت، 1997، ص 358، 359. كذلك أبو بكر الرازي، إيضاح مختار الصحاح، الطبعة الأولى، دار البشائر للطباعة والنشر، دمشق، 1997، ص 210.

² - سورة الصافات الآية 141.

³ - هاني دويدار، المرجع السابق، ص 717. كذلك محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات - ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2009، ص 28، 29. كذلك عزيز العكيلي، القانون التجاري، مكتبة دار الثقافة، عمان، 1997، ص 280.

⁴ - شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، دار هومة، 2005، ص 21.

⁵ - سميحة القلوبوي، الشركات التجارية، الطبعة الخامسة، دار النهضة العربية، 2011، ص 685.

⁶ - محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص 6.

⁷ - إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية (دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الدراسات التجارية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، المجلد 17، العدد 2 لسنة 2016، ص 6.

وقد جاء تعريف السهم حسب نص المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري الجزائري بأنه: " سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها". من خلال المفاهيم السابقة يمكن القول أن: الأسهم عبارة عن صكوك ملكية متساوية القيمة غير محددة الأجل، تمثل حصة الشريك في رأس مال شركات الأموال، وتقدم إما في شكل نقدي، عيني، أو مختلطة، وهي قابلة للتداول بالطرق التجارية، تمكن صاحبها من المشاركة في اتخاذ قرارات المنشأة عن طريق حق التصويت، كما تخوله حق تلقي عائدا ماليا متغيرا من الأرباح، بالإضافة إلى امتلاك جزء شائع من رأسمالها.

ثانيا: خصائص الأسهم.

من خلال التعاريف السابقة الذكر يمكن أن نستشف بعض الخصائص التي يمكن أن نميز من خلالها السهم عن باقي الأوراق المالية الأخرى، ونذكر منها مايلي.

أ - قابلية السهم للتداول: تعد هذه الخاصية أهم ميزة تتصف بها الأسهم . حيث بفضلها تصبح الأسهم أكثر مرونة في سوق الأوراق المالية، مما يسمح لحامليها إمكانية التنازل عنها بالطرق التجارية¹.

ب - تساوي الأسهم من حيث القيمة: القيمة الاسمية للسهم أو القيمة النسبية للسند هي المبلغ الذي يوافق المصدر على سداده لحامله بحلول تاريخ الاستحقاق، ويعرف هذا المبلغ بالقيمة الأساسية، أو القيم الاسمية، أو قيمة الاسترداد، أو قيمة الاستحقاق²، هذه الأخيرة يتم تحديدها من قبل القانون، ويستوي في ذلك كل أنواع الأسهم، إذ أنها تقوم على مبدأ المساواة في الحقوق والالتزامات، والحكمة من تساوي قيم الأسهم هي سهولة تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية، بالإضافة إلى تسهيل عملية توزيع الأرباح، وتنظيم سعر الأسهم داخل البورصة³.

ج - عدم قابلية السهم للتجزئة⁴: بمعنى أن مالك السهم يجب أن يكون شخصا واحدا في مواجهة الشركة، ولا يجوز أن يتعدد مالكو السهم الواحد أمام الشركة، فإذا انتقلت ملكية

¹ - محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 154. كذلك خالد أحمد سيف شعراوي، مرجع سابق، ص 53.

² - " Thepar valueof a bond is the amount that the issuer agrees to repay the holder of the debt instrument by the maturity date. This amount is also referred to as theprincipal, face value, redemption value, or maturity value..." , FRANK J. FABOZZI , op.cit, p3.

³ - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 47.

⁴ - هاني دويدار، مرجع سابق، ص 720. كذلك شعبان إسلام محمد البراوي، مرجع سابق، ص 89.

السهم إلى أكثر من شخص واحد نتيجة إرث أو هبة أو وصية، فهذه التجزئة بينهم وإن كانت صحيحة إلا أنها لا تقبل تجاه الشركة¹، بمعنى أن ملكية السهم لا تنتقل مجزأة للورثة²، وبالتالي يجب على مالكي السهم الواحد في هذه الحالة، تعيين من يمثلهم لممارسة الحقوق المتعلقة بالسهم.

د - مسؤولية مالك السهم: من الخصائص التي تتعلق كذلك بالأسهم، أن حملتها تكون مسؤوليتهم في مواجهة الشركة محدودة بحسب قيمة أسهمهم فيها، ولا يسأل المساهم عما يجاوز ذلك، فإذا أفلست الشركة، فلا يلزم بسداد ديونها من أمواله الخاصة.

هـ - العائد المحصل عليه من الأسهم: يعطي السهم نوعين من العائد؛ عائد رأسمالي

عند بيع السهم وعائد جاري له عدة قيم³ وهي:

- قيمة اسمية للسهم تحدد عند تأسيس الشركة، وتتمثل في القيمة التي تدون على قسيمة السهم⁴ عند إصدارها لأول مرة، والتي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني. لذلك يمكن تسميتها بالقيمة القانونية⁵، وهي قيمة لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم.
- قيمة دفترية للسهم، وتعرف بالقيمة المحاسبية للسهم وتتمثل في نصيب السهم الواحد⁶، وتحسب بقسمة صافي الأصول على عدد الأسهم العادية، تستخرج من سجلات ودفاتر الشركة على أساس قيمة الأصول في دفاتر الشركة .
- قيمة سوقية للسهم، وهي القيمة التي تحدد للسهم في السوق وفق قوى العرض والطلب، وعرفت بأنها، السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية، والتي تتسم بالتقلب من وقت لآخر، وتحدد القيمة السوقية للسهم في ضوء الظروف الاقتصادية العامة وأداء الشركة المتوقع⁷.

¹ - كتاف شافية، مرجع سابق، ص 143.

² - إبراهيم سيد أحمد، العقود والشركات التجارية فقها وقضاء، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999، ص 171.

³ - نزار سناء، مرجع سابق، ص 18.

⁴ - عصران جلال عصران، الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص 23.

⁵ - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، د. ط، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2009، ص 161.

⁶ - محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 155.

⁷ - إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، مرجع سابق، ص 7.

و - **أجل استحقاق السهم:** ليس للسهم تاريخ استحقاق محدد، كونه يمثل حق ملكية حقيقية في منشأة قائمة على أساس مبدأ الاستمرارية¹.

ثالثاً: أنواع الأسهم:

تصنف الأسهم إلى عدة أنواع، وذلك تبعاً لتعدد المعايير المعتمدة في عملية التصنيف، يكون بيانها على النحو التالي:

أ - **التصنيف تبعاً لطبيعة حصة المساهم:** تتنوع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك إلى نوعين، هما²:

1- **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأسمال الشركة نقوداً، سواء كانت محررة بالكامل أو جزئياً، حيث لا يشترط أن يدع المساهم قيمة السهم كاملة عند الاكتتاب.

2- **الأسهم العينية:** هي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأسمال الشركة عيناً من الأعيان، كأرض، مبنى، بضاعة أو مصنع. وهذه الأسهم لا بد أن تكون محررة بالكامل عند الاكتتاب

ب - **التصنيف تبعاً للشكل القانوني للأسهم:** تبعاً للشكل القانوني للأسهم يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنواع، هي:

1- **الأسهم الاسمية:** هي الأسهم التي تحمل اسم المساهم³، وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم. ويقيد اسم المساهم في سجلات خاصة، تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم⁴. ويتم تداولها، ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقيد اسمه في تلك السجلات.

2- **الأسهم لحاملها:** هي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالِكها، وإنما يشار فيها أنها لحاملها، حيث يعتبر حاملها مالِكاً لها⁵، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى المشتري بالمناولة، أي

¹ - زيد حياة، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم (دراسة تطبيقية على عينة من أسواق المال العربية: الأردن، السعودية وفلسطين)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015، ص 10.

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 116. كذلك صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 123. كذلك أمين زويل، مرجع سابق، ص 48.

³ - سميحة القليوبي، مرجع سابق، ص 691. كذلك هاني دويدار، مرجع سابق، ص 723.

⁴ - محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 157.

⁵ - محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق ص 7. كذلك ضياء مجيد، مرجع سابق، ص 39.

بتسليمها من يد البائع إلى يد المشتري وبذلك يحصل تداولها بأقصى سرعة ممكنة¹.

3- الأسهم الإذنية أو لأمر: في هذا النوع من الأسهم يذكر اسم صاحبه في الشهادة

مقترنا بشرط الأمر، وعليه يتم انتقال ملكيته بالتظهيري وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة².

ج- التصنيف تبعا لعلاقة الأسهم برأس مال الشركة: تنقسم الأسهم من حيث علاقتها برأس مال الشركة إلى أسهم رأس المال وأسهم التمتع. حيث أن أسهم رأس المال هي التي تمثل جزءا من رأس مال الشركة³، ولا يجوز أن ترد قيمتها للمساهمين ما دامت الشركة مستمرة في نشاطها، وبعبارة أخرى هي الأسهم التي لا يتسلم صاحبها قيمتها في أثناء حياة الشركة، أي أنها لم تستهلك. أما أسهم التمتع فهي الأسهم التي حصل صاحبها على قيمتها الاسمية في أثناء حياة الشركة، وقبل انقضاءها⁴.

د- التصنيف تبعا للحقوق التي يخولها السهم: من حيث الحقوق التي تخولها الأسهم لمالكيها، فهي تنقسم إلى أسهم عادية وأخرى ممتازة. فبالنسبة للأسهم العادية، هي التي تمنح مالكيها الحقوق العادية التي لا يمكن فصلها عن السهم، والتي تعتبر من مقوماته على غرار الحق في الحصول على أرباح⁵، حق الحضور في الجمعية العامة، حق التصويت⁶، حق الترشح...إلخ، دون أن يكون لهم أي امتيازات وأولويات إضافية.

أما الأسهم الممتازة فتمنح مالكيها بالإضافة إلى الحقوق العادية المرتبطة بالسهم، بعض المزايا كأولوية على أرباح الشركة أو الفائض عند التصفية أو التصويت⁷.

الفرع الثالث: صكوك المديونية.

قد تحتاج الشركة لكي تتابع نشاطها المسطر - من أجل تحقيق أهدافها - إلى أموال جديدة زيادة على رأس مالها، وفي سبيل ذلك، إما أن تحصل على هذه الأموال باللجوء إلى زيادة رأس مالها عن طريق إصدار أسهم جديدة، وهذا ما لا يفضله المساهمون القدامى،

¹ - شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 23.

² - نزار سناء، مرجع سابق، ص 19.

³ - "une action ordinaire représente une part du capital d'une entreprise...", Frederic Mishkin et autres, op.cit, p 5.

⁴ - سميحة القليوبي، مرجع سابق، ص 704.

⁵ - "une action ordinaire ... c'est un titre donnant un droit sur les revenus et les actifs, ainsi que sur sa gouvernance...", Frederic Mishkin et autres, op.cit, p 5.

⁶ - "... le droit de vote ... le droit pécuniaire aux dividendes...", paul-jacque lehmann, op.cit, p 52.

⁷ - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، د ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 13. كذلك سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 36.

وبالتالي رفض المصادقة من قبل الجمعية العامة في حال اتخاذ مثل هذه القرارات، باعتبار أن ذلك يؤدي إلى دخول مساهمين جدد يراحمونهم في اقتطاف ثمار النشاطات السابقة للشركة. وإما أن تلجأ الشركة إلى الاستعانة بالجمهور بطريقة القرض الجماعي، عن طريق الاكتتاب العام، بحيث يقسم المبلغ الذي تقترضه إلى أجزاء متساوية، يمثل كل منها بصك أو ما يعرف بالسند، يثبت فيه دين الشركة. وكما يمكن إصدار السندات عن طريق الشركة المساهمة، أو التوصية بالأسهم فقد تصدرها الدولة، أو غيرها من الأشخاص العامة¹. وعلى هذا سنتناول أولاً تعريف السندات، ثم نتطرق لخصائصها على أن نختم بأنواعها.

أولاً: تعريف السندات.

يتناول هذا الفرع تعريف السندات من جوانب مختلفة، قصد الوقوف على مدى توافق، أو اختلاف الآراء حول هذا النوع من الصكوك.

أ- التعريف اللغوي: من حيث الاشتقاق اللغوي، السندات "جمع مفردة سند، ويعني الاعتماد، والركون إليه والالتكأ عليه، وكل شيء أسند إليه شيء فهو مسند، والسند ما ارتفع من الأرض في قُبَلِ الجبل أو الوادي، وعلا عن السفح"².

ب- التعريف الاصطلاحي: قدمت عدة تعاريف للسندات سواء من جانب الاقتصاديين، أو من جانب فقهاء القانون، غير أنها لا تختلف كثيراً من حيث المضمون، نوجز منها ما يلي:

1- تعريف السندات من وجهة نظر الاقتصاديين: يعرف الاقتصاديون السندات بأنها: "أدوات تمويلية قابلة للتداول تمثل دينا طويل الأجل على الشركة المصدرة، أو أية هيئة أخرى وهي جزء من الدين الكلي لها"، وهي أيضاً: "صكوك متساوية القيمة، تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها، وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال، أو اقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد استحقاقها، وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية"³.

كما عرف السند كذلك بأنه: "وثيقة بقيمة محددة، يتعهد مصدرها بدفع فائدة دورية في تاريخ محدد لحاملها"⁴. وعرف بأنه: "قرض طويل الأجل، تتعهد الشركة المقترضة بموجبه أن

¹ - إبراهيم سيد أحمد، مرجع سابق، ص 175.

² - ابن منظور، مرجع سابق، ص ص 346، 347.

³ - نزار سناء، مرجع سابق، ص ص 22، 23.

⁴ - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 95.

تسدد قيمته في تواريخ محددة"¹. ويعرف كذلك بأنه: "أداة تمويل مباشر مابين وحدات العجز (المقترض)، ووحدات الفائض (المقرض)، فهو عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية تدعى السند"².

2- تعريف فقهاء القانون: عرف فقهاء القانون التجاري السند بتعريفات مختلفة منها:

بأن: "السند هو التزام مالي تعاقدى مكتوب، يتعهد بموجبه المقترض (مصدر السند)، بتقديم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند)، والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات وحتى تسديد القرض"³. وعرف كذلك بأنه: "صك قابل للتداول يمثل قرضاً يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، وتصدره الشركات، أو الحكومة وفروعها، ويعتبر حامل سند الشركة دائناً لها، ويعطي لحملة السندات فائدة ثابتة سنوياً، ولهم استيفاء قيمتها عند حلول أجل معين"⁴. وعرفت السندات أيضاً بأنها: "صكوك ذات قيمة اسمية قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة، تثبت حق حاملها فيما قدمه من مال للشركة المصدرة وحقه في الحصول على الفوائد المقررة، واقتضاء دينه في الميعاد المحدد"⁵.

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 201. كذلك مسعودة بن لخضر، مرجع سابق، ص 35.

² - عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية أنموذجاً، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015، ص 30. كذلك محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 103.

³ - نبيل خليل طه السومر، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق (دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2007، ص 33.

⁴ - بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري - قسنطينة، 2012، ص 36.

⁵ - خالد أحمد سيف شعراوي، مرجع سابق، ص 65.

ج - تعريف المشرع الجزائري للسندات:

جاء في التعريف الذي قدمه المشرع الجزائري لسندات الدين، من خلال نص المادة 715 مكرر 74 من القانون التجاري بأنها: "سندات قابلة للتداول، تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير، يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها، وتقوم على القيمة الاسمية للسند".

باستقراء التعاريف السابقة، وإن اختلفت المفردات المستعملة في كل منها، إلا أنه يمكن القول أنها تتمحور في مجملها حول الفكرة نفسها؛ والمتمثلة في كون السند هو تعهد من جانب المقترض، موثق على شهادة أو صك مديونية قابل للتداول، يثبت الدين الذي في ذمة المقترض للمقرض، ويحدد تاريخ استحقاق قيمته الاسمية، ويخول للمقرض الحق في فائدة سنوية تحسب بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند، ولا يخول حق التملك أو التدخل في الإدارة.

ثانيا: خصائص السند. تتميز السندات بمجموعة من الخصائص أهمها:

- يمثل السند حق الدائن تجاه الشركة، ولا يمثل حصة شريك فيها. وينبغي على ذلك أن لحامل السند الحق في تقاضي فائدة ثابتة سنويا على قرضه، سواء حققت الشركة أرباحا أو لم تحقق. وله الحق في استرداد قيمة السند في الموعد المتفق عليه، ويتمتع أيضا بضمان عام على أموال الشركة يتقدم بموجبه على الشركاء في استيفاء قيمة سنده والفوائد المستحقة له من موجودات الشركة عند تصفيتها¹.

- تعتبر سندات القرض قرضا جماعيا طويلا الأجل، خلافا للقروض العادية، لأن الشركة لا تتعامل مع كل مقرض على حده²، بل تقوم بإصدار عدد كبير من السندات متساوية القيمة تعرضها على الجمهور للاكتتاب فيها، وهي قابلة للتداول بالطرق التجارية كالأسهم³.

- لا تخول لحاملها حق التدخل في إدارة الشركة، ولا حق التصويت في الجمعية العامة⁴.

¹ - ميسون على حسين، مرجع سابق، ص 72. كذلك محمد غزال، مرجع سابق، ص 40.

² - إبراهيم سيد أحمد، مرجع سابق، ص 176. كذلك أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 97. كذلك خالد أحمد سيف شعراوي، مرجع سابق، ص 66.

³ - نزار سناء، مرجع سابق، ص 23. كذلك مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 202 203.

⁴ - مسعودة بن لخضر، المرجع السابق، ص 36. كذلك بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 37. كذلك إبراهيم سيد أحمد، مرجع سابق، ص 176.

ثالثاً: أنواع السندات:

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن أن نميز بين السندات وفقاً لعدة معايير، وهي:

أ - **بالنظر إلى جهة الإصدار:** تقسم السندات بالنظر إلى الجهة المصدرة لها إلى:

1 - سندات حكومية: هي السندات التي تصدرها الحكومة أو إحدى هيئاتها، وتكون ضامنة لها في الدفع، وتتميز هذه السندات بمخاطر أقل من السندات الأخرى، ولهذا تكون فوائدها قليلة¹. وينظر المستثمر إلى هذه الأوراق المالية على أنها أكثر جاذبية؛ إذ عادة ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي²، وتقوم الحكومة بإصدارها، إما لتغطية العجز في الميزانية (لمواجهة متطلبات الإنفاق)، أو للتأثير في العرض النقدي (أي سحب السيولة الفائضة)³. وبهذا تكون السندات أداة أو مجالاً لتطبيق السياسات النقدية والمالية في الأسواق المالية.

2- سندات مؤسسات الأعمال: تصدرها المؤسسات المالية أو شركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، وذلك لتمويل مشاريعها، أو توسيع استثماراتها، وتكون مضمونة في الغالب بأصول هذه الشركات. وتتميز بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية، ولكنها أكثر تعرضاً لمخاطر العجز عن الوفاء بالدين، وفوائده السنوية في التواريخ المتفق عليها مسبقاً⁴.

3- السندات الدولية: هي تلك السندات التي تصدر في بلد ما، بعملة أجنبية تختلف عن عملته ولصالح مقترض أجنبي، وهي بذلك تختلف عن السندات الأجنبية، والتي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه، ومثال ذلك ان فرعا لشركة استثمار جزائرية في السعودية أصدر سندات بالريال لصالح بنك تركي، فإنه يقال عن هذه السندات بأنها أجنبية، بينما لو تم الإصدار بالدولار أو اليورو بدلا من الريال السعودي لكانت السندات دولية⁵.

¹ - محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 134.

² - عبد الجواد محمد عوض، الشديقات على إبراهيم، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 123.

³ - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 165.

⁴ - محمد غزال، مرجع سابق، ص 43.

⁵ - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 129.

ب- بالنظر إلى طريقة تملكها وتداولها: يمكن تقسيم السندات إلى سندات اسمية وسندات لحاملها، والسند الاسمي: هو الذي يتضمن اسم صاحبه في صلب السند ذاته بالإضافة إلى البيانات الواجب إدراجها بالسند، وفقا لأحكام القانون واللوائح التنفيذية. أما السند لحامله فهو كالسند الاسمي من حيث جميع البيانات التي تدرج به، دون اسم صاحبه¹.

ج - بالنظر إلى العائد المحتمل الحصول عليه: بالنظر إلى العائد المحتمل أن يحصل عليه المستثمر نميز بين نوعين من السندات².

1- سندات ذات عائد ثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، حيث يزداد الطلب على هذا النوع من السندات في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكونه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

2- سندات ذات عائد متغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل الدخل حسب معدل الفائدة السائد في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون الدخل المحصل عليه من ورائها بمعدلات تصاعدية.

د - بالنظر إلى ما تحققه الشركة: في هذه الحالة يمكن أن نميز بين نوعين من السندات وهما: سندات عادية؛ وهو النوع لا يتأثر بما يحققه المصدر من نتائج عند أداء نشاطه. أما النوع الثاني وهو سندات الدخل، إذ تتأثر بحجم النشاط وما يحققه المصدر من نتائج، وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا³.

ز- بالنظر إلى الضمانات المقدمة لأصحابها: هناك نوعان من السندات، وهما:

1- سندات مضمونة برهن أصول معينة: وهي السندات المضمونة بأصل معين من الأصول التي تمتلكها الشركة، كعقار بعينه، أو بجميع ممتلكات الشركة من عقارات ومصانع وآلات وغيرها، بحيث إذا عجزت الشركة عن الوفاء بالتزاماتها، كالتأخر في دفع الفائدة، أو عدم سداد أصل الدين في تاريخ الاستحقاق، يحق لحاملي السندات في هذه الحالة إلزام الشركة على

¹ - سميحة القليوبي، مرجع سابق، ص 793.

² - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 63.

³ - عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار (دراسة تجارب دولية)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 2016، ص 81.

بيع الأصول الضامنة، للوفاء بالحقوق المضمونة من قيمتها، كما أنه في حال تصفية الشركة يكون لحملة السندات المضمونة الأولوية في استيفاء حقوقهم من قيمة هذه الأصول الضامنة قبل غيرهم من حملة السندات الأخرى، أو غيرهم من الدائنين¹. ولذا يعد هذا النوع من السندات أو ما يعرف بسندات الرهن لدى البعض من أهم صور السندات².

إن الأصول التي تقدم ضمانا للسندات قد تكون خاصة بذلك الإصدار فقط ولا يمكن تقديمها ضمانا لإصدار آخر، وفي هذه الحالة يسمى الضمان بالرهن المغلق. أما إذا أمكن استعمالها ضمانا لإصدار آخر فيسمى الضمان بالرهن المفتوح³.

2 - السندات غير المضمونة: يعرف هذا النوع من السندات بالسندات العادية، إذ تمثل ديناً عادياً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة، وعليه فإن عقد الإصدار عادة ما يتضمن صراحة عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر بحملة هذا النوع من السندات، كعدم إصدار مثل هذه السندات مرة أخرى، أو عدم الاستدانة أكثر، مما يجعل المستثمرين يقبلون على شرائها⁴، إضافة إلى أن الدائن يعتمد فقط على تعهد المصدر بالدفع وسمعته، والضمانة الوحيدة التي تتوفر لهذا النوع من السندات، هي حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين العاديين الآخرين للشركة المصدرة وعلى حملة أسهمها، وذلك في استيفاء حقه في الفوائد من أرباح الشركة، أو حقه في الدين الأصلي (القيمة الاسمية للسند)، من أصول الشركة عند الإفلاس، أو عند التصفية⁵، ولهذا تعد أكثر خطورة من السندات المضمونة⁶.

ن - بالنظر إلى الحقوق والامتيازات التي تخولها: نميز بين:

¹ أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة (التحليل الأساسي)، الطبعة الأولى، دار السحاب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008، ص 29. كذلك مبارك بن سليمان محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص 208، 209.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص 91.

³ الحناوي محمد صالح وآخرون، الاستثمار في البورصة مدخل اتخاذ القرارات، د. ط، دار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 77.

⁴ جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات والإستراتيجيات)، الطبعة الأولى، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزء الثاني، 2011، ص 734.

⁵ صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 127.

⁶ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 63.

1- السندات غير قابلة للتحويل: الأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل، إلا إذا نص على خلاف، وتصدر بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل¹.

2 - سندات قابلة للتحويل:

هذا النوع من السندات يمكن تحويلها إلى أسهم ممتازة أو أسهم عادية إذا رغب في ذلك المستثمر، حيث يتحول من دائن إلى شريك وفقاً للقواعد والشروط المنصوص عليها في العقد²، أي يصبح من بين مساهميها، له الحقوق وعليه الواجبات نفسها، هذا بالإضافة إلى أن هذا النوع من السندات هو وسيلة للسيطرة على الشركة³.

هـ - بالنظر إلى طريقة التسديد: نميز بين نوعين من السندات، وهما:

1 - سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة، بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق⁴. أي لا يجوز للجهة المصدرة، استدعاء حاملها قبل تاريخ الاستحقاق لأي سبب من الأسباب، لأحققتهم في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، وهو الأصل إلا في الحالات التي ينص عقد الإصدار على قابلية استدعائها⁵.

2 - سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: أو ما يعرف بالسندات القابلة للاستدعاء والاستهلاك حسب رغبة الجهة المصدرة، وذلك عن طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات، وسدادها قبل تاريخ استحقاقها⁶، ضمن شروط محددة ومنصوص عليها في عقد الإصدار، كأن تقوم الشركة بدفع ما يسمى بعلاوة الاستدعاء، زيادة على القيمة الاسمية للسند إذا تم استدعاؤه قبل موعد استحقاقه. وتتناقص علاوة الاستدعاء كلما تأجل الاستدعاء، فالسند الذي يتم استدعائه قبل موعد استحقاقه بعشرة سنوات مثلاً، يأخذ علاوة استدعاء تساوي ضعف ما كان سيأخذه لو تم

¹ - مناصرية خولة، مرجع سابق، ص 128.

² - عيو عمر، مرجع سابق، ص 80.

³ - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 732.

⁴ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 62.

⁵ - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 128.

⁶ - مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية- البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال (أدوات وآلية نشاط البورصات في

الاقتصاد الحديث)، الجزء الأول، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2008، ص 74.

استدعائه قبل موعد استحقاقه بخمس سنوات¹. كل ذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات².

و - بالنظر إلى آجال الاستحقاق: يتم تقسيم السندات إلى:

1- سندات مؤبدة³: وهي سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد، والوسيلة الوحيدة للتخلص من هذه السندات هو بيعها.

2- سندات ذات تاريخ استحقاق محدد: وهي سندات يحدد فيها التاريخ، الذي يتقدم فيه حامل السند إلى المنشأة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند⁴.

ي - الاتجاهات الحديثة للسندات: في السنوات الأخيرة استحدث الاقتصاديون أنواعا جديدة من السندات، لها سمات تختلف عن السندات التقليدية، وهي السندات الصفيرية (بدون فائدة أو بدون كوبون)⁵، السندات المنخفضة الجودة (تصدرها الشركات التي تعاني من صعوبات مالية، مقابل عوائد مرتفعة مقارنة بمخاطرها)⁶.

كما أن هناك بدائل شرعية للسندات، باعتبارها قروض ربوية وبالتالي تدخل في دائرة الحرام حسب إجماع فقهاء الشريعة الإسلامية المعاصرين، مما اقتضى استحداث صكوك إسلامية لجذب أموال المسلمين المحجمين عن التعامل في السندات⁷، حيث تساهم هذه الصكوك في تنمية النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال التعامل بها من قبل المصارف الإسلامية، وصار تداولها في سوق الأوراق المالية⁸، والتي سنتناولها بإيجاز، حيث تأخذ إما صورة صكوك خاصة، أو منتجات تمويلية تعتمد على تقاسم الأرباح⁹، ومن أمثلتها:

1 - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 65.

2 - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 62.

3 - مروان عطوان، مرجع سابق، ص 75.

4 - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010، ص 142.

5 - المرجع نفسه، ص 142.

6 - نزار سناء، مرجع سابق، ص 25. كذلك مناصرية خولة، مرجع سابق، ص 131.

7 - نبيل خليل طه السمور، مرجع سابق، ص 64.

8 - مداني أحمد، مرجع سابق، ص 194.

9 - طهراوي أسماء، خالد خديجة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الصناعة المالية الإسلامية، revue de

Management des Entreprises et du Capital Social (les cahiers du MECAS)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم

التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد- تلمسان، العدد 11، لسنة 2015، ص 304.

- الصكوك الإسلامية القائمة على عقد المشاركة، وتتضمن نوعين من الصكوك وهما صكوك المضاربة (المقارضة) وصكوك المشاركة¹.

- الصكوك الإسلامية القائمة للبيع، وهو نوع من الصكوك يقوم فيها العقد بين المصدر وحاملي الصكوك على عقد البيع، ويدخل تحتها صكوك المرابحة، صكوك السلم، صكوك الاستصناع².

- الصكوك الإسلامية القائمة على عقود الإجارة (صكوك الإجارة)³.

وقد تأخذ صورة صكوك الخزينة الحكومية، والتي تختلف عن سندات الخزينة التقليدية المحظورة شرعا لقيامها على الربا، ومن صورها: صكوك القرض الحسن، صكوك السلم الحكومية⁴.

الفرع الرابع: المنتجات المالية الهجينة.

هذا النوع من المنتجات المالية يجمع بين خصائص أدوات الملكية، وخصائص أدوات الدين. وهي متعددة، وقد تناول المشرع الجزائري البعض منها في الأقسام الفرعية التالية: الثالث، الخامس والسادس ضمن القسم الحادي عشر المتعلق بالقيم المنقولة المصدرة من شركات المساهمة، من الفصل الثالث الخاص بشركات المساهمة، من الباب الأول المتضمن قواعد سير مختلف الشركات التجارية، ضمن الكتاب الخامس المتعلق بالشركات التجارية من القانون التجاري. ونظرا لتعددنا سنكتفي بذكر ما يلي.

أولاً: شهادة الاستثمار.

هذا النوع من الأوراق المالية له بعض خصائص الأسهم العادية، كما يتمتع حامله ببعض حقوق حملة الأسهم، دون أن يكون لهم الحق في التصويت، كما هو الحال بالنسبة لحملة السندات، باعتبار أن شهادة الاستثمار ما هي إلا جزء من السهم، حيث أنه متى اجتمعت هذه الشهادة مع شهادة الحق في التصويت في يد واحدة يتشكل السهم بقوة القانون، ولهذا فإن إصدار شهادات الحق في التصويت، لا يكون إلا بقدر عدد شهادات الاستثمار،

¹ - عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 86 - 89. كذلك طهراوي أسماء، خالد خديجة، مرجع سابق، ص 308.

² - نورة بومدين، المرجع السابق، ص 87، 88. كذلك أحمد على السالوس، الاقتصاد الإسلامي (القضايا الفقهية المعاصرة)، دار الثقافة، الدوحة، قطر - مؤسسة الريان للنشر والتوزيع، بيروت لبنان، 1998، ص 720. كذلك كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، العدد 14، 2014، ص 83.

³ - عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 100.

⁴ - مداني أحمد، مرجع سابق، ص 196.

ويحظر التنازل على شهادات الحق في التصويت، إلا لحملة شهادات الاستثمار، أو مقترنين مع بعضهما، بغرض عدم التخلي عن السيطرة على الشركة إلا للمساهمين الذين يحق لهم وحدهم إدارة الشركة وتوجيهها، وذلك متى بقيت نسب التصويت بحوزتهم¹.

إن تداول هذه الشهادات في البورصة يتم كما هو الحال مع بقية الأوراق المالية الأخرى، ويتمتع حملتها بالأولوية إلى جانب المساهمين العاديين، في الاكتتاب في أي إصدار قادم لشهادات الاستثمار بغرض رفع رأس مال الشركة².

ثانيا: سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم.

تعد هذه السندات كذلك من بين الأوراق المالية التي تجمع بين صفات الأسهم وصفات السندات، ويتمتع حملتها بحق الاكتتاب في أسهم الشركة المصدرة، متى أبدوا نيتهم في ذلك وقدموا القسيمات التي بحوزتهم، على أن لا تتجاوز مدة ممارسة هذا الحق أجل الاستهلاك النهائي للقرض بأكثر من ثلاثة أشهر³. بمعنى أن حملة هذه القسيمات مخيرون بين أن يبقوا دائنين فقط للشركة، أو أن يتحولوا إلى مساهمين في الشركة، مع بقاء حقهم قائما كدائنين، ويجوز لمالكي القسيمات التنازل عليها منفردة عن سندات الاستحقاق وتداولها في بورصة الأوراق المالية، كما هو الحال مع بقية الأوراق المالية الأخرى.

وعليه يمكن القول أن هذه الأوراق المالية وإن كانت ذات خصائص ومميزات، تختلف عن الأوراق التقليدية من حيث كونها تجمع بين بعض صفات الأسهم، وبعض صفات السندات. إلا أنها تؤدي الغرض نفسه المراد من السندات، ألا وهو الاستدانة قصد تمويل الشركات على المدى الطويل.

الفرع الخامس: الأوراق المالية المشتقة (المشتقات المالية).

Derivatives Securities (financial Derivatives)

إضافة إلى الأدوات المالية التقليدية المتعارف عليها، فإن هناك ابتكارات جديدة قدمتها الهندسة المالية، ويتعامل بها في سوق الأوراق المالية، ولها أثر كبير في إيجاد حلول إبداعية

¹ - أنظر أحكام المواد من 715 مكرر 61 إلى 715 مكرر 72 من الأمر رقم 59/75، المتضمن القانون التجاري الجزائري، المؤرخ في 1975/09/26، ج ر، عدد 101، الصادرة في 1975/12/19.

² - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 752.

³ - أنظر أحكام المواد من 715 مكرر 126 إلى 715 مكرر 132 من الأمر رقم 59/75، المتضمن القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

لمشاكل التمويل والتحوط من المخاطر، التي تعرف بها بيئة الاستثمار في المجال المالي، رغم أن التعامل بهذه الأدوات في حدوداته يشكل خطراً، وتتمثل هذه الأدوات في المشتقات المالية. وكون هذه الأخيرة ليست أوراقاً مالية، وإنما هي عقود نابعة من الأوراق المالية¹، ولا تصدر بغرض جمع رؤوس الأموال، كما هو الحال بالنسبة للأسهم والسندات، وإنما لأغراض التحوط والمضاربة وغيرها²، فإن المشتقات المالية لا تدخل في الميزانية، خلافاً للأصول الحقيقية، أو المادية (آلات وعقارات...)، والأصول المالية (أسهم، سندات). بإعتبار أن هذه الأخيرة يترتب على بيعها تدفقات نقدية للمنشأة المالكة، في حين المشتقات المالية، وإن كانت تنشئ التزاماً تبادلياً مشروطاً، إلا أنها لا تتسبب في أي تدفق نقدي مبدئي (استثمار مبدئي)، بل يترتب عليها في الغالب تدفق نقدي ضئيل جداً؛ وهو سبب عدم إدراجها في ميزانية المنشأة³، وهي مجال اهتمام الاقتصاديين أكثر من غيرهم، ولذلك سيتم أخذ فكرة هنا فقط.

أولاً: تعريف المشتقات المالية.

عرفت المشتقات المالية بأنها: "نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر، يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم والسندات"⁴. كما تعرف بأنها: "عقود يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي، ويتحمل المتعامل بها تكلفة، لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد، فضلاً عن ذلك تتوقف المكاسب، أو الخسائر للأطراف المشتقة على الأصل المالي محل التعاقد"⁵. وعرفت أيضاً بأنها: "عقود فرعية تبنى، أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية وسلع...)"، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية"⁶.

معنى ذلك فالمشتقات المالية ما هي إلا عقود ثانوية، تستخلص من العقود الأصلية والأساسية والمتعلقة بأوراق مالية عادية (أسهم)، ويكون تنفيذها مستقبلاً، وبالتالي فهي تشبه في

1 - بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 44.

2 - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 754.

3 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 238.

4 - زيد حياة، مرجع سابق، ص 20.

5 - الداغر محمود محمد، مرجع سابق، ص 125.

6 - قندوز عبد الكريم أحمد، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص

82. كذلك السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 238.

مجملاً ولحد بعيد الوعد بالعقد. ومن أهم الخصائص المميزة للمشتقات أنها: عقود فرعية، قيمة المشتقة تبني على الأرباح، أو الخسائر التي تحققها الأدوات المالية الأصلية.

ثانياً: أنواع المشتقات المالية: من أبرز أنواع المشتقات المالية مايلي¹:

أ- **عقود الخيارات Options contracts:** تعتبر عقود الخيارات أحد أهم المشتقات المالية، المستخدمة في إدارة التحوط من المخاطر المالية² التي قد يتعرض لها المستثمر، حيث تساهم في تسهيل عمليات التداول في الأوراق المالية المتنوعة (أسهم، سندات...) بغرض الاستثمار، أو المضاربة، أو الحماية من تقلبات السوق³، ويمثل عقد الخيار كما يطلق عليه: "حقاً للمشتري (وليس التزاماً) في بيع أو شراء شيء معين، بسعر معين خلال فترة زمنية معينة، ويلتزم بآئعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية"⁴، وتعرف علاوة الصفقة الشرطية (أو ثمن الخيار) بأنه: "تعويض متفق عليه للبائع في البورصة من قبل المشتري مقابل تمتعه بحق شراء، أو حق بيع أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة، وهذا المبلغ غير قابل للرد سواء نفذ المشتري حقه أو لم ينفذه"⁵. ويراه البعض بأنه: "عقد يعطي لحامله الحق في شراء، أو بيع ورقة مالية في تاريخ لاحق، وبسعر يحدد وقت التعاقد، على أن يكون لمشتري الاختيار الحق في التنفيذ من عدمه، وذلك في مقابل مكافأة يدفعها للبائع والذي يطلق عليه محرر الاختيار"⁶. أو هو: "اتفاق ما بين طرفين في السوق المالية للتعامل بسعر محدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون الزام بالتنفيذ للطرف الذي تحمل تكلفة قيام العقد"⁷

1 - نورة بومدين، مرجع سابق، ص 25.

2 - إبراهيم أنور، إدارة المخاطر في الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 105، جويلية 2011، ص 3. كذلك الوردي خدومة، دور المبتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة الحاج لخضر - باتنة، 2015، ص 30.

3 - دباس العابدي هاشم فوزي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 93.

4 - قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، سوريا، 2008، ص 66.

5 - المرجع نفسه، ص 65.

6 - دباس العابدي هاشم فوزي، مرجع سابق، ص 93.

7 - الداغر محمود محمد، مرجع سابق، ص 126.

إذا يمكن اعتبار عقد الخيار نوع فريد من أنواع التعاقد المالي، لأنه يسمح للمتعاقد في استخدام حقه في الخيار لشراء أو بيع الأصل المالي، متى رأى أن ذلك العمل نافعا له، أما إذا كان ضارا به فسوف لا يستخدمه.

ب- العقود المستقبلية Futures contracts: يرجع أصل العقود المستقبلية إلى القرن الثامن عشر عندما أصدرت شركة "East India" أوامر بالبضائع المستوردة؛ وبالتالي يمكن تبادل السلع الأساسية للحصول على أوامر، ثم استخدمت شركات أخرى هذه التقنية وتمكنت العقود الآجلة من التسوية عن طريق تسليم إيصال المستودع، مما يسمح بزيادة قابلية التداول¹. إذا فمن خلال هذه العقود يتم تسليم واستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد، إلا أن العقد المستقبلي نمطي²، من حيث عدد الوحدات في العقد الواحد، وتاريخ التسليم، ونوعية الأصل المتداول ومستوى جودة الأصل نمطية لكل نوع من العقود، بالإضافة إلى إمكانية تغيير سعر العقد المستقبلي خلال فترة التعاقد، وهذا غير ممكن بالنسبة للعقد الآجل³. إذا فالعقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المبيع، كميته وسعره، على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل⁴، كما أن تداول العقود المستقبلية يكون في البورصات، أين يقوم بائع ومشتري العقد المستقبلي بالاتفاق على السعر من خلال مزاد تنافسي في البورصة، وقد لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض⁵، ولذلك تقوم السوق بتوفير آلية تعطي كلا الطرفين ضماناً بأن العقد سينفذ⁶، إذ أن التعاقد يكون من خلال وسيط مالي بين البائع والمشتري، حيث يقوم كل طرف بوضع مقدار مالي لدى

¹ - " L'origine des contrats de futures remonte au dix-huitième siècle lorsque la société East India émit des warrants pour les marchandises importées ; les marchandises sous-jacentes pouvaient en conséquence faire l'objet d'un échange de warrants. Puis d'autres entreprises ont utilisé cette technique et les futures ont pu se régler par livraison de récépissé d'entrepôt, permettant d'en accroître la négociabilité..." , Catherine LAURENT KARYOTIS, op.ct, p25.

² - الوردى خذومة، مرجع سابق، ص 44.

³ - الحناوي محمد صالح وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، د . ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 252.

⁴ - طلال مزيد العرادة، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مذكرة ماجستير، كلية الأعمال، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2014، ص 25.

⁵ - قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 69. كذلك الوردى خذومة، مرجع سابق، ص ص 49، 50.

⁶ - محمود محمد الحسن، أثر المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر السوقية للأسهم (دراسة تطبيقية على الاسهم الأوروبية)، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، سورية، 2014، ص 58.

الوسيط، يسمى الهامش لضمان إتمام العقد¹، وبناءً على ذلك فالعقود المستقبلية هي نوع خاص من العقود الآجلة².

ج - العقود الآجلة *Forwards contracts*: العقد الآجل هو عقد بين طرفين ينص على بيع أو شراء قدر معين من أصل مالي، أو عيني بسعر يتم تحديده مسبقاً عند إبرام العقد، والتسليم أو التسوية يتم مستقبلاً، في تاريخ يتم تحديده عند إبرام العقد، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، وهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية إلا من حيث كونها عقود شخصية تفاوضية³، وتعتبر من أبسط المشتقات المالية، ولا يتم تداولها في البورصة كثيراً، وإنما هي مصممة خصيصاً لتلبية احتياجات محددة وغالباً ما يتعامل بها خارج سوق الأوراق المالية⁴. إذا فالفرق الأساسية بين العقود المستقبلية، والعقود الآجلة تكمن:

- في نوعية العقد، حيث ينفذ العقد الآجل بصفة شخصية عن طريق التفاوض، وخارج بورصة الأوراق المالية، في حين يكون العقد المستقبلي نمطي ويتداول داخل البورصة.
- بالنسبة للعقود الآجلة السعر المحدد في العقد يظل ثابتاً، وتدفع قيمته مع نهاية العقد، في حين أنه في العقود المستقبلية السعر يكون مراقباً بصفة يومية، وبالتالي يكون خاضعاً للتعديل حسب السعر المستقبلي للشيء محل العقد.
- بخصوص تسليم الأصل المالي محل التعاقد يكون مع انتهاء العقد بالنسبة للعقود الآجلة، غير أن العقود المستقبلية في الغالب لا ينتهي العقد بتسليم الأصول المالية موضوع التعاقد، وإنما تنتهي عملية التسليم عن طريق التسوية النقدية، أو إجراء عملية المقاصة لإنهاء الالتزام بين طرفي العقد⁵، إذا فالتسوية بالنسبة للعقود المستقبلية يمكن أن تتم قبل تاريخ الاستحقاق⁶ أي قبل نهاية العقد.

د- عقود المبادلات (المقايضات) *swaps contracts*: عقد المقايضة، أو المبادلة هو التزام تعاقدى بين طرفين، يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي، أو أصل معين يمتلكه أحد الطرفين في مقابل تدفق أصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي، وبموجب شروط يتفق

¹ - الحناوي محمد صالح وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 252.

² - بن لخضر مسعودة، مرجع سابق، ص 51.

³ - طلال مزيد العرادة، مرجع سابق، ص 26.

⁴ - زيد حياة، مرجع سابق، ص 21.

⁵ - محمود محمد الحسن، مرجع سابق، ص 59.

⁶ - دباس العابدي هاشم فوزي، مرجع سابق، ص 83.

عليها عند التعاقد¹، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق²، وبالتالي فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية³، وتعتبر المبادلات عقود تفاوضية، يتم تداولها في السوق غير المنظمة⁴.

إذا فالهدف من استخدام عقود المبادلات في بورصة الأوراق المالية هو: تخفيض تكلفة التمويل⁵، الوقاية من مخاطر تقلب الأسعار⁶، الدخول إلى أسواق جديدة، استحداث أدوات مالية مركبة⁷.

ثالثاً: مخاطر المشتقات المالية.

على الرغم من أن المشتقات المالية وجدت أصلاً من أجل التحوط وإدارة المخاطر الاستثمارية، ومع ذلك قد ينتج عنها مخاطر مالية واقتصادية جد عالية، وهذا ما أثبتته الواقع العملي، ويمكن التمييز بين مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات وهي:

أ - **المخاطر التقليدية:** وهي مخاطر تشترك فيها المشتقات المالية مع غيرها من العقود، والأدوات المالية الأخرى ومن أبرزها ما يلي:

1 - المخاطر السوقية: ويقصد بها تلك المخاطر التي يترتب عليها تغير في سلوك المستثمرين، نتيجة وقوع أحداث غير متوقعة، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية⁸، فينعكس ذلك على أسعار المشتقات المالية بإعتبار أن هذه الأدوات حساسة بشكل كبير لظروف السوق، إذ أن أي تغير ولو بسيطاً في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد (أسهم، سندات)، قد يؤدي إلى تغير أكبر في قيمة الهندسة المالية، ولهذا تعد المخاطرة السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية مراقبتها وقياسها، وإن كان القياس الدقيق لهذا النوع من المخاطر صعباً ومعقداً، لا سيما مع

1 - دباس العابدي هاشم فوزي، المرجع نفسه، ص 86.

2 - زيد حياة، مرجع سابق، ص 23. كذلك الوردى خدمة، مرجع سابق، ص 58.

3 - بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 47.

4 - محمود محمد الحسن، مرجع سابق، ص 60.

5 - محمد غزال، مرجع سابق، ص 50.

6 - بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 47. كذلك دباس العابدي هاشم فوزي، مرجع سابق، ص 87.

7 - زيد حياة، مرجع سابق، ص 23.

8 - يوسف كافي مصطفى، مرجع سابق، ص 224.

هذه الأدوات نظراً للتقلب الكبير في أسعارها¹، ومن المخاطرة السوقية الحالة تلك التي أصابت بورصة نيويورك عام 1963، بعد أن أديع نبأ اغتيال الرئيس الأمريكي كيني، حيث حصلت عمليات بيع للأوراق المالية بشكل هستيري أدى إلى انهيار قيم الأوراق المالية بشكل كبير².

2 - المخاطر الائتمانية: المخاطر الائتمانية أو ما يعرف بالخطر الناتج عن التوسع في منح الائتمان التجاري، ويزداد بزيادة الذمم المدينة المانحة للائتمان للعملاء، وتأتي هذه المخاطر نتيجة عدم القدرة على التسديد أو الوفاء³، كما تعرف كذلك بمخاطرة النكول أو مخاطرة عدم الوفاء، والتي تتمثل في الخسارة الناشئة عن نكول أحد طرفي العقد عن الوفاء بالتزاماته، حيث يمكن أن يؤدي ذلك بالمتعاملين إلى خسارة مبالغ كبيرة جداً، عندما يفشل الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته، وغني عن الذكر أن المخاطرة الائتمانية، تعد من أهم الأسباب الرئيسية لفشل العديد من المنشآت المالية والمصرفية، ولهذا يشترط في بعض العقود أن يتم تنفيذها شهرياً لتجنب الخسائر الكبيرة، وخاصة عقود المبادلات التي تعد أكثر المشتقات عرضة لهذه المخاطر⁴.

وتزداد المخاطرة الائتمانية في حال التعامل بالمشتقات، في الأسواق الموازية (غير المنظمة)، حيث لا يوجد غرف المقاصة، ولا هوامش أولية في التعاقد، أين تقوم المنشآت في الغالب بإجراء حصر كمي لمخاطرة الخسارة، باعتبارها تكلفة استبدال الأداة المشتقة، ويخفف الاشتراط الخاص بقيام المتعاملين بتسوية التغيرات في قيمة مراكزهم يومياً من المخاطرة الائتمانية للأدوات المالية المشتقة

3 - المخاطر القانونية: وهي المخاطر الناشئة عن التغيرات في البيئة القانونية، وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات، مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود⁵، بالإضافة إلى عدم التوثيق الدقيق. أو هي المخاطرة الناتجة عن عدم تمتع الطرف المقابل بصلاحيات التعاقد، أو عدم وضوحها، وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على

1 - قندوز عبد الكريم أحمد، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 96.

2 - يوسف كافي مصطفى، مرجع سابق، ص 224.

3 - بن لخضر مسعودة، مرجع سابق، ص 68.

4 - قندوز عبد الكريم أحمد، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 97.

5 - المرجع نفسه، ص 99.

التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، أو إدخال تعديلات على قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمارية في أنواع معينة من الأدوات المالية¹.

4 - مخاطر التسوية: تتضح في كون أن القليل من المعاملات الخاصة بالمشتقات المالية، تتم تسويتها آنياً، أو في اليوم نفسه الخاص بالتنفيذ، في حين تمتد مدة التسوية إلى عدة أيام في أغلب المعاملات، مما يؤدي إلى تعرض أحد طرفي العقد للخسارة، نظراً لإمكانية تغير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة أو في يوم التنفيذ ذاته².

ب - المخاطر الخاصة بالمشتقات المالية: وهي مخاطر قد تترتب على أدوات مالية أخرى، غير أنها تكون أكثر ارتباطاً بالمشتقات المالية، ونورد منها

1- مخاطر الارتباط: وهي أكثر أنواع المخاطر الخاصة بالأدوات المالية المشتقة، وتنتج عن تغير قيمة الأداة المالية المشتقة بمعدل لا يتساوى مع معدل التغير في الأصل المالي (سهم، سند)، الذي يتم حمايته. وتزيد هذه المخاطر عندما يتم حماية أصل ما بأداة مشتقة مختلفة في النوع، أو سوق التداول، عن الأصل الذي يتم حمايته³.

2 - مخاطر السيولة: يتحقق هذا النوع من المخاطر عند عدم تمكن المالك من تصريف العقود المالية، التي بحوزته بسرعة عند الحاجة إلى ذلك⁴، وبكميات كافية، وبسعر معقول، وهذا يرجع إلى عدم عمق أسواق المشتقات المالية واختلافها، وقلة المشاركين فيها، مما قد يؤدي إلى خسائر كبيرة للأطراف التي ترغب في تصريف عقودها بسرعة⁵.

3 - مخاطر التسعير: يحتاج تسعير العقود المشتقة إلى خبرة كبيرة، ونماذج رياضية متقدمة، وخاصة في تسعير المشتقات المرتبطة بالسندات، ولم يتم التوصل بعد إلى نموذج رياضي كفاء لتسعير العقد المشتق بدون أخطاء⁶.

¹ - عيساوي سهام، مخاطر المشتقات المالية وإدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة المدية، العدد 02، جانفي 2014، ص 174. كذلك طلال مزاید العرادة، مرجع سابق، ص 38.

² - عيساوي سهام، مرجع سابق، ص 177. كذلك قندوز عبد الكريم أحمد، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 97.

³ - طلال مزاید العرادة، مرجع سابق، ص 38.

⁴ - نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، مرجع سابق، ص 65. كذلك بن لخضر مسعودة، مرجع سابق، ص 67. كذلك طلال مزاید العرادة، مرجع سابق، ص 39.

⁵ - عيساوي سهام، مرجع سابق، ص 176.

⁶ - طلال مزاید العرادة، مرجع سابق، ص 39.

ملخص الفصل التمهيدي:

تمثلت حيثيات هذا الفصل التمهيدي في تقديم فكرة موجزة عن بورصة الأوراق المالية، قبل الغوص بين جزئياتها، لدراسة جانب من جوانبها المتشعبة والمتراطة معاً، ولهذا كان من اللازم أن تستهل هذه الدراسة بمدخل إلى البورصة، شمل إشارة إلى مختلف التسميات والاصطلاحات التي تكنى بها البورصة (بورصة الأوراق المالية (*Stock Exchange*)، وهو المصطلح الشائع عند جميع الباحثين، وعند الاقتصاديين سوق الأوراق المالية (*Securities market*)، في حين يسميها البعض بسوق رأس المال (*Capital Market*) ، والاصطلاح بهذا المعنى الأخير يكون أوسع وأشمل لمعنى بورصة الأوراق المالية ذاته). ثم تم تعريفها، حيث تبين أنها مشتقة من الكلمة اللاتينية "bursa" وتعني الحقيبة أو كيس النقود، وأن معظم التشريعات لم تهتم بتعريف البورصة، ما عدا المشرع الجزائري الذي قام بتعريفها ولم يكن ملزماً بذلك. كما كان هناك عرض حول نشأة البورصة، التي تعد وليدة الأسواق التي كانت تعقد منذ القدم، لتبادل الحاصلات والمنتجات، وفقاً للدراسات التي قدمت حول هذا الموضوع، وأن أول من عرّف الأسواق المالية هم الرومان، غير أن تسمية البورصة كانت نسبة إلى عائلة بلجيكية اشتهرت بأعمال الصرافة والسمسرة لنزلاء فندقها، وقد أنشأت أول بورصة بمدينة (أنفرس) "Anvers" شمال بلجيكا سنة 1460 ثم انتشرت البورصات بعد ذلك في معظم الدول الغربية.

بعد ذلك تم التطرق لأهمية البورصة باعتبارها أداة هامة لاستثمار الأموال، والمدخرات وبالتالي حشدها وتوجيهها إلى المشاريع الاقتصادية الضخمة، ثم عرض تصنيف لبورصات الأوراق المالية، وذلك بناءً على عدة معايير. هذا بالإضافة إلى التطرق لوظائف البورصة، وأهمها الوظيفة التمويلية لسوق الأوراق المالية.

إلى جانب استخلاص عدة مميزات تختص بها سوق الأوراق المالية، إذ أنها تقوم على عدة أركان أهمها الوسطاء الماليون، حيث تؤدي هذه الفئة دوراً فاعلاً في تسويق الأدوات المالية، التي تصدرها المنشآت المالية، وبالتالي تنشيط السوق ورفع كفاءتها، وأن بورصة الأوراق المالية تتضمن سوقين، الأولي للإصدار، والثانية للتداول، وهي أكثر تنظيمًا عن باقي الأسواق المالية الأخرى، وأن السلع المتداول فيها (أسهم، سندات...) يباع وشراءً هي قيم منقولة متجانسة.

ثم عرجت الدراسة على إطار عمل البورصة، فباعتبار البورصة سوق منظم، فإنه يسهر على سيرها أجهزة إدارية (الإطار الشكلي) لضمان حسن سير السوق، حماية للمنشآت المصدرة للأدوات المالية والمدخرين، حيث تمثلت هذه الأجهزة في شركة تسيير البورصة في التشريع الجزائري، ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، المؤتمر المركزي على السندات، وإن كانت هذه التسمية تختلف من تشريع لآخر، غير أن لها الوظائف نفسها، هذا بالإضافة إلى الوسطاء الماليين الذين يتمثل دورهم في تسويق المنتجات المالية التي تصدرها المنشآت الاقتصادية في السوق (الإطار الموضوعي، تلك الأدوات المالية محل عمل السوق من أسهم وسندات، المشتقات المالية ...)، أي التوسط بين هذه الأخيرة وبين المدخرين، الذين يتداولون على تلك القيم المنقولة.

الباب الأول:

خصوصيات الوساطة في بورصة الأوراق
المالية كنشاط مقيد.

ورد في الفصل التمهيدي، أن من أركان الإطار الشكلي لبورصة الأوراق المالية، المتدخلون في أنشطتها وهم المصدرون للقيم المنقولة، والمتمثلون في المنشآت، والهيئات التي تعرض أوراقها المالية للبيع داخل هذه السوق، ويقابلهم المستثمرون، أو ما يعرفون بالمدخرين لأموالهم الفائضة عن الحاجة.

لكن تواجد هذين الطرفين فقط غير كاف لاتمام عمليات التداول داخل هذه السوق، التي قلنا أنها تختلف عن باقي الأسواق الأخرى، كون أن بيع وشراء الأوراق المالية المدرجة فيها هو عمل جد معقد، ويحتاج لشخص متخصص ذو كفاءة ودراية باتمام عمليات التداول على تلك القيم المنقولة، وغيرها من الأنشطة الأخرى المتعلقة بها.

فعلى سبيل المثال وفي إطار بيع وشراء هذه القيم، فهو من جهة يتكفل بتسويق هذه القيم بالنسبة للمصدرين بالبحث عن مشتريين، وبالمقابل يتولى البحث عن قيم منقولة للمدخرين قصد اقتنائها، بمعنى أنه يتوسط بين المصدرين والمدخرين، ولذلك عرف هذا الطرف الثالث في هذه السوق بالوسيط المالي، وهناك من يسميه "السمسار".

وعليه فإنه يتوجب البحث في خصوصيات هذا النشاط التجاري والمالي المنظم بإحكام، من أجل الإحاطة بالشخص المحرك للسوق المالي، لمعرفة حقيقته وتقدير قيمة وطبيعة عمله، وذلك بالتطرق إلى ماهية نشاط الوساطة، والقيود الواردة على مزاولتها في بورصة الأوراق المالية (فصل أول)، كما يستلزم بعد الإحاطة بالوسيط المالي والضوابط الرقابية التي تضمن حماية السوق لتوفير أحسن الخدمات، الوقوف على حيثيات النشاط ذاته الذي يمارسه الوسيط المالي (فصل ثانٍ).

الفصل الأول:

ماهية الوساطة كنشاط مقيد في بورصة الأوراق المالية

باعتبار أن الوساطة المالية، ما هي إلا النشاط الذي يزاوله وسيط بورصة الأوراق المالية ضمن هذه السوق، وبالخصوص عمليات تداول الأوراق المالية التي تعتبر نشاطه الرئيسي، وبالتالي فالوسيط هنا يعد العصب المحرك لمجمل التعاملات التي تتم داخل السوق، سواء في علاقة المصدرين بالسوق في حد ذاتها، من خلال مساعدة المصدرين في إدخال قيمهم المنقولة إلى البورصة، أو بين المصدرين والمدخرين أثناء تسويق الأوراق المالية، وكذلك فيما يتعلق بالتسوية الإدارية للصفقات التي تتم بين المصدرين والمدخرين.

معنى ذلك أن دراسة نشاط الوساطة لا تستوي إلا بالإحاطة بهذا العنصر الفعال، بالنظر إلى الدور الهام الذي يلعبه في تنشيط بورصة الأوراق المالية.

وعليه فإن هذا الفصل سيجزأ إلى مبحثين، حيث يخصص فيه مبحث أول لتحديد ماهية الوساطة في بورصة الأوراق المالية، فيما يفرد مبحث ثانٍ للإحاطة بمختلف القيود والضوابط الواجب توفرها في كل من يريد مزاوله هذا النشاط.

المبحث الأول: ماهية الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

إن الوساطة في بورصة الأوراق المالية كنشاط تجاري له تاريخ جد قديم، يستمد أصوله من تاريخ نشأة الأسواق المالية ذاتها، وبالتحديد منذ بدأ التعامل بالأسهم مع ظهور أولى شركات المساهمة في الهند الشرقية، والتي تأسست نتيجة للتطور الكبير في مجال الإنتاج والتبادل التجاري، وإنشاء مشاريع كبرى لا يمكن للشخص تمويلها بمفرده، إضافة إلى أن توسع الدول في مشاريع التنمية والإنفاق على الحروب، كان من أهم أسباب ظهور السندات كوسيلة لجأت إليها الحكومات للاقتراض من الجمهور على غرار الشركات التجارية.

حينها فقط وبسبب انتشار التعامل بالسندات والأسهم، وتوسع مجال التداول بهما في بورصات البضائع والأماكن العامة، ازداد عدد المتعاملين بهذه الأوراق من وسطاء وسماسرة وأنشأوا بورصات الأوراق المالية.

وعلى هذا وباعتبار الوساطة المالية من أهم العوامل المساهمة في إنشاء بورصات الأوراق المالية، فإنها لا تقل أهمية عن البورصة في حد ذاتها، وهذا ما يستوجب الوقوف على ماهية الوساطة في بورصة الأوراق المالية، وذلك من خلال التعريف بها مع بيان تأصيلها التاريخي (مطلب أول)، ثم ذكر خصائص الوساطة في بورصة الأوراق المالية وأهميتها (مطلب ثان)، وكذلك الوضع القانوني لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية وأصنافها (مطلب ثالث).

المطلب الأول: التعريف بالوساطة في بورصة الأوراق المالية وتأصيلها التاريخي.

ترتكز الدراسة ضمن هذا المطلب على مسألتين؛ الأولى وتتعلق بمحاولة التعريف بالوساطة في بورصة الأوراق المالية كنشاط تجاري، لا يمكن للبورصة الاستمرار في تقديم خدماتها بدونه، ولهذا كان من الواجب التعرف عليه لفهم فحواه (فرع أول)، فيما تتعلق المسألة الثانية بالتأصيل التاريخي لهذا النشاط (فرع ثان).

الفرع الأول: التعريف بالوساطة في بورصة الأوراق المالية.

ضمن هذا الفرع سيتم التعريف بالوساطة في بورصة الأوراق المالية من الناحية اللغوية، الفقهية والاصطلاحية، ثم موقف التشريعات محل المقارنة من تعريف هذا النشاط والقائمين بها،

قصد الإمام بهذه الفئة باعتبارها المحرك لنشاط الأسواق المالية¹، للوقوف على أهم خصائصها ومميزاتها مقارنة بباقي الفئات الأخرى من السماسرة.

أولاً: التعريف اللغوي للوساطة المالية.

من معاني الوساطة المتعددة أنها تطلق على العمل الذي يقوم به الوسيط، فيقال: توسط بينهم أي عمل الوساطة، كالتوسط بين المتعاقدين، وقد ورد ذكر الوساطة التجارية عند فقهاء الشريعة باسم السمسرة أو الدلالة ونحوهما، وأن مصطلح الوساطة لم يستعمل إلا من خلال لفظ التوسط والمتوسط في بعض المواضع التي يرد فيها معنى السمسار، كقول النووي: "إذ قال السمسار المتوسط بينهما"، وهذا يدل أن الوساطة هي عمل الوسيط².

ومن أبرز الألقاب المستعملة لعقد الوساطة: "السمسرة" واسم الفاعل السمسار، وجمعه سمسرة أو الدالين، النخاسين أو الطوافين... إلخ. والغالب في هذه الأسماء أنها ترد باسم من قام بالعمل لا بالمصدر³، والسمسار - بكسر السين الأولى - المتوسط بين البائع والمشتري، اسم من قام بالسمسرة، و المصدر: السمسرة، والفعل سَمَسَرَ، والمرأة: سِمَسَارَةٌ، والجمع سَمَاسِرَةٌ⁴.

إن لفظ السمسار من أصل فارسي معرب، فيقال في اللغة: سَمَسَرَ فلان، أي توسط بين البائع والمشتري نظير أجر، ويقال للفرد سمسار، والسمسار هو الوسيط بين البائع والمشتري لتسهيل الصفقة، والسمسرة هي حرفة السمسار، وقد تطلق على جُعلِه⁵، وهي أجرته أو ما يعطى له كمقابل.

¹ - "... Les intermédiaires en bours constituent le moteur du marché financier..." Mohamed Kossentini, le droit du marche financier a l'heure de l'intégration de la tunisie dans l'espace euro - méditerranéen, Rev. Tun. Fiscalite, Centre d'Etudes Fiscales de la Faculte de Droit de Sfax (C.E.F) Sfax (TUN), (no 11), pp. 127-179,2009, p 137.

² - عبد الرحمان بن صالح الأطرم، الوساطة التجارية في المعاملات المالية، أطروحة دكتوراه، كلية الشريعة، قسم الفقه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1408هـ، ص ص 39-42.

³ - المرجع نفسه، ص 44.

⁴ - محمد مرتضى الحسيني الزبيدي، تاج العروس من جواهر القاموس، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، المطبعة الخيرية بالجمالية، القاهرة، د.ت، ص 280. كذلك محمد بن مكرم بن منظور، مرجع سابق، ص ص 380، 381. كذلك مجد الدين محمد بن يعقوب الفيروز آبادي، القاموس المحيط، منشورات محمد على ببيضون - دار الكتب العلمية، بيروت لبنان، د.ت، ص 435.

⁵ - المعجم الوسيط، لمجمع اللغة العربية - جمهورية مصر، الطبعة الرابعة، مكتبة الشروق الدولية، 2005، ص 448.

وفي سياق الحديث عن السمسار، ورد عن رسول الله - صلى الله عليه وسلم - أنه سمى السماسرة تجاراً وذلك في ما رواه ابن ماجة في سننه عن قيس بن أبي غرزة؛ قال: (كنا في عهد رسول الله - صلى الله عليه وسلم - نسمى السماسرة، فمر بنا رسول الله - صلى الله عليه وسلم - فسمانا باسم هو أحسن منه؛ فقال: "يا معشر التجار: إن البيع يحضره اللغو والحلف فشوبوه بالصدقة" ¹).

والملاحظ أن السمسرة في وقتنا الحاضر أصبحت أكثر من ضرورية، نظراً لتعدد معاملات البيع والشراء في كثير من المجالات التجارية، وصعوبة الاتصال المباشر بين الأشخاص الذين يرغبون في التعاقد، وهو ما يستلزم الاستعانة بوسيط للتقريب بين الراغبين في التعاقد، ويعد التعامل بالقيم المنقولة في بورصة الأوراق المالية كعينة عن المعاملات السالفة الذكر والتي تتطلب التوسط.

وفي الوقت نفسه هي استثناء عن مبدأ الحرية في إبرام العقود، إذ تلزم معظم التشريعات الأطراف المتعاملة في أسواق الأوراق المالية بضرورة الاستعانة بوسيط معتمد لديها لاتمام معاملاتهم المالية، وإلا فلا تكون العقود المبرمة من قبلهم صحيحة.

ومن المعلوم أن تطور التجارة والمشاريع الاقتصادية وما رافق ذلك من الحاجة للتمويل كان سبباً في ظهور أسواق متخصصة بتجارة الأوراق المالية، فلم يكن بالأمر السهل التحكم في العدد الهائل للمعاملات، التي احتوتها هذه الأسواق، بالنظر إلى اتساع عدد الشركات المدرجة فيها من جهة، وكثرة المدخرين من جهة أخرى، لذا كان من الضروري ضبط هذه الأسواق بأحكام خاصة للحفاظ على حقوق كل الأطراف، وحماية الاقتصاد على وجه الخصوص.

وهذا ما تطلب فئة متخصصة من السماسرة في اتمام المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية، متميزين عن سمسرة الأسواق الأخرى من جوانب متعددة ستكون مجالاً للبحث لاحقاً. ويعرفون بالوسطاء الماليين في معظم الأسواق المالية العربية² وفقاً لما تنص عليه التشريعات العربية، حيث يعدون الحلقة المحورية التي تصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، دون

¹ - الحافظ أبي عبد الله محمد بن يزيد القزويني، سنن ابن ماجة، المجلد الثاني، د . ط، كتاب التجارات، باب التقى في التجارة، دار إحياء التراث العربي، د . ت، ص ص 725، 726.

² - صالح بن إبراهيم عبد الله التويجري، مرجع سابق، ص 23.

أن يكون هناك تعارف بينهم¹، وفقا للمفهوم الاقتصادي – المدخرين والمستثمرين في مفهوم القانون – في هذه الأسواق.

ثانيا: التعريف الاصطلاحي لوسيط عمليات البورصة.

في سياق حديثنا عن الوساطة كنشاط، فقد جاء في دليل الإحصاءات النقدية، والمالية الصادر عن صندوق النقد الدولي سنة 2000 بأن: "الوساطة المالية نشاط إنتاجي، تقوم فيه الوحدات المؤسسة بتدبير الأموال من خلال تكبد خصومها على حسابها الذاتي، بغرض توجيه هذه الأموال إلى وحدات مؤسسية أخرى، عن طريق امتلاك أصول مالية"².

وقد اقتصر تعريف مهنة الوساطة كنشاط هنا، من خلال الدور المحوري الذي يقوم به الوسيط كمحرك للسوق، وهو جلب الأموال للمؤسسات التي هي بحاجة إليها، دون الخوض في تفاصيل أخرى، وهذا من وجهة نظرة اقتصادية، ومنه يمكن القول أن الوسيط المالي حقا هو أساس هذا النشاط، وأن أي دراسة تتعلق بهذا النشاط يجب أن تركز على هذا العنصر الفعال. وتبعاً لذلك فقد عُرفَ وسيط بورصة الأوراق المالية أو وسيط عمليات البورصة (و.ع.ب) كما ورد في التشريع الجزائري، من الناحية الاصطلاحية بتعاريف مختلفة وفقا لاختلاف الزوايا التي ينظر منها إليه، وسنتناول البعض من هذه التعاريف، حيث أن هناك من يرى بأن الوسيط الماليين عبارة عن: "وحدات اقتصادية وظيفتها الأساسية هي شراء الأوراق المالية من المقترضين النهائيين، وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقترضين النهائيين"³.

من خلال المصطلحات المستعملة واضح أنه تعريف ذو طابع اقتصادي محض، والمتمعن فيه يتضح له أنه أخلط بين الوسيط والمنشآت المصدرة للأوراق المالية، باعتبارها هي من يترتب على عاتقها ديون وليس الوسيط كما جاء في التعريف، كما أن شراء الأوراق المالية لا يترتب عليه بالضرورة دين في جانب المصدر إلا إذا كانت سندات، في حين إذا اشترى المستثمر أسهما يصبح مساهما وليس دائنا، كما يتضح أنه تعريف غير صائب في كونه

¹ - أمين أحمد عبد الله قاسم النهاري وآخرون، الوساطة المالية المصرفية الإسلامية، مجلة جامعة المدينة العالمية (مجمع)، ماليزيا، العدد السابع عشر، جويلية 2016، ص 15.

² - سليمة شنش، شروط ومهام الوسطاء الماليين في البورصة وإطارها القانوني في الجزائر، مجلة المدرسة العليا للتجارة (Revue des Reformes Economiques et Intégration en Economie mondiale, ESC)، العدد 7، 2009، ص 42.

³ - بن عزوز عبد الرحمن، المرجع السابق، ص 72.

حصر مهمة الوسيط المالي في شراء الأوراق المالية فقط وأغفل باقي النشاطات الأخرى، ولم يبرز طبيعة الوسيط؛ هل هو شخص طبيعي أم معنوي؟ والشئ نفسه بالنسبة لخصائصه؟.

وجاء في تعريف آخر أن وسطاء الأوراق المالية هم: "طائفة متخصصة بالشؤون المالية، يملكون الخبرة والدراية بشكل خاص في الأوراق المالية، ويجب توافر فيهم شروطا معينة قبل عملهم في شؤون الأوراق المالية، ويساعدهم وسطاء مندوبين رئيسيين"¹.

من التعريف يتبين أنه كسابقه ذو توجه اقتصادي نستشفه من خلال مصطلحاته (طائفة متخصصة بالشؤون المالية)، والملاحظ أنه قديم من حيث الرأي الذي تقدم به، باعتبار أن الغالبية الساحقة للتشريعات لم تعد تعتمد الأفراد كوسطاء في أسواق الأوراق المالية، أضف إلى ذلك أنه لم يشر إلى العناصر الجوهرية لممارسة هذا النشاط.

ثالثا: التعريف الفقهي لوسيط عمليات البورصة .

بناء على سبق ذكره في التعريف اللغوي عرف بعض الفقه السمسرة بتعاريف متعددة، باعتبارها نشاط السمسار حيث يراها البعض بأنها: "عقد يلتزم بموجبه شخص يدعى السمسار، أن يرشد شخصا آخر إلى فرصة لعقد اتفاق ما، أو أن يكون هو وسيطا له في مفاوضات التعاقد، وذلك مقابل أجر"².

والملاحظ أن هذا التعريف لا يتطابق وعمل الوسيط في بورصة الأوراق المالية، حيث حصر دور السمسار في إرشاد المتعاقد، أو الحلول مكانه في التفاوض فقط.

ومنهم من يرى بأن الوساطة: "عقد يلتزم بمقتضاه وسيط البورصة، أن يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية المقيدة في البورصة باسم ولحساب العميل، لقاء عمولة محددة ويكون ضامنا

¹ - معن محمد أمين القضاء، البيئة القانونية لشركات السمسرة(الوساطة) في بورصة الأوراق المالية السعودية، مجلة الحقوق والعلوم السياسية، جامعة الملك سعود، الرياض، عدد 2، 2016، ص ص 127، 128.

² - يحي إسماعيل الطيب إسماعيل، عقد السمسرة (دراسة مقارنة)، مجلة البحث العلمي للعلوم والآداب، جامعة الدلنج، كلية الدراسات العليا و البحث العلمي، الخرطوم- السودان، المجلد 10، العدد 15، 2014، ص 177. كذلك هاني دويدار، القانون التجاري (العقود التجارية، العمليات المصرفية، الأوراق التجارية، الإفلاس)، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، 2008، ص 165.

لتنفيذ العقد"¹، وبالتالي يكون هذا التعريف أشمل لدور وسيط بورصة الأوراق المالية، وإن لم يتطرق لأهم خصائص العقد بالإضافة لشرط الترخيص لمزاولة هذا النشاط داخل هذه السوق. وتبعاً لما سبق فقد عرف الوسيط بأنه: "الشخص الذي يكون عضواً في البورصة، ويتعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً ويبرمها للغير، ويجوز له أن يقوم بشراء الأوراق المالية لحسابه الخاص في ضوء الضوابط التي تحددها القوانين واللوائح المنظمة لعمل السماسرة".

ما يمكن أن نستشفه من خلال هذا التعريف أنه لم يشر إلى طبيعة الوسيط وإن كان قد اشترط عضويته في البورصة وهي أمر الزامي، كما أنه حصر تعامل الوسيط في الأوراق المالية دون غيرها من النشاطات الأخرى المخولة له، أضف إلى ذلك أنه لم يتطرق إلى مسائل جوهرية أخرى، على غرار العمولة وضمنان تنفيذ الصفقات المبرمة من قبله، وكذلك شروط ممارسة هذا النشاط وعلى رأسها الترخيص، ولذلك يعتبر تعريفاً قاصراً ولم يتوصل إلى إعطاء صورة تعكس حقيقة وسيط بورصة الأوراق المالية.

وهناك من يعرف الوسيط المالي بأنه: "المختص الذي يلجأ إليه المستثمرون من أجل أن يبيع أو يشتري لهم أدوات مالية (أسهم، سندات...) داخل السوق المالي. والذي يمكن أن يكون بنكاً، شركة استثمار، سمساراً على الشبكة...، حيث يمكنه استقبال وتحويل الأوامر، وحفظ الحسابات، التداول وفقاً لنظامه القانوني"².

وفي تعريف آخر وسيط بورصة الأوراق المالية هو: "شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية، ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، في

¹ - طاهر شوقي محمد مؤمن، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة، العربية، القاهرة، د ط، 2007، ص 387. كذلك حمد الدهان عقيل فاضل، التزام الوسيط بالتبصرة في عقد الوساطة في سوق العراق للأوراق المالية (دراسة مقارنة)، مجلة رسالة الحقوق، كلية الحقوق، جامعة كربلاء، العدد الثاني، 2015، ص 126.

² - Un **intermédiaire financier** est un professionnel à qui les investisseurs doivent s'adresser pour vendre ou acheter des instruments financiers (actions, obligations, parts de FCP ou actions de SICAV, etc.) sur le marché financier. Il peut s'agir d'une banque, d'une entreprise d'investissement, d'un courtier en ligne, etc. Selon son statut, il peut faire de la réception/transmission d'ordres, de la tenue de compte conservation, de la négociation, etc. publication de L'Autorité des Marchés financiers (AMF), France, sous le titre: La protection de mes titres en cas de faillite de mon intermédiaire financier, janvier 2014, p 03.

المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري، ويعتبر مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية تم تنفيذها بيعاً وشراءً¹.

باستقراء هذا التعريف يمكن القول أنه لم يحدد طبيعة شخص الوسيط إن كان شخصاً معنوياً، أو طبيعياً باعتبار أن هناك تشريعات مازالت تجيز للأفراد ممارسة نشاط الوساطة في البورصة، على غرار المشرع التونسي، الأردني، البحريني²، والشبيء نفسه بالنسبة للمشرع القطري حيث أجازت المادة السابعة من قانون سوق الدوحة للأوراق المالية رقم 14 لسنة 1995 للشخص الطبيعي ممارسة مهنة الوساطة في الأوراق المالية بنصها على أنه: " لا يجوز القيام بأعمال الوساطة في السوق إلا لمؤسسة ... أو شخص طبيعي تقرر اللجنة الموافقة على قيامه بأعمال الوساطة"³.

كما لم يشر إلى كل النشاطات التي يمكن للوسيط القيام بها ما عدا عملية تداول الأوراق المالية، هذا بالإضافة إلى أنه لم يفصل جيداً في مسألة العمولة التي يتقاضاها، إذ أنه لا يمكن أن يتقاضى العمولة من الطرفين، إلا إذا كان وسيطاً عنهما الإثنين في آن واحد، كذلك فإنه لم يشر إلى مسألة الترخيص، أو الاعتماد لمزاولة هذه الأنشطة باعتبار أن هناك من التشريعات التي لم تجعل النشاط في بورصة الأوراق المالية حكراً على الوسطاء المسجلين فيها فقط على غرار ما ينص عليه قانون سوق الأوراق المالية السوداني⁴، ومع ذلك يعتبر أقرب من الصورة الحقيقية للوسيط المالي.

¹ - عامر نعمان فهد، الوسيط في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، بحث مكمل لنيل شهادة الماجستير، كلية القانون، جامعة القادسية، العراق، 2017، ص 5. كذلك محمد حسن عبد المجيد الحداد مرجع سابق، ص 22، 23. كذلك بن عمر بن حساين، مرجع سابق، ص 36. كذلك أنطوان الناشف وخليل الهندي، مرجع سابق، ص 59.

² - سويلم بن عبد الله حمد السويلم، مرجع سابق، ص 39، 40.

³ - القانون رقم 14 لسنة 1995 لإمارة قطر، المتضمن إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، المؤرخ في 03/07/1995، ج ر، عدد 10، الصادرة بتاريخ 01/10/1995.

⁴ - أنظر نص المادة 35 من قانون سوق الأوراق المالية لدولة السودان لسنة 1994، على الموقع الإلكتروني لسوق الخرطوم للأوراق المالية: <http://www.kse.com.sd> تاريخ الزيارة 20/01/2018.

وهناك من عرف الوسيط بأنه: " كل شخص معنوي مجاز يتخذ شكل شركة، أو مصرف ويقوم بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية، وينفذها لحساب الغير(المستثمر) مقابل عمولة في بورصة الأوراق المالية"¹.

ما يمكن قوله في هذا التعريف أنه حدد طبيعة الوسيط بأنه شخص معنوي خلافاً للتعريف السابقة، كما بين بعض شروط ممارسة نشاط الوساطة، مثل الترخيص(الإجازة)، شكل الوسيط (شركة، مصرف)، كما أشار إلى العمولة، غير أنه لم يتناول مسألة ضمان تنفيذ الصفقة التي يشرف عليها، كما لم يتطرق إلى مجمل النشاطات التي يزاولها الوسيط ما عدا عملية تداول الأوراق المالية لحساب الغير فقط دون نفسه، ومع ذلك يعد هذا التعريف أشمل وأقرب عن سابقه من حيث الصورة التي قدمها عن وسيط بورصة الأوراق المالية.

وفي الأخير يمكن تعريف وسيط بورصة الأوراق المالية بأنه: " كل شخص معنوي معتمد من قبل الهيئة الوصية في بورصة الأوراق المالية للقيام بمختلف الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية لحسابه، أو نيابة عن المستثمرين داخل البورصة، مقابل عمولة على أن يكون ضامناً لتنفيذ الصفقة".

رابعاً: التعريف القانوني لوسيط عمليات البورصة.

بالنظر في التشريع المقارن نجد أن المشرع المصري على سبيل المثال، لم يورد أي تعريف لوسيط بورصة الأوراق المالية لا في قانون سوق الأوراق المالية رقم 95 لسنة 1992، ولا حتى في اللائحة التنفيذية له رقم 135 لسنة 1993²، واكتفى بالإشارة إلى الالتزامات المفروضة عليه، وإجراءات التأسيس والترخيص وغيرها من الأمور التنظيمية في الباب الثالث من القانون السابق في المواد من 27 إلى 34.

¹ - عمر ناطق يحيى الحمداني، الآليات القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، مصر، 2011، ص 105. كذلك معن محمد أمين القضاء، مرجع سابق، ص 130. كذلك عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية- دراسة قانونية مقارنة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت- لبنان، 2009، ص 163.

² - اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، الوقائع المصرية، العدد 81 (تابع)، الصادرة بتاريخ 8 أبريل 1993.

في حين أورد المشرع السعودي عدة تعاريف للوسيط نذكر؛ منها ما جاء في الفصل الخامس المتعلق بتنظيم الوسطاء ضمن نص المادة رقم 32/أ من نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/8/31 (1424هـ) بأنه: " يقصد بالوسيط شركة المساهمة التي تعمل بالوساطة، ووكيل الوسيط الذي يعمل لدى شركة بالوساطة ويقوم بكل الأعمال... وسيطا في تداول الأوراق المالية... تنفيذ صفقات الأوراق المالية..."¹.

الملاحظ أن هذا التعريف قصر نشاط الوساطة في الأوراق المالية على شركات المساهمة فقط دون شركات التوصية بالأسهم، ومن جهة فهو يأخذ بالتوجه السائد في التشريع المقارن من حيث الاعتراف بهذا النشاط للشخص المعنوي دون الطبيعي، كما يُعتبر ممثل الوسيط وسيطا والأصح هو مندوب، أو مفاوض شركة الوساطة وليس وسيطاً، هذا إلى جانب عدم التطرق إلى مكان النشاط وهو بورصة الأوراق المالية، عمولة الوسيط ولا حقه في احتكار هذه المهنة، ضمان تنفيذ الصفقة، غير أنه أكد على شرط الترخيص لمزاولة هذا النشاط وفقاً لما جاء في نص المادة 31 بقولها: " يقتصر عمل الوساطة على من يكون حاصلًا على ترخيص...".

كما قدم المشرع الأردني تعريفين لوسيط بورصة الأوراق المالية ، جاء في الأول بأن الوسيط المالي هو : " الشخص الذي يمارس شراء الأوراق المالية وبيعها لحساب الغير"، في حين جاء في الثاني بأن الوسيط لحسابه هو: " الشخص الذي يمارس شراء الأوراق المالية وبيعها لحسابه الخاص..."².

والملاحظ هنا أن المشرع الأردني حصر نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية، في شراء وبيع الأوراق المالية دون غيرها من الأنشطة الأخرى، أو أنه يجيز مزاولة الأنشطة الأخرى لأي شخص معنوي وإن كان غير مرخص له³ بمزاولة الوساطة في البورصة، وبالمقابل فإنه يميز بين نوعين من الوسطاء؛ النوع الأول وهم وسطاء يتداولون في الأوراق المالية لحسابهم الخاص، وبالتالي يمكن القول بهذا الصدد أن المشرع الأردني قد أنشأ مركزاً قانونياً

¹ - راجع الموقع الإلكتروني لهيئة السوق المالية السعودية، مرجع سابق.

² - أنظر أحكام المادة الثانية من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002 الملغى، والشيء نفسه بالنسبة لقانون الأوراق المالية رقم 18 لسنة 2017 الجديد طبقاً لنص المادة الثانية منه على الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية، مرجع سابق.

³ - أنظر المادة الثانية من النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004 على الموقع الإلكتروني: www.exchange.jo ، تاريخ الزيارة 2018/02/10.

جديداً في بورصة الأوراق المالية¹، في حين أن النوع الثاني يتداول لحساب المدخرين، ويفهم كذلك من خلال العبارة " شراء الأوراق المالية وبيعها لحساب الغير " أن الوسيط في هذه الحالة يتعامل باسم ولحساب الغير، كما لم يشر المشرع الأردني ضمن التعريف إلى العمولة وضمن تنفيذ الصفقة ومكان شراء وبيع الأوراق المالية.

كما عرف المشرع الكويتي أيضاً وسيط بورصة الأوراق المالية بأنه: " شخص اعتباري يزاول مهنة شراء وبيع الأوراق المالية لحساب الغير مقابل عمولة"².

الواضح على هذا التعريف أنه لم يحدد مكان ممارسة نشاط الوساطة في الأوراق المالية، كما أنه حصر نشاط الوسيط في بيع وشراء الأوراق المالية دون الأنشطة الأخرى، وللشخص المعنوي دون الطبيعي ولحساب الغير، وبالتالي لم يُجَزْ له التداول لحسابه الخاص خلافاً لما هو عليه الحال في التشريعات المقارنة، ويمكن اعتبار ذلك نوع من الحماية للمستثمرين ضد تلاعب الوسطاء.

والملاحظ كذلك على هذا التعريف أنه لم يشر إلى مسألة ضمان تنفيذ الصفقة، في حين أنه أوجب على الوسيط الحصول على ترخيص طبقاً لنص المادة 63 نفس القانون.

فيما عرف المشرع الفرنسي مقدمي خدمات الاستثمار بأنهم مؤسسات الاستثمار، شركات إدارة المحافظ المالية وهيئات القرض، التي تمتلك اعتماد لتقديم خدمات الاستثمار³ المحددة وفقاً لنص المادة لـ 321-1.

وبالتالي فالمشرع الفرنسي لم يعرف مقدمي خدمات الاستثمار وإنما حدد من خلال نص المادة أعلاه الأشخاص المعنوية التي يمكنها ممارسة تقديم خدمات الاستثمار في السوق المالي، مما يعني أنه قد ترك ذلك للفقهاء واهتم هو بالتنظيم فقط.

¹ - ريزان حسن مولود ، النظام القانوني لشركة الوساطة في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2015، ص 18.

² - المادة الأولى من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، مرجع سابق.

³ - " Les prestataires de services d'investissement sont les entreprises d'investissement, les sociétés de gestion de portefeuille ainsi que les établissements de crédit ayant reçu un agrément pour fournir des services d'investissement mentionnés à l'article L. 321-1 " , Article L531-1, code monétaire Code monétaire et financier – Dernière modification le 01 janvier 2019 - Document généré le 10 janvier 2019 –Legifrance.

كما أن المشرع الجزائري كذلك لم يقدم أي تعريف للوسيط لا في المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ولا ضمن القانون رقم 04/03 المعدل والمتمم له، في حين عرفت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الوسيط في عمليات البورصة على أنه: "هو كل وسيط معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والحقوق المتعلقة بها لحساب زبائنه أو لحسابه..."¹

إن عدم وضوح التعاريف التشريعية السابقة، وعدم شموليتها ليس بالأمر الغريب باعتبار أن هذه المهمة ليست من اختصاص التشريع، وعليه يمكن اعتبار التشريعات التي لم تقدم تعريفاً أنها كانت صائبة بتركها هذا الأمر للفقهاء وتفرغها لوضع الضوابط التي تحكم هذا النشاط.

الفرع الثاني: التأصيل التاريخي لمهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

إن ظهور مهنة الوساطة، أو السمسرة كما يصطلح عليها البعض لم تكن بمعزل عن الأسواق المالية، بل كانت أسبق في الوجود من أسواق المال نفسها، وإن لم تظهر بصفقتها الحالية وامتهان التخصص في الصكوك المالية، وإنما تدرجت عبر مراحل طويلة كانت سبباً في خلق الأسواق المالية وتطورها كما رأينا سابقاً، وعلى هذا فإنه من الصواب تخصيص هذا الفرع للبحث في تاريخ مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية للوقوف على أصولها الحقيقية ومراحل تطورها.

أولاً: ظهور مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

ظهرت مهنة الوساطة المالية مع نشأة الأسواق المالية ذاتها، ولا يقصد هنا بذلك الجزء المنظم من السوق (البورصة)، بل سوق التعاملات بالأوراق المالية الناشئ بفعل وجود الشركات المساهمة وظهور الحاجة لتداول أسهمها، فكان لا بد من وجود فئة تقوم بأعمال الوساطة بين المستثمرين الراغبين ببيع الأوراق المالية، وغيرهم من الراغبين بالشراء²، وبفضل جهود هؤلاء الوسطاء أو السماسرة كما يصطلح عليهم البعض، نشأت سوق الأوراق المالية بسرعة ونمت

¹ - المادة الثانية من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/15، المؤرخ في 15/4/2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج ر، عدد 55، الصادرة في 21/10/2015.

² - كمال كامل عبد الجواد الشافعي، الإطار التنظيمي لشركات الوساطة في فلسطين (دراسة مقارنة)، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والإدارة العامة، تخصص قانون، جامعة بيرزيت، فلسطين، 2008، ص ص 33، 34.

بعد أن كانوا يجتمعون لعقد الصفقات قديماً في الطرق العامة والمقاهي، أين كان تنظيـم المعاملات بينهم يتم وفقاً للأعراف التي تعودوا التعامل بها وليس وفقاً لقانون الدولة، وتشير الأبحاث أن أول من تكفل بتنظيم مهنة الوساطة هو المشرع الفرنسي، وكان ذلك بموجب المرسوم الملكي الصادر عن الملك شارل التاسع سنة 1572م، وذلك بهدف إحاطة هذه المهنة بالشرعية اللازمة لمن يزاولها، ودون أن تمارس بشكل عشوائي، حيث أصبح من الضروري أن تباشر الوساطة من خلال مكاتب ويناط بهم مهمة الحصول على خطاب الضمان¹.

وتجدر الإشارة إلى أن الحروب التي حدثت في ذلك الوقت قضت على العمل بالمرسوم السالف الذكر فظل حبراً على ورق، إلى أن أحياء الملك هنري الرابع بمجيئه بعد ما رآه من التجاوزات، فأعاد العمل بأحكامه وضمنها لائحة المجلس في 15 أبريل 1595م حيث نص على أنه: "يحظر على أي إنسان أن يمارس وظيفة سمسار الأوراق المالية، أو البنوك أو البضائع قبل أن يحصل على خطاب مشروط، وإلا تعرض للعقوبة البدنية بتهمة ارتكاب جريمة التزوير وبغرامة قدرها 500 أوقية من الذهب"².

ثانياً: تطور مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

إن تطور سماسرة الأوراق المالية كان نتيجة حتمية لتطور شكل الأسواق المالية من أسواق تبادل البضائع والخدمات بالإضافة لعمليات بيع وشراء العملة في البداية، وخاصة في الفترة التي احتلت فيها مدينة (بروج) البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر ميلادي مركز الصدارة فيما يتعلق بالمال والتجارة، من أجل تسهيل عمليات الاتصال بين البائع والشاري، حينها بدأ عدد الوسطاء في التزايد بشكل كبير³، لتقديم الخدمات للوافدين على هذه المدينة التي صارت مهبطاً للتجار ورجال الأعمال، إلى أن اشتهرت عملية تداول الأوراق التجارية من الكمبيالات والسندات الإذنية، وهو ما دفع الملك فليب الأشقر بفرنسا خلال القرن 13 عشر إلى لتنظيم مهنة سماسرة الصرف، ثم بعد ظهور أسهم شركة الهند الشرقية الهولندية التي تأسست

¹ - عمر ناطق يحي الحمداي، مرجع سابق، ص ص 46، 83.

² - عمر ناطق يحي الحمداي، مرجع سابق، ص 84.

³ - نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012، ص 17.

سنة 1599، بدأ التداول على أسهما في أسواق أمستردام¹، حيث كانت أولى عمليات السماسرة على هذه الأوراق المالية.

غير أنه وباعتبار فرنسا من أقدم الدول التي عرفت أسواق الأوراق المالية، وكذلك قامت بوضع تشريعات خاصة لهذه الأسواق منذ ظهورها، وتبعاً لذلك قامت بتنظيم مهنة الوساطة في سوق الأوراق المالية، ونظراً لما لهذه الوظيفة التوسيطية من أهمية فقد كان من الضروري أن تكون مضمونة بترخيص من السلطات العامة، فأنشئت على سبيل المثال في فرنسا مكاتب تنفيذية لوسطاء الصرف، أو سماسرة المبادلة حيث احتكرت بشكل سريع عمليات التداول، إلى أن صدر بيان ملكي يقضي ببطان أي عمل وساطة دون الحصول على إذن ملكي².

إلا أنه ومع بداية القرن 16 عشر عاد دلالي الصرف، أو الأوراق المالية لممارسة تجارة الذهب والفضة والأوراق المالية والبضائع بكل حرية، إلى أن أصدر الملك شارل التاسع مرسوم ملكي ينظم مهنة الوسطاء، فلم يعد هناك وجود لمصطلح الدلال، وذلك بعد إحاطة هذه المهنة بسياج من الشرعية والخبرة، فلم تعد تمارس بشكل عشوائي، وتستوجب مكاتب يقوم عليها وسطاء ويناظ بهم الحصول على خطابات ضمان، وأن يلتقوا بالمسؤولين والموظفين الملكيين في أماكن إقامتهم³، حينها أصبح الوسطاء موظفين رسميين إلى جانب كونهم تجار ينفذون التداولات طبقاً للوائح ومفوضين بالتوقيع عن عملائهم⁴.

وقد تطور مركز الوسطاء حتى أن بعضهم كان يقوم بإقراض الخزينة العامة، ما أدى إلى صدور مرسوم سنة 1705 يمنح وسطاء الأوراق المالية والبنوك صفة مستشاري الملك ويؤكد أن وظيفتهم لا تقل عن وظيفة النبلاء، هكذا ومع قرب انتهاء القرن التاسع عشر وبعد انتهاء الحقبة الثورية التي أخلطت الأمور، عاد وسطاء الأوراق المالية إلى مزولة أنشطتهم⁵، غير أنه وبصدور قانون 28 مارس لسنة 1885 أحدث تغييرات كبيرة في لائحة الوسطاء سواء من حيث

¹ - محمد عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص ص 96، 98.

² - عمر ناطق يحي الحمداي، مرجع سابق، ص ص 82، 83.

³ - عمر ناطق يحي الحمداي، مرجع سابق، ص 83.

⁴ - التطور التاريخي لسماسرة الأسواق المالية، الموقع الإلكتروني استشارات قانونية- محاماة نث: <http://www.mohamat.net>

تاريخ الزيارة 2018/06/15.

⁵ - عمر ناطق يحي الحمداي، مرجع سابق، ص ص 85، 86.

قرار تعيينهم أو من حيث الشروط المطلوبة في التعيين، إلا أن هناك أمراً واحداً تم الإبقاء عليه وهو إحتكار التداولات بمعرفة الوسطاء دون غيرهم من الأفراد¹.

غير أن إعادة تنظيم نشاط البورصات بقانون 24 شباط 1942 أتبعه إصدار جملة من التشريعات ذات الصلة بتنظيم قواعد عمل شركات الوساطة في الأوراق المالية، ومنها القانون رقم 70-88 الصادر في 1988 ، حيث استبدل نظام سمسرة الأوراق المالية بنظام شركات البورصة²، حينها تلاشى السمسار الفرد الذي اكتسب في وقت سابق صفة السمسار الرسمي بعد وصوله لبلاط الملك.

كل هذا بعد أن بدأت مهنة الوساطة في أسواق المال بمجهود متواضع يبده فرد يطلق عليه السمسار، يقوم بكافة الأعمال المرتبطة بهذا النشاط، ثم تطور شكل السمسار التقليدي، فتحول من مجرد شخص طبيعي إلى كيان أكبر وأقدر على أداء الخدمة، فظهرت شركات الوساطة³، وكالعادة بحثا عن التطور لم تدم شركات البورصة طويلا، فقد تم إلغاء القانون الأخير، سعيا من المشرع الفرنسي إلى تطوير أسواق الأوراق المالية لمواكبة سرعة الأسواق العالمية في التجديد، حيث أصدر قوانين أخرى في المجال نفسه، ومنها القانون المتعلق بتحديث الأنشطة المالية رقم 597 لسنة 1996 والذي ألغى قانون 22 يناير لسنة 1988، وجاء بتسمية جديدة لسمسرة الأوراق المالية بدل شركات البورصة، اصطلح عليهم بـ (مقدمي خدمات الاستثمار)⁴، ثم أعاد المشرع الفرنسي تنظيم هذا القانون ضمن أحكام التقنين النقدي والمالي الفرنسي رقم 1223 لسنة 2000، الصادر في 14 ديسمبر 2000.

هذا دون نسيان مساهمة التطور التكنولوجي المتسارع مساهمة فعالة في إثراء هذا النشاط وتقدمه، حيث ظهرت أنظمة التداول الإلكتروني مما فتح المجال لشركات الوساطة أن تقوم

¹ - طاحون نصر علي أحمد، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، دار النهضة العربية، القاهرة، 2003، ص 19.

² - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 44.

³ - منشور مؤسسة النقد العربي السعودي، الدورة التحضيرية لاختبار التداول، الإصدار 10، بتاريخ 2007/3/3، ص 7.

⁴ - Art. 94. - I. - La loi no 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs est abrogée. Les modifications effectuées par cette loi dans d'autres lois ou codes demeurent valides.

II. - Dans tous les textes législatifs et réglementaires en vigueur, les mots << sociétés de bourse >> sont remplacés par les mots << les prestataires de services d'investissement >>, LOI no 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, JORF n°154 du 4 juillet 1996.

بدورها في أفضل الأحوال، وتحقق مزايا أكبر¹ لصالح الأسواق المالية بصفة عامة. كما ساهمت شبكة الأنترنت كذلك في تطوير وتسريع نشاط الوساطة من خلال ممارسة عمليات التداول عن بعد، فحققت بذلك الشبكة لهذا النشاط أبعاداً واسعة الآفاق، ساهمت في تسارع وتيرة عمليات الأسواق المالية على المستوى العالمي.

المطلب الثاني: خصائص الوساطة في بورصة الأوراق المالية وأهميتها.

كغيرها من النشاطات المالية والتجارية فإن للوساطة في بورصة الأوراق المالية خصائص استثنائية، بخلاف الخصائص التي تشترك فيها مع غيرها من النشاطات الأخرى، حيث تستمد قيمتها من أهمية هذا النشاط الذي تركز عليه اقتصاديات معظم الدول العظمى، وهذا بالنظر للمكانة المرموقة للوساطة في الأسواق المالية، باعتبارها نشاطاً محورياً لا يمكن لبورصات الأوراق المالية إتمام معاملاتها في غياب الوسطاء الماليين. ولهذا فقد خصت معظم التشريعات هذا النشاط بأحكام استثنائية يكون للوسطاء الماليين بموجب هذه الأحكام خصائص مميزة، كما تكتسب من خلال ذلك أهمية كبيرة في أسواق المال.

وعليه سترتكز الدراسة ضمن هذا المطلب على الخصائص المميزة لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية (فرع أول)، بالإضافة إلى أهمية الوساطة في بورصة الأوراق المالية (فرع ثان).

الفرع الأول: الخصائص المميزة لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

يزاول الوسيط داخل البورصة نشاطات متعددة وليس التداول فقط، هذا بغض النظر عن النشاطات التي يمارسها بعض الوسطاء خارج البورصة كحالات استثنائية يجيزها لهم القانون كالبنوك مثلاً، غير أن النشاط الرئيسي للوسيط هو بيع وشراء القيم المنقولة وبالتالي فهو يبرم عقوداً مع الغير، بغض النظر عن طبيعتها سواء كانت تجارية أو مدنية، فإنها تتميز بخصائص تتصف بها معظم العقود، كالرضائية حيث تكفي إرادة الطرفين في إنعقاد العقد، إذ بإمكان المستثمر توجيه أمر بالبيع أو الشراء للوسيط شفهيًا ولو بالهاتف²، وإن كانت هذه

¹ - منشور مؤسسة النقد العربي السعودي، مرجع سابق، ص 7.

² - المادة 96 من النظام رقم 03/97، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة الجزائرية، ج ر، العدد 87، الصادرة في 1997/12/29، المعدل والمتمم بموجب النظام رقم 01/12، المؤرخ في 2012/01/12، ج ر، العدد، 41، الصادرة في 2012/01/15.

الحرية مقيدة بقيود تشريعية، فإنما الغرض منها حماية الأطراف فقط، وقد أجمع أغلبية الفقه المصري والفرنسي على ذلك¹.

كما أنها معاوضة، حيث أن عقود الوساطة في البورصة تكون بمقابل يحصل عليه كلا الطرفين، وبالتالي فهي ليست من قبيل عقود التبرع²، وقد أكدت بعض التشريعات ذلك بوضعها حداً أدنى للعمولة التي يأخذها الوسيط لقاء الخدمة المقدمة للعميل، وهو ما فعله المشرع المصري حين نص بأن للعمولة حد أدنى وهو (2) جنيه مصري³، وبالتالي يعد أمراً واجب التطبيق من قبل شركات السمسرة لاستبعاد صفة التبرع عن هذا النشاط .

ومن جانبه المشرع الأردني في نص المادة 3/أ/5 من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004، أكد على بيان العمولات التي سيتقاضاها الوسيط مقابل خدماته، أو الإشارة في وثيقة منفصلة عن الاتفاق المبرم على أن تكون العمولات ضمن الحدود المسموح بها⁴، مما يثبت انتفاء صفة التبرع، في حين المشرع الجزائري ومن خلال المادة 25 من النظام 03/96 ترك الحرية للوسيط في تحديد قيمة العمولة وهذا اقتداء بالمشرع الفرنسي⁵.

كما تقوم عقود الوساطة على مبدأ المساومة، باعتبار أن الخدمات الاستثمارية التي يقدمها الوسيط ليست ضرورية لحد أن المستثمر يصبح ملزماً بالانتفاع بها، كما هو الحال مع المستهلك، الذي لا تستقيم مصالحه إلا باقتناء الخدمة، فيصبح في وضعية إدعان، حيث أنه

¹ - عمر ناطق يحي الحمداي، مرجع سابق، ص ص 109، 110.

² - عقد التبرع: هو العقد الذي لا يأخذ فيه المتعاقد مقابل لما أعطاه، ولا يعطي المتعاقد الآخر مقابل لما أخذه، راجع عبد الرزاق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني - مصادر الالتزام، دار إحياء التراث العربي، لبنان، الجزء الأول، د ت، ص 162.

³ - نصت عليه المادة 1/3 من القرار الوزاري المصري رقم 478 لسنة 1994 بشأن تحديد عمولات السمسرة ورسوم قيد الأوراق المالية، نقلاً عن طارق عفيفي، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي، الطبعة الأولى، دار الوليد للنشر والتوزيع/المصدر القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2015، ص 103.

⁴ - قصي علي الضمور، المسؤولية الجزائية عن الأعمال غير المشروعة للوسيط المالي، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون العام، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2009، ص 20.

⁵ - تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائرية - دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة ملود معمري، تيزي وزو، 2013، ص 67.

في هذه الحالة الأخيرة يكون للقاضي السلطة التقديرية في تعديل العقد بخلاف عقود الوساطة التي ليس للقاضي سلطة في تعديلها¹.

كذلك فهي عقود ملزمة للجانبين، كما أنها عقود احتمالية غير محددة، والعقد الاحتمالي يتوقف فيه أداء الالتزام الملقى على عاتق أحد الطرفين على أمر غير معروف²، بالإضافة إلى هذه الخصائص يتميز نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية بخصائص قل ما نجدها في نشاطات أخرى وتتمثل في:

أولاً: ضمان تنفيذ الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية.

تطبيقاً لأحكام المادة 64 من المرسوم التشريعي 10/93 فإن الوسيط في عمليات البورصة ملزمون بتقديم مساهمات إلى صندوق خاص يتكفل بضمان الالتزامات التي قد تترتب على عاتقهم في حال التقصير، أو الإخلال في المعاملات الواردة على القيم المنقولة داخل البورصة³.

وفي هذا السياق أصدرت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة النظام 03/04 الذي يوضح شروط تسيير صندوق الضمان وتدخله وكذا قواعد وعاء الاشتراكات وحسابها، كما ألزمت المادة 65 من المرسوم 10/93 الوسيط بضرورة الاكتمال في تأمين يضمن مسؤوليتهم تجاه زبائنهم، وقد أكدت ذلك لجنة تنظيم البورصة ضمن المادة 54 من النظام 01/15.

لكن ما يثير الانتباه في نص المادة الأخيرة أنها تتناول مشكل ضياع وإتلاف القيم المنقولة المودعة لدى الوسيط الماليين من قبل عملائهم، بالرغم من أنه قد تم التخلص من الشكل المادي المحسوس للقيم المنقولة، وأن عمليات التسوية والمقاصة تتم بطريقة آلية بين حسابات العملاء وذلك على مستوى المؤتمر المركزي على السندات منذ إنشائه⁴ بموجب القانون 04/03.

¹ - حمليل نورة، مرجع سابق، ص 207.

² - عمر ناطق يحيى الحمداني، مرجع سابق، ص 111، 112. كذلك عبد الله الطائي، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، طبعة أولى، منشورات زين الحقوقية، بيروت، لبنان، 2015، ص 140.

³ - نصت المادة 64 بأنه: " ينشأ صندوق قصد ضمان التزامات الوسيط في عمليات البورصة حيال زبائنهم، ويمون الصندوق بمساهمات إجبارية يقدمها الوسيط في عمليات البورصة... "

⁴ - أنظر في ذلك وظائف المؤتمر المركزي على السندات في الفصل التمهيدي.

وقد أخذ التشريع المصري بالتوجه نفسه ، حيث جاء في أحكام المادة 18 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ما يلي: "... وتضمن الشركة سلامة العملية التي تتم بواسطتها..."، أي أن الوسيط يضمن تنفيذ الصفقات التي ينجزها، كما تنص المادة 126 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال بأنه: "يكون الحد الأقصى لقيمة العمليات التي تقوم بها الشركات... بالنسبة إلى كل نشاط في ضوء رأسمالها والتأمين المدفوع منها وفقا للقواعد التي يضعها مجلس إدارة الهيئة، ويتحدد التأمين بمراعاة حجم ونوع نشاط الشركة ومخاطر مباشرته وأعباء الشركة والتزاماتها".

إذا فالمرجع المصري كذلك يشترط على الوسيط في عمليات البورصة المساهمة في صندوق خاص للتأمين على العمليات المنجزة كغيره من التشريعات السابق ذكرها، بالإضافة إلى التأمين ضد المسؤولية عن الخسائر، أو الضرر الذي يلحق العملاء بسبب أخطاء الشركة أو مديريها أو ممثليها (المفاوضين في البورصة)¹.

كما اعتمد المشرع الأردني كذلك الأسلوب نفسه بإنشاء صندوق ضمان التسوية تكون العضوية فيه الزامية بالنسبة للوسطاء².

أما في التشريع الفرنسي فيكون الوسيط ضامنا لتنفيذ الصفقة بصفة شخصية، ويتضح ذلك من نصوص تعليمية سلطة سوق رأس المال الفرنسية الخاصة بإجراء التسوية والمقاصة في سوق القيم المنقولة (Euronex paris) والتي تنص على أن يكون الوسيط مدينا بئمن الأوراق المالية في حال إدخاله أمر التداول للبورصة³.

ثانيا: احتكار نشاط الوساطة .

تعد المعاملات على القيم المنقولة في بورصة الأوراق المالية من النشاطات المحتكرة، إذ لا يجوز ممارستها إلا لفئة محددة بنص القانون، وهم وسطاء البورصة دون غيرهم، وهذا وفقا لأحكام المادة 5 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 التي نصت بأنه: " لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في

¹ - المادة 135 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، مرجع سابق.

² - المادة 88 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 18 لسنة 2017.

³ - يوفامة سميرة، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة- دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، قسم القانون الخاص، تخصص قانون الأعمال، جامعة الإخوة منتوري- قسنطينة، 2017، ص 23.

عمليات البورصة"، حيث قصر المشرع إبرام الصفقات داخل البورصة على الوسطاء دون غيرهم، ولا يجوز للبائع والمشتري القيام بذلك دون تدخل من الوسطاء¹.

وهو التوجه نفسه الذي أخذ به المشرع المصري في نص المادة 18 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، حيث جاء في أحكام المادة على أنه: " يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك، وإلا وقع باطلا...".

وقد أكد المشرع الفرنسي ذلك حيث حظر على أي شخص بخلاف مقدم خدمات الاستثمار لتقديم خدمات على الأوراق المالية للغير، مع مراعاة أحكام المواد المنصوص عليها ضمن أحكام المادة L531-10 من القانون النقدي والمالي².

ولم يحد المشرع الأردني عن توجه التشريعات السابقة، حيث منع مزاوله الأعمال التي تتم داخل البورصة ومن بينها أعمال الوساطة إلا بعد الحصول على ترخيص³، والشيء نفسه فعل المشرع الكويتي⁴.

وقد كفل المشرع الجزائري حماية مدنية للوسيط في احتكار هذا النشاط تتمثل في غرامة مالية بالإضافة إلى الحق في طلب إلغاء المعاملات المنجزة على القيم المنقولة، في حين المشرع المصري رتب عليها البطلان المطلق فقط في نص المادة السابقة، وكذلك حماية جنائية⁵ تتمثل في العقوبات الواردة في المواد من 376 إلى 379 والمتعلقة بخيانة الأمانة من الأمر رقم 156/66 المتضمن قانون العقوبات الجزائري، وتقابل هذه النصوص المادة 63 من

¹ - عمر ناطق يحيي الحمداني، مرجع سابق، ص 190، 191. كذلك أيت مولود فاتح، مرجع سابق، ص 208.

² - " Sous réserve des dispositions de l'article L. 531-2, il est interdit à toute personne autre qu'un prestataire de service d'investissement, qu'une entreprise de pays tiers mentionnée à l'article L. 532-48 ou qu'une personne mentionnée à l'article L. 532-18 ou à l'article L. 532-18-1 de fournir à des tiers des services d'investissement, à titre de profession habituelle", Article L531-10 du C m f, op.cit.

³ - المادة 47/أ من قانون الأوراق المالية الأردني، مرجع سابق.

⁴ - المادة 4 من المرسوم المتعلقة بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، والمادة الأولى من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونهم في سوق الكويت للأوراق المالية، الصادر بتاريخ 8 أوت 1984، نقلا عن كمال كامل عبد الجواد، مرجع سابق، ص 183.

⁵ - نصت المادة 58 من الأمر 10/93، مرجع سابق، بأنه: " يتعرض كل من يجري مفاوضات تخالف أحكام المادة 5 أعلاه لعقوبات سوء الائتمان المنصوص عليها في قانون العقوبات وبغرامة تساوي ضعف قيمة السندات المعنية بالمخالفة".

قانون سوق رأس المال المصري، والشيء نفسه بالنسبة للمشرع الأردني الذي رتب جزاءات لكل من يمارس هذا النشاط بدون ترخيص¹.

ثالثاً: حظر مزاولة أنشطة موازية للوساطة.

استناداً إلى أحكام المادة 4 من القانون 04/03 المعدلة للمادة 6 من مرسوم 10/93، والتي جاء فيها بأنه: " يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض..." يتبين أن شركات الوساطة المعتمدة في البورصة الجزائرية تنشأ خصيصاً لمزاولة هذا النشاط.

معنى ذلك أن اعتمادها متوقف على توفر شرط التخصص والخبرة في مجال التعامل على القيم المنقولة، إضافة إلى التفرع لهذا النشاط وعدم ممارسة أي نشاط آخر موازي له، وهذا راجع لأهمية التعامل في السوق المالية مما يضمن حسن التسيير حماية لمختلف الأطراف المتعاملة فيها².

وهذا ما أخذت به أغلبية التشريعات محل المقارنة، على غرار المشرع المصري³ وكذلك المشرع الكويتي حيث أوجبا على الوسطاء التفرع للصفقات المتعلقة بالأوراق المالية فقط، وبالتالي حظر عليهم ممارسة أي نشاط آخر⁴، في حين لم يبين المشرع الأردني ذلك، مما يعني عدم إلزامية تفرع الوسيط لنشاطه، وهو ما لم يشر إليه المشرع الفرنسي كذلك.

ولا ينطبق شرط التفرع وعدم مزاولة نشاطات أخرى على البنوك والمؤسسات المالية كوسطاء في البورصة، إذ تعد وضعيتها استثناءً عن القاعدة، وقد تجيز لها لجنة تنظيم

¹ - سيرة ممدوح سسروقة عمر، الآثار القانونية للوساطة المالية، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون الخاص، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2014، ص ص 109، 112.

² - أيت مولود فاتح، مرجع سابق، ص ص 211، 212.

³ - راجع احكام المادتين 27 و 28 من قانون سوق رأس المال المصري، مرجع سابق.

⁴ - كمال كامل عبد الجواد الشافعي، مرجع سابق، ص 49.

البورصة ذلك، عند قبول الاعتماد بعد تبرير وجود قسم مستقل ضمن إدارتها العامة يختص بمتابعة نشاطات الوساطة في عمليات البورصة¹.

رابعاً: تجارية نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

من خلال التعاريف السابقة يتضح أن من أبرز الخصائص التي يتسم بها نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية هي صفة التجارية، مما يعني أن نشاط الوسيط هو تجاري دائماً²، ولا يمارس إلا داخل البورصة، وتبعاً لذلك يحظر عليه ممارسة أنشطة أخرى ما عدا هذا النشاط، وسيتم تفصيل هذه الجزئية أكثر عند تناول التكييف القانوني لنشاط الوساطة لاحقاً.

خامساً: قصر نشاط الوساطة على الأشخاص المعنوية.

في بداية الأمر كانت مهنة الوساطة تمارس من قبل الأشخاص الطبيعية، لكن في ما بعد ونظراً لقدرة الشركات وبالخصوص المساهمة على الاستمرار مقارنة بما قد يتعرض له الفرد من الفاقة، أو الموت مما يؤثر على العلاقة القائمة بين الوسيط والعميل، والشئ نفسه بالنسبة لشركات الأشخاص التي تقوم على الاعتبار الشخصي³، لذلك قصرت أغلب التشريعات محل المقارنة في ما بعد هذا النشاط على شركات الأموال دون غيرها.

وهو ما أخذ به المشرع الجزائري حيث جاء في أحكام في المادة 4 القانون 04/03 بأنه: " يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية"⁴، وهذا بعد تعديل المرسوم التشريعي 10/93 الذي كان يجيز ممارسة الوساطة في بورصة الأوراق المالية للشخص الطبيعي طبقاً لنص المادة 6 والتي كانت تنص بأنه: " يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات بورصة، بعد اعتماد من اللجنة، أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصاً لهذا الغرض"، وهو قرار صائب من المشرع الجزائري بحظره

¹ - المادة 6 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/15 . راجع أحكام المادة الثالثة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصري رقم 106 لسنة 2015 الصادر بتاريخ 2015/9/6، والمتعلق بقواعد تنظيم الترخيص للنشاط السمسرة في الأوراق المالية، والتي تجيز بأن يكون لشركة الوساطة فروع بنكية حسب الفقرة الثالثة.

² - المادة 13/2 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق. وكذلك المواد 4، 5 و 10 من القانون التجاري المصري رقم 17 لسنة 1999، ج. ر.ج.م، العدد 19 مكرر، صادرة بتاريخ 1999/5/17.

³ - محمد حسن عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص ص 26، 27.

⁴ - أنظر كذلك المادة 4 من النظام 01/15.

ممارسة هذا النشاط من قبل الشخص الطبيعي، يصب في المصلحة المشتركة للسوق المالي من جهة والمستثمرين من جهة ثانية، إلا أنه من جهة أخرى سمح لشركات التضامن بممارسة هذا النشاط رغم قيامها على الاعتبار الشخصي وما قد يستتبع ذلك من آثار لا حقاً، وهو أمر غير محبذ.

وقد كان هذا توجه الكثير من التشريعات، على غرار المشرع المصري حيث جاء في المادة 27 من الفصل الأول المتعلق بالأحكام العامة من الباب الثالث من قانون سوق رأس المال المصري، والمتعلق بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بأنه تسري أحكام هذا الباب على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ومن بينها شركات السمسرة في الأوراق المالية، كما اشترطت المادة 29 أن الحصول على الترخيص لا يكون إلا لشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم ومن دون شركات الأشخاص التي أجاز لها المشرع الجزائري ذلك.

كما أخذ المشرع الأردني بالتوجه نفسه ، حيث جاء في نص المادة الثانية من القانون رقم 18 لسنة 2017 المتعلق بالأوراق المالية عند تعريفها لشركة الخدمات المالية بأنها: " شركة الخدمات المالية هي الشخص الاعتباري الذي يمارس عملاً، أو أكثر من أعمال الوسيط المالي لحسابه..." وهو ما أكدته المادة 4 من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 بأنه: " يشترط لمنح ترخيص ممارسة أي من الأعمال الواردة في المادة 3/أ اعلاه أو تجديده ما يلي: أ - أن يكون طالب الترخيص بنكاً، شركة مساهمة خاصة أو ذات مسؤولية محدودة تنحصر غايتها الرئيسية في أعمال الخدمات المالية، والحفظ الأمين..."، وهذا رغم السماح للشركات ذات مسؤولية محدودة بممارسة أنشطة محددة.

كذلك المشرع السعودي حيث ورد في الفصل الخامس المتعلق بتنظيم الوسطاء ضمن نص المادة رقم 32/أ من نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 31/8/2003 (1424هـ) بأنه: "يقصد بالوسيط شركة المساهمة التي تعمل بالوساطة..."

والشيء نفسه بالنسبة المشرع الكويتي الذي نص في المادة الأولى من القانون الكويتي رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، بأن وسيط بورصة الأوراق المالية هو: "شخص اعتباري يزاول مهنة شراء وبيع الأوراق المالية لحساب الغير مقابل عمولة".

أما التشريع الفرنسي فيعد من التشريعات السبّاقة في مجال الأسواق المالية، حيث كان يوكل نشاط الوساطة في الأوراق المالية للأشخاص الطبيعية إلى أن صدر قانون 22 جانفي 1988 الذي إستبعد الأشخاص الطبيعية من ممارسة هذا النشاط، وقصره على الشركات التجارية¹ بصفة عامة، دون أن يكون لذلك تأثير على السوق بالنظر لخبرة المشرع الفرنسي.

سادسا: الزامية الاستعانة بالوسيط في بورصة الأوراق المالية.

الأصل أن الاستعانة بالسماصرة أمر اختياري متروك لمشئئة المتعاقدين، ومع ذلك فإن التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة لا يجوز إلا بواسطة إحدى الشركات المرخص لها، وإلا وقع التعامل باطلا²، وهذا ما يتضح في إجماع كافة التشريعات على ضرورة الاستعانة بوسيط من أجل التعامل على الأوراق المالية في البورصة، إذ ليس للمتعاملين على الأوراق المالية الخيار في اللجوء أو عدم اللجوء للوسيط، كما أن الدخول إلى قاعة التداول مقصوراً على هذا الأخير فقط، ومن ثم فإن أي تعاقد بدونه يكون مصيره البطلان³.

وهذا ما نصت عليه المادة 5 من المرسوم التشريعي 10/93 بقولها: " لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة في البورصة، إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة".

وهو نفس ما تطرقت إليه المادة 18 من قانون سوق رأس المال المصري وكذلك المادة 256 من اللائحة التنفيذية له، كما ورد كذلك في المادة 45 من قانون التجارة المصري بأنه: " لا يجوز التعامل في سوق الأوراق المالية بالنسبة للصكوك المدرجة بجداول أسعارها إلا بواسطة سمسار مقبول للعمل بها وإلا كان التصرف باطلا".

والشيء نفسه بالنسبة للمشرعين الأردني والفرنسي، ما دام هذا النشاط حكراً على الوسطاء وحدهم، ولا يجوز ممارسته إلا بترخيص من الجهات المختصة كما رأيناه سابقاً، وفي

¹ - Loi n°88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs: Chapitre Ier : Des sociétés de bourse, Article 1: " Les sociétés de bourse, les établissements de crédit habilités à cet effet ainsi que toute personne morale également habilitée à cet effet dont le siège se trouve dans un des Etats parties à l'accord sur l'Espace économique européen sont seuls chargés de la négociation des valeurs mobilières sur une bourse de valeurs", JORF du 23 janvier 1988 page 1111.

² - مصطفى كمال طه، العقود التجارية، د ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص 139.

³ - معن محمد أمين القضاء، مرجع سابق، ص 136.

هذا السياق جاء موقف نظام السوق المالية السعودي وفقا لنص المادة 31 ، التي أوجبت على أن يكون التعاقد عن طريق وسيط حاصل على ترخيص.

الفرع الثاني: أهمية الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

تحتل شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية مكانة مرموقة، بالنظر إلى الدور المحوري الذي تؤديه هذه الشركات في خدمة العملاء والاقتصاد بصفة عامة، حيث تساهم في إطار أدائها لمهامها في تنظيم السوق وتوجيه العملاء وحماية مصالحهم، وبالتالي فهي تسهر على حسن سير السوق وتنشيطه. إذا فالوساطة المالية تستمد أهميتها من الدور الذي تلعبه في سوق الأوراق المالية باعتبارها من أهم حلقاتها، ويمكن تلخيص أهميتها عموما في الجوانب التالية:

أولاً: مساعدة العملاء في اقتصاد الوقت.

إن تدخل الوسيط في بورصة الأوراق المالية من شأنه أن يوفر الوقت على المتعاملين، فإذا نظرنا إليه من جانب الشركات المصدرة، يتبين لنا أنه يلعب دورا هاما في مساعدتها في جميع المراحل بدءاً من تحضيرها للولوج إلى البورصة، وبالتالي يوفر عليها الوقت ويمكنها من الدخول في أوقات قياسية، قد تمتد إلى آجال أطول لو قامت بذلك الشركة بمفردها، ويرجع ذلك لعدة أسباب أهمها الجهل بضوابط الإدراج، ولذا نجد أن أنظمة البورصة تلزم الشركات بالتعاقد مع وسيط يساعدها في عملية الإدراج¹.

أما في ما يخص المستثمرين، فإن الوسيط بحكم خبرته واطلاعه على السوق، يوفر عليهم الوقت في البحث عن الأوامر المطابقة للأوامر المعروضة عليه، سواء المتعلقة بالشراء أو بالبيع²، فإن لم توجد على مستواه فإنه يعرض ما لديه من أوامر على غيره من وسطاء وبالتالي تنفيذ الصفقات في أوقات قصيرة جدا.

¹ - المادتان 17 و 46 من النظام 03/97، مرجع سابق.

² - هـدال غنية، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2002، ص15.

ثانياً: السهر على حسن سير السوق.

إن حسن سير البورصة يتوقف على مدى قدرة أجهزتها على التنظيم، وفرض الانضباط داخل السوق، وهنا تتجلى أهمية شركات الوساطة من خلال دورها الرقابي على الشركات المصدرة للقيم المنقولة، من حيث مدى احترامها لأحكام النصوص القانونية والتنظيمية المؤطرة للسوق، وبالخصوص قواعد الشفافية، سواء قبل أو بعد دخولها إلى البورصة كما يتوجب عليها، حيث أن القانون يشترط على الجهات المصدرة ضرورة التعاقد مع شركات الوساطة المعتمدة لمراقبتها قبل وبعد الولوج إلى البورصة¹.

وقد أكدت المادة 7 من النظام 01/15 دور الوسيط في السير الحسن للنشاط بنصها أنه: " على الوسيط في عمليات البورصة أن يوفر الوسائل التقنية والبشرية المناسبة، كما يتوجب عليه وضع إجراءات العمل ونظام للمراقبة الداخلية، وكشف وتسيير تضارب المصالح اللازمة من أجل حسن سير النشاط الذي قدم له الاعتماد لممارسته".

كما تبرز أهمية الوسيط في إطار تنشيط السوق من خلال دوره في عمليات التفاوض على القيم المنقولة لحسابه الخاص، مما يضمن السيولة المالية للمشاريع الاستثمارية باعتبار أن معظم الوسطاء عبارة عن شركات مساهمة وبنوك، لها قدرات كبيرة في دعم الاقتصاد.

حيث تنص المادة 25 من النظام نفسه أنه: " بإمكان الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين لممارسة التداول لحسابهم الخاص أن يعملوا : - في إطار تنشيط سوق القيم المسعرة ولضمان سيولتها وانتظامها...".

ثالثاً: حماية وتبصير المستثمرين.

تبرز أهمية الوساطة في بورصة الأوراق المالية بصفة جلية، من خلال ما تقوم به شركات الوساطة من توفير للمعلومات والبيانات الجوهرية، التي تتعلق بالأوراق المالية المتداولة في السوق وأسعارها، والجهة المصدرة لها وما تحققه من أرباح ونجاحات تجارية، باعتبار أن الوضع المالي للجهة المصدرة له تأثير كبير على قيمها المنقولة.

¹ - المادتان 17 و46 من النظام رقم 03/97 المعدل والمتمم، مرجع سابق.

ومن ثم فإن إحاطة المستثمر بتلك المعلومات الجوهرية يعطيه صورة واضحة عن الشركة، كوصف للمخاطر التي تتعرض لها والانجازات التي تحقّقها، ومركزها المالي، مما يساعده في اتخاذ قراراته بخصوص شراء تلك الأوراق المالية من عدمه¹.

إذا فالوسيط يساهم في رفع مستوى الوعي الاستثماري² باعتباره مستشاراً للعملاء، وذلك لمراقبته الدائمة لمجريات الأمور في البورصة³، والدراسات والأبحاث التي يقدمها حول المشاريع الاقتصادية تحت إشراف السلطات المختصة بالسوق⁴.

فضلا عن الخبرة العملية والعلمية التي يتمتع بها والنتيجة عن احترافه لمهنة الوساطة، وإتقانه لها مما يضيف عليه ثقة كبيرة لدى جمهور المستثمرين، كونهم يعتمدون كثيرا على المعلومات والنصائح التي يتلقونها من شركات الوساطة في اتخاذ قراراتهم، لأنه نادرا ما يقوم المستثمر بجمع المعلومات وتحليلها بصفة ذاتية، ومن نتائج ذلك أن حركة الأسعار في البورصة ما هي إلا إنعكاس للنصائح والتحليلات المقدمة من قبل الوسطاء للعملاء والمستثمرين⁵.

وعليه فالوساطة في الأوراق المالية تسعى لحماية المستثمرين من جهة، خاصة أولئك الذين لا تتوفر لديهم الخبرة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، حتى لا يقعوا فريسة للاستغلال من قبل المضاربين المحترفين، ولهذا تستوجب التشريعات الاستعانة بالوسطاء وتقتصر التعامل في الأوراق المالية على هؤلاء المتخصصين دون غيرهم، ومن جهة أخرى ضمانا لحسن سير العمليات في البورصة⁶.

¹ - عقيل فاضل حمد الدهان، مرجع سابق، ص ص 136، 137.

² - كمال عبد الجواد الشافعي، مرجع سابق، ص 43.

³ - أحمد الباز، الالتزام بالشفافية والافصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية- دراسة مقارنة، د.ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2015، ص 145.

⁴ - كمال عبد الجواد الشافعي، مرجع سابق، ص 43.

⁵ - أحمد الباز، مرجع سابق، ص ص 145، 146.

⁶ - عمر ناطق يحيى الحمداني، مرجع سابق، ص 108.

رابعاً: الحد من تكاليف الصفقات.

الكثير من العملاء لا يتوفرون على سيولة كبيرة، فيضطرون لإبرام صفقات صغيرة تترتب عليها مصاريف مرتفعة لو كان بإمكانهم إنجازها بصفة ذاتية، في حين أن الوسيط في البورصة لا ينجز صفقة واحدة، بل يقوم بجمع عدد كبير من الصفقات ثم يتولى تنفيذها دفعة واحدة فتكون المصاريف المترتبة عليها مشتركة وغير محسوسة بالنظر للصفقات المنفردة، وهنا تتضح أهمية شركات الوساطة في التقليل من تكاليف المعاملات الواردة على الأوراق المالية في البورصة¹.

المطلب الثالث: الوضع القانوني لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية وأصنافها.

الوسيط في بورصة الأوراق المالية هو الشخص الذي يقوم بحكم مهنته سواء لحسابه الخاص أو لحساب زبائنه، بعمليات تتعلق بمختلف الأوراق المالية المطروحة للتداول، وفقاً للقوانين والأنظمة التي تضبط نشاطه في بورصة الأوراق المالية، وهو ما يجعلنا نتساءل عن الطبيعة القانونية لهذا النشاط؟ وما هو المركز القانوني لهذا الشخص؟ باعتبار أن مزولة الوسيط لهذا النشاط بهذا الشكل يقترب كثيراً من مراكز قانونية أخرى تزاوّل هي أيضاً نشاطات مشابهة، مما يجعل البعض يخلط بينهما، وبالنتيجة فإن البحث في هاتين النقطتين يساهم في تحديد حقوق والتزامات الأطراف المتعاقدة لاحقاً.

كما يمكن الإشارة أن هناك تصنيفات متعددة للوساطة وذلك تبعاً للمعايير المعتمد عليها في عملية التقسيم، وهو ما سيتناوله هذا المطلب ضمن ثلاثة فروع كما يلي:

الفرع الأول: الطبيعة القانونية لنشاط الوسيط في بورصة الأوراق المالية.

إن دراسة الطبيعة القانونية لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية مسألة في غاية الأهمية، إذ بموجبها يمكننا معرفة طبيعة العقود المبرمة والتي من خلالها تتحدد الحقوق والتزامات الناشئة².

¹ - نشنش سليمة، مرجع سابق، ص 46.

² - أحمد بن مدني، الوساطة في المعاملات المالية- السمسرة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الإدارية، فرع العقود والمسؤولية، بن عكنون- الجزائر، 2002، ص 17.

والملاحظ أن القانون التجاري الجزائري لم ينظم هذا النوع من العقود، وترك ذلك للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بحكم تخصصها وما تتمتع به من سلطة تنظيمية في مجال اختصاصها، حيث تكفلت بإصدار النظام 03/96 الملغى بموجب النظام 01/15 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، وكذلك النظام 05/97 الملغى بموجب النظام 02/03 المتعلق باتفاقية فتح الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وزيائتهم.

حيث اعتبر هذين النظامين العقود المبرمة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة عقوداً مستقلة ذات طابع خاص، تستمد من طبيعة الأنشطة التي يزاولها الوسطاء، كما أنها منظمة بقواعد خاصة ومستقلة عن غيرها من العقود المعروفة في القواعد العامة.

وفي الصدد نفسه يمكن الإشارة أن بعض التشريعات المقارنة على غرار المشرع الأردني أشار صراحة في نص المادة 105 القانون التجاري¹ أن نشاط السمسرة في الأوراق المالية يخضع قدر الحاجة لتشريع خاص.

ومع ذلك فلا خلاف بين التشريعات المقارنة على أن عمليات السمسرة أيا كان نوعها تعد من الأعمال التجارية، وبغض النظر عن صفة القائم بها سواء كان من التجار أم لا، ومن ذلك المادة 13/2 من القانون التجاري الجزائري² التي تنص بأنه: " يعد عملا تجاريا بحسب موضوعه: ... كل عملية مصرفية أو عملية صرف أو سمسرة...".

وكذلك المادة 5 من القانون التجاري المصري رقم 17 لسنة 1999، التي تعدد بعض الأعمال التجارية من بينها ممارسة نشاط الوكالة التجارية، والسمسرة أيا كانت طبيعة العمليات التي يمارسها السمسار، والمادة 1/6 (د، ح) من قانون التجارة الأردني رقم 12 لسنة 1966، وهو ما نصت عليه كذلك المادة 5/4 من قانون التجارة الكويتي رقم 68 لسنة 1980، والشئى نفسه بالنسبة للمشرع السعودي.

وعلى ذلك فإن الوسيط يكتسب صفة التاجر لأنه يباشر مهنة تجارية، والمشرع الجزائري كان صريحا في أن الوسيط هي شركة تجارية تنشأ خصيصا لهذا الغرض، ولا خلاف كذلك أن الشركة التي تتخذ أعمال الوساطة غرضا لها هي شركة تجارية، وقد أكدت ذلك كافة التشريعات

¹ - قانون التجارة الأردني رقم 12 سنة 1966، ج ر، عدد 1910، الصادرة في 30 أبريل 1966.

² - الأمر رقم 59/75، المتضمن القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

المقارنة من خلال قوانين أسواقها المالية ولوائحها التنفيذية، على غرار المشرعين المصري والسعودي¹ والفرنسي²، وهو ما نستشفه من نص المادة 4 من القانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، وكذلك المادة 4 من النظام 01/15، ويترتب على ذلك التزام الوسيط بالتزامات التجار والتمتع بحقوقهم، بالإضافة إلى الأحكام والإلتزامات المقررة في قوانين الأسواق المالية ولوائحها التنفيذية.

غير أن الوضع لا يستوي بمعرفة طبيعة عمل الوسيط فقط، إذ أن هناك أشخاص يباشرون أعمالاً لصالح شركات الوساطة في البورصة، كما أن هناك عملاء لشركات الوساطة من مصدرين ومدخرين، ولذا يتوجب علينا الفصل في مدى تجارية أعمالهم حتى يسهل تحديد الحقوق والالتزامات المترتبة عليهم كذلك.

فبالنسبة لمستخدمي الوسيط فإنهم يعملون تحت إشراف الوسيط، باعتباره رب العمل ويتلقون التوجيهات من طرف شركة الوساطة فيمكن تكيف العلاقة بينهم وبين الوسيط على أنها عقد عمل، ويترتب على ذلك عدم التزامهم بأي من الإلتزامات الواقعة على عاتق التجار والوسطاء، ولا يكونوا مسؤولين إلا بقدر التزامهم تجاه الوسيط داخل بورصة الأوراق المالية³.

أما بالنسبة للعملاء الذين تتوسط الشركة لحسابهم من مصدرين ومستثمرين، فميز بين حالتين؛ حيث أنه بالنسبة للمصدرين وفقاً لقوانين البورصة وأنظمتها، التي تشترط أن يكون الإدراج في البورصة مقصوراً على الشركات ذات الأسهم (مساهمة أو شركة توصية بالأسهم)⁴ فقط، فإنهم تجار ويتمتعون بحقوق التاجر ويلتزمون بالتزاماته.

في حين أنه بالنسبة للمدخرين الأفراد يرى بعض الفقه أن تعاملاتهم على الأوراق المالية لا تعتبر تجارية، إلا إذا كانت متصلة وتوافر ركن الاعتقاد لدى العميل، أو أن تكون كبيرة الأهمية أو القيمة في حال قلنها وعدم اتصالها، وقضي بأن القيام بعملية منفردة لا يعد عملاً تجارياً ولو تمت بقصد المضاربة، وأن الرأي متفق على أن المدخر الذي يستخدم أمواله في

1 - صالح بن إبراهيم التويجري، مرجع سابق، ص 40.

2 - أيت مولود فاتح، مرجع سابق، ص 204.

3 - عبد الله الطائي، مرجع سابق، ص 164.

4 - المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق. كذلك المادة 30 من نظام لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها رقم 03/97، مرجع سابق.

شراء أوراق مالية دون قصد إعادة بيعها بعد فترة قصيرة إنما يقوم بعملية توظيف أمواله، فمثل هذا الشخص لا يقصد المضاربة، بل مجرد الحصول على فوائد فلا يعد عمله تجارياً¹، لكن لا بد من القول أنه لا يشترط اعتياد العميل المضاربة في البورصة لكي يعد عمله تجارياً، فأغلب التشريعات المقارنة تنص بأن شراء وبيع المنقولات متى توفر قصد البيع عند الشراء يعد عملاً تجارياً بطبيعته، ومهما كان القائم به وهوما نصت عليه المادة 1/2 من القانون التجاري الجزائري بقولها: "يعد عملاً تجارياً بحسب موضوعه: كل شراء للمنقولات لإعادة بيعها...". وهو ما نصت عليه المادة الرابعة من قانون التجارة المصري، وكذلك الحال بالنسبة للمادة 2 من نظام المحكمة التجارية السعودي.

الفرع الثاني: انفراد وسيط بورصة الأوراق المالية بمركز قانوني متميز عن مراكز قانونية

مشابهة له.

يعد المركز القانوني لوسيط بورصة الأوراق المالية مهماً جداً، إذ على أساسه يمكن تحديد الأحكام القانونية الواجبة التطبيق، ومن ثم الحقوق والواجبات المفروضة عليه، وكون نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية يشترك مع بعض النشاطات الأخرى، على غرار الوكالة بالعمولة²، السمسرة العادية³ والوكالة العادية⁴ في كثير من الجوانب، باعتبارهم عقود وساطة

¹ - صالح بن إبراهيم التويجري، مرجع سابق، ص 41.

² - **الوكالة بالعمولة هي:** " عقد يلتزم بمقتضاه شخص يسمى الوكيل بالعمولة بإبرام تصرف قانوني باسمه الشخصي ولحساب الموكل مقابل أجر يسمى عمولة" رضوان فايز نعيم، العقود التجارية وعمليات البنوك، ط 1، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص 33، كذلك أحمد محرز، القانون التجاري الجزائري (العقود التجارية)، الجزء الرابع، 1981، ص 181. كذلك الشواربي عبد الحميد، القانون التجاري - العقود التجارية في ضوء الفقه والقضاء، د ط، منشأة المعارف، الإسكندرية، د ت، ص 193.

³ - **السمسرة:** " عقد يلتزم بمقتضاه السمسار في نظير عمولة ينقاضها من عميله، إما بالعثور على شخص يرتضي التعاقد مع العميل، وإما بإقناع شخص معين عن طريق التفاوض بالتعاقد مع هذا العميل"، مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص 140. كذلك علي البارودي، العقود وعمليات البنوك التجارية وفقاً لأحكام قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999، د. ط، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 102.

⁴ - **الوكالة:** " الوكالة أو الإنابة هو عقد بمقتضاه يفوض شخص شخصاً آخر للقيام بعمل شئى لحساب الموكل وباسمه"، المادة 571 من الأمر 58/75، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المعدل والمتمم، المتضمن القانون المدني الجزائري، ج ر، العدد 78، الصادرة في 30 سبتمبر 1975. أما المادة 699 من القانون المدني المصري، المؤرخ في 16 جوان 1948، الوقائع المصرية، العدد 108 مكرر/أ، الصادرة في 29 جويلية 1948؛ فقد عرفت الوكالة بأنها: " عقد يلتزم الوكيل بأن يقوم بعمل قانوني لحساب الموكل".

تجارية، رضائية، مسماة، معاوضة، محددة القيمة، ملزمة للجانبين وتقوم على الاعتبار الشخصي، فكان لزاماً البحث عن نقاط الاختلاف بين هذه الأنشطة والتي على أساسها يمكن التمييز بين مركز الوسيط في بورصة الأوراق المالية وغيره من المراكز المشابهة، حيث يمكن إجمال أهم الفروقات نظراً لتعددتها في ما يلي:

أولاً: من حيث محل العقد:

شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية يقتصر نشاطها على التعامل في الأوراق المالية من تداول، وإدارة محافظ الأوراق المالية، الاستشارة... وغيرها، على أن تباشر هذه النشاطات داخل البورصة وبموجب ترخيص من الجهات المختصة¹، في حين أن نشاط الوكيل بالعمولة واسع يشمل مجالات تجارية مختلفة سواء تعلقت بالبضائع أو غيرها² وذلك ضمن نطاق غير محدود، والشئ نفسه بالنسبة للوكيل العادي والسمسار³.

ثانياً: من حيث ضمان تنفيذ العقد:

الأصل في الأحكام العامة للوكالة العادية أو بالعمولة، أن الوكيل لا يضمن تنفيذ التصرف الذي وكل به من قبل الغير⁴، إلا إذا كان هناك اتفاق خاص بين الوكيل والموكل أو نص القانون على ذلك، أو كان العرف يقضي بذلك⁵، وعلى خلاف ذلك فإن وسيط الأوراق المالية يعد ضامناً لتنفيذ الصفقة⁶، حيث يلتزم باتمام إجراءات تسليم الأوراق المالية في حالة

1 - الحمداني عمر ناطق، مرجع سابق، ص 151.

2 - محمد حسن عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 36.

3 - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص 6.

4 - علي البارودي، مرجع سابق، ص 77. كذلك مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص 119.

5 - علي البارودي، مرجع سابق، ص 78. وهذا ما تنص المادة 571 وما يليها من القانون المدني الجزائري. كذلك المادة 1/ 176 من القانون التجاري المصري رقم 17 لسنة 1999، مرجع سابق. كذلك المادتين 92 و 1/93 من قانون التجارة الأردني، مرجع سابق.

6 - أنظر المادة 64 من المرسوم التشريعي 10/93، مرجع سابق. وتقابلها المادة 18 من قانون سوق رأس المال المصري، مرجع سابق. كذلك المادة 88 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 18 لسنة 2017، المؤرخ في 2017/4/5. وهو ما أكدته المادة الثالثة من قانون سوق الأوراق المالية الفرنسي لسنة 1988، حيث أقرت مسؤولية شركة البورصة (الوسيط) عن العمليات التي تجريها لحساب العميل:

" Les sociétés de bourse sont responsables à l'égard de leurs donneurs d'ordres de la livraison et du paiement de ce qu'ils vendent et achètent sur le marché ", Article 3 de la loi n°88-70 du 22 janvier 1988, op.cit.

البيع وإتمام التسوية المالية للعمليات التي تم تنفيذها في المواعيد القانونية المقررة، فضلا عن أنه في حالة شراء أوراق مالية لحساب العملاء وعدم تسديد الثمن من قبل العميل، فإن الشركة ملزمة بدفع الثمن من أموالها الخاصة¹.

ثالثا: من حيث جواز أن يكون هناك وسيط واحد في العقد:

في الوكالة بصفة عامة والتي تعتبر الوكالة بالعمولة نوعا منها، لا يجوز للشخص أن يكون وكيلًا عن الطرفين في إبرام أي تصرف قانوني في الوقت نفسه²، والهدف من ذلك هو الحفاظ على مصلحة الموكل أثناء عملية التفاوض على بنود العقد وانتزاعه لأفضل الشروط لمصلحة موكله، وهو ما لا يمكن تحقيقه إذا كان وكيلًا عن طرفين.

وعلى خلاف ذلك فإننا لا نجد مثل هذا الحظر بالنسبة للسمسار³، وكذلك الحال بمناسبة مزاوله وسطاء الأوراق المالية لنشاطاتهم، مما يعني أنه يمكن للوسيط أن يمثل البائع والمشتري في الوقت نفسه وهذا في معظم التشريعات المقارنة، على غرار المشرع المصري الذي لم ينص صراحة على ذلك إلا أنه يمكن أن نستخلص ذلك من نصوص المواد 92، 233، 234 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري، التي توجب على الوسيط المحافظة على مصلحة عملائه، وتجنب نشوء تعارض في المصالح.

كما لم ينص قانون الأوراق المالية الأردني على هذا الحظر وفقا لنص المادة 13/2 من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2002 التي تجيز اتمام الصفقة من قبل وسيط واحد يمثل كلا العميلين.

والشيء نفسه بالنسبة للمشرع الفرنسي الذي يجيز أن يكون الوسيط طرفا آخر في عملية التداول، أي سواء كان لحسابه الخاص أو لحساب عملائه، وذلك وفقا لقواعد وأخلاقيات النظام العام لمجلس الأسواق المالية الفرنسية (CMF) التي تضمن حيادية شركة الوساطة المالية⁴، وهذا ما أخذ به المشرع الجزائري باعتبار أنه لم يرد أي نص يمنع الوسيط في بورصة الجزائر من أن يكون وكيلًا عن نفسه من جهة ووكيلًا عن الزبون في الوقت نفسه، بعد إلغاء نص المادة 7

¹ - ريزان حسين مولود، مرجع سابق، ص 38.

² - عبد الرزاق السنهوري، مرجع سابق، ص 186.

³ - أحمد محرز، مرجع سابق، ص 196.

⁴ - ريزان حسين مولود، مرجع سابق، ص 36.

من المرسوم 10/93 التي تمنع الوسيط من أن يكون التداول لحسابه في الصفقات التي يمثل فيها زبائنه، حيث نصت المادة بأنه: "...يقفون موقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة، ولا يمكن أن يمارسوا هذا الحق حيال زبائنهم".

رابعاً: من حيث صفته في العقد:

يتعاقد الوكيل بالعمولة باسمه الشخصي ولحساب موكله، في حين وسيط الأوراق المالية يتعاقد باسم العميل ولحسابه، وهو بذلك يشبه الوكيل العادي الذي يتعاقد باسم ولحساب الموكل¹، وهذا ما نجده مجسداً في القانون التجاري الجزائري²، وكذلك في التشريع المصري³، وذلك خالفاً لما أخذ به المشرع الفرنسي⁴.

ويترتب على ذلك اعتبار الوكيل بالعمولة أصيلاً في مواجهة الغير، حيث تنشأ علاقة مباشرة بين الوكيل والغير مصدرها عقد الوكالة بالعمولة. بينما مصدر العلاقة التي تنشأ بين الوسيط والغير هو القانون، ويعد توقيع الوسيط باسمه الشخصي على العقد مجرد تأكيد على إتمام الصفقة، وبالتالي إجازتها من قبل هيئة السوق المالية باعتبار أن أي تعامل فيها من غير وسيط يعد باطلاً، كما أنه دليلاً على أحقية الوسيط للعمولة⁵، وعلى خلاف ذلك فالسمسار ينتهي دوره بالتقريب بين العاقدين ولا يكون طرفاً في العقد⁶.

1 - المادة 571 من الأمر رقم 58/75، المتضمن القانون المدني الجزائري، المؤرخ في 26/09/1975، ج ر، عدد 78، الصادرة في 30/09/1975.

2 - أنظر المادة 34 من القانون التجاري، مرجع سابق.

3 - كذلك المادة 256 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 والتي تنص على أن " تلتزم الشركة بتحرير اتفاق فتح حساب مع كل من عملائها... " بالإضافة إلى البيانات الواردة في المادة 229 التي تنص على: " التزام الشركة بشراء وبيع الأوراق المالية باسم ولحساب العميل... " .

4 - وهذا وفقاً لما جاء في نص المادة 3 من قانون 22 يناير لسنة 1988، مرجع سابق، حيث تعتبر شركات البورصة مسؤولة في مواجهة مصدر الأوامر عن تسليم ودفع الثمن في حالات البيع والشراء في السوق، مما يدل أن عقد السمسرة في فرنسا يعتبر عقد وكالة بالعمولة مع ضمان التنفيذ.

Article 3 : " Les sociétés de bourse sont responsables à l'égard de leurs donneurs d'ordres de la livraison et du paiement de ce qu'ils vendent et achètent sur le marché " .

5 - عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص 199. كذلك عاشور عبد الجواد، المرجع السابق، ص 38. كذلك تواتي نصيرة، مرجع سابق، ص 4 .

6 - أحمد محرز، مرجع سابق، ص 197.

خامسا: من حيث طبيعة العمل:

إن العمل المنجز من قبل شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية هو عمل تجاري دائما¹، على خلاف الوكيل بالعمولة الذي قد يمارس نشاطا مدنيا، ولكن لا ينفي عليه هذه الصفة²، في حين تشترط بعض التشريعات على غرار التشريع الفرنسي، اللبناني والأردني أن تمارس على شكل مقاوله وعلى وجه الاحتراف حتى يعتد بالوكالة بالعمولة وتصبح العملية تجارية³.

سادسا: من حيث حرية ممارسة النشاط .

الوساطة في بورصة الأوراق المالية نشاط منظم، ويترتب على ذلك عدم جواز مزاولته إلا بعد الحصول على اعتماد من قبل الجهة المختصة، وذلك بعد توفر الشروط القانونية المطلوبة⁴، والتي من بينها ضرورة أن يكون الوسيط شخصا معنويا⁵، وهو ما يؤدي إلى القول بأنه نشاط محتكر ولا يزاول إلا داخل البورصات⁶، وتتفق معظم التشريعات على ذلك، كما لا يسمح للوسيط مزاوله أنشطة موازية⁷ خارج البورصة، وعلى خلاف ذلك فإنه يجوز لأي شخص طبيعي أو معنوي ممارسة نشاط الوكالة بالعمولة، الوكالة العادية والسمسرة، بمفردها أو بالموازاة مع أنشطة أخرى متى التزم بالقانون.

¹ - المادة 13/2 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سبق. وكذلك المواد 4، 5 و10 من القانون التجاري المصري، مرجع سابق.

² - المادة 13/2 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سبق. وكذلك المادة 10/د من القانون التجاري المصري، مرجع سبق.

³ - عمار عمورة، العقود والمحل التجاري في القانون الجزائري، د ط، دار الخلدونية، د ت، 69. كذلك الشراقوي محمود سمير، القانون التجاري، ج 2، دار النهضة العربية، القاهرة، 1981، ص 49.

⁴ - المادة 9 من المرسوم التشريعي رقم 10/93.

⁵ - محمد حسن عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 26، 27. أنظر كذلك شروط اعتماد وسطاء بورصة الأوراق المالية ص 144 وما يليها.

⁶ - المادة 5 من المرسوم التشريعي رقم 10/93.

⁷ - أيت مولود فاتح، مرجع سابق، ص 211، 212.

سابعاً: من حيث الزامية التدخل.

لا يلزم الأشخاص في تعاملاتهم اليومية بالاستعانة بوكلاء أو سمسارة¹، في حين يتوجب على أي مصدر أو مستثمر في بورصة الأوراق المالية اللجوء إلى وسيط وإلا كانت تعاملاتهم باطلة².

إذا من خلال ما تقدم ذكره من فروق بين وسيط بورصة الأوراق المالية، الوكيل بالعمولة، السمسار والوكيل العادي، يتبين لنا أن هذه المراكز القانونية وإن كانت تتقاطع مع الوسيط في بعض النواحي، على أساس أنه يمارس أنشطة متعددة، مما يجعل التزاماته متنوعة ومتعددة تختلف من نشاط لآخر وهذا تبعاً لطبيعة العقد الذي يبرمه مع عملائه من شركات مصدرة ومدخرين في السوق، إلا أنها تختلف عنه في العديد من الجوانب، وهذا يمنحه خصوصيات مميزة يستمدها من خصوصية النشاط الذي يزاوله، والتي تجعل من العقود التي يبرمها ذات طابع خاص تتدرج ضمن العقود غير المسماة، طالما أن هذه العقود تختلف بحسب طبيعة نشاط الوسيط المالي، ولذلك كان لا بد من إخضاعه إلى قواعد مختلطة تتقاطع فيها كل هذه المراكز، ومن هنا يبرز المركز القانوني المستقل للوسيط وبأحكام خاصة، ما يترجم خضوعه لنظام قانوني خاص.

وقد أخذ بهذه الطبيعة القانونية المشرع الجزائري والكثير من التشريعات الأخرى على غرار المشرع المصري ضمن قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 واللائحة التنفيذية له، كما تحرص المادة 207 من قانون التجارة المصري على خضوع الوساطة في بورصة الأوراق المالية إلى أحكام خاصة، كما فصل المشرع الأردني كذلك في هذا الأمر صراحة بموجب نص المادة 105 من القانون التجاري قبل أن يتناول ذلك قانون الأسواق المالية. في ما خالفه المشرع الفرنسي حين اعتبر وسيط بورصة الأوراق المالية وكيلاً بالعمولة.

وهناك الكثير من التشريعات التي أخذت بهذا التوجه، على غرار المشرع السعودي وفقاً لما ورد في نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003م ولوائح التنفيذة³. والشيء نفسه بالنسبة للمشرع الكويتي والذي أكد من خلال نص المادة

¹ - على جمال الدين عوض، العقود التجارية، دار النهضة العربية، القاهرة، دت، ص 111.

² - عمر ناطق يحيى الحمداني، مرجع سابق، ص ص 190، 191.

³ - صالح بن إبراهيم التويجري، مرجع سابق، ص 46.

322 من قانون التجارة على أنه تسري على السمسرة في الأوراق المالية الأحكام المنصوص عليها في القوانين الخاصة بذلك.

الفرع الثالث: تصنيف وسطاء بورصة الأوراق المالية.

هناك تقسيمان يمكن الاعتماد عليهما في تصنيف الوسطاء الماليين؛ التقسيم الأول يصنف الوسطاء وفقاً لوجهة نظر فقهاء الاقتصاد، فيما يصنف التقسيم الثاني الوسطاء الماليين بناء على ما تعتمد عليه التشريعات، وبذلك سيتضمن هذا الفرع بندين، يخص الأول لتصنيف فقهاء الاقتصاد للوسطاء الماليين، فيما يتناول الثاني التصنيف التشريعي للوسطاء الماليين.

أولاً: تصنيف فقهاء الاقتصاد لوسطاء بورصة الأوراق المالية.

يصنف الاقتصاديون وسطاء بورصة الأوراق المالية إلى:

أ - سمسرة وكلاء.

ضمن هذا الصنف يفرق الاقتصاديون بين نوعين من الوسطاء؛ وسيط يقدم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه، ويعرف بالسمسار الوكيل، وقد يطلق عليه اسم سمسار الخصم؛ وهي عبارة عن شركات السمسرة التي قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء، والتي تتمثل في عمليات البيع والشراء، وبصفة خاصة تلك الأعمال المرتبطة بالجوانب الإجرائية، ومقابل ذلك فإنه يحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات¹.

ويقابل النوع الأول بيوت السمسرة التي تقدم الخدمة الكاملة² في المجال نفسه، وهو كذلك سمسار وكيل، غير أنه يقدم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدءاً من الإجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم المشورة لاتخاذ القرار المناسب³.

¹ - بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 99، 100.

² - محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 35.

³ - بن أعر بن حساين، مرجع سابق، ص 37.

ب - سمسار الصالة.

هذا النوع من السماسرة يعمل داخل مقصورة البورصة، وظيفته هي تنفيذ تلك الأوامر التي ترد إليه من السمسار الوكيل، وقد يكون سمسار الصالة تابع إلى السمسار الوكيل محدود الخدمة أو سمسار كل الخدمات، وقد يكون منفصلاً عنه، وفي هذه الحالة قد يحصل على عمولة مقابل عملية التنفيذ¹.

ج - المتخصصون.

المتخصص هو سمسار اختار وقف نشاطه على ورقة مالية معينة أو مجموعة محدودة من الأوراق المالية، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد. فهو الذي يطلع وحده على دفتر الأوامر المحددة للأوراق التي يتعامل فيها، وهو ما يعد نوعاً من الاحتكار، ولا يحق لأي وسيط أن يمارس أعمال المتخصص إلا بموافقة لجنة السوق المالي²، وإلى هؤلاء المتخصصين يقصد السماسرة الذين يحملون أوامر بيع أو شراء لورقة مالية معينة للاستفسار عن سعرها في السوق، حيث يتلقون طلباتهم لتنفيذها نيابة عنهم.

وبالتالي فالمتخصص يجمع بين نشاط السماسرة في كونه لا يتعامل مع الجمهور، بل يقتصر تعامله على السماسرة فقط، أين يقيد الأوامر التي بحوزتهم في سجل خاص لديه قصد تنفيذها عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد في الأمر، وهذا مقابل عمولة يتقاضها من السمسار. كما يشبه التجار (صانع السوق) كونه يستطيع أن يتاجر لحسابه الخاص، بيعاً وشراءً، بهدف تحقيق الربح³.

ويساهم المتخصصون في تحقيق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة، ففي حالة زيادة المعروض عن المطلوب من أوراق مالية معينة يعمد المتخصص إلى تخفيض هامش الربح لجذب مشتريين جدد، كما يبدي في ذات الوقت استعداداً لشراء ما يرفض منها ليضيفه إلى المخزون، وذلك في محاولة أخرى لتحقيق التوازن⁴.

¹ - بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 100.

² - هندي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص 105.

³ - مبارك بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص ص 515 - 518.

⁴ - المرجع نفسه، ص ص 517، 518.

ومن ناحية أخرى عندما يزيد المطلوب عن المعروض يلجأ المتخصص إلى استخدام ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد، أو يرفع من الأسعار (زيادة الهامش)، وهو في ذلك ملزم بأن تكون التغيرات السعرية طفيفة، مما يحقق ضبط حركة السوق وليس بهدف تحقيق أرباح طائلة، وهكذا يمكن القول بأن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين، ونظرا لخطورة الدور الذي يلعبونه في هذا الشأن فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بقدر كبير من التشدد¹.

د - صانع السوق (الوسيط التاجر).

هم نوع من السماسرة يعملون لحسابهم الخاص فقط ، بمعنى أنهم لا ينفذون عمليات لحساب الجمهور أو لحساب بيوت السمسرة الأخرى (الوساطة)، بل ينتهزون فرص سانحة للبيع أو الشراء داخل صالة السوق على أمل تحقيق الربح، لذا يعرفون أيضا بالمضاربون². الملاحظ حول هذه التصنيفات وباعتبار أن وسيط بورصة الأوراق المالية لا يمكن أن يكون إلا شخص معنوي، ومن ثم فإنه ولممارسة نشاط الوساطة من قبل هذه الشركات يتوجب عليهم تأهيل أعوان أكفاء من بين مستخدميهم، لتمثيلهم على مستوى البورصة وإجراء المفاوضات الخاصة بالقيم المنقولة³، وهو ما رأيناه من خلال الأنواع السابقة، مما يعني أنه لا يمكن الإعتداد بهم من الناحية القانونية كوسطاء أو سماسرة بمعنى الكلمة، وإنما هم مجرد مفاوضين تابعين لشركات الوساطة المعتمدة .

ثانيا: التصنيف التشريعي لوسطاء بورصة الأوراق المالية.

تقسم التشريعات محل مقارنة وسطاء بورصة الأوراق المالية إلى صنفين، حيث يعتمد الصنف الأول في تقسيمه على الشكل القانوني الذي يتخذه الوسيط، في حين يركز الثاني على النشاط الذي يزاوله، وهو ما سيتناوله هذا الفرع.

¹ - هندي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص 105.

² - المرجع نفسه، ص 104.

³ - المادة 10 من المرسوم التشريعي 10/93.

أ - تصنيف الوسيط وفقاً لشكله القانوني.

يعد هذا التصنيف من أهم التصنيفات المعتمدة في أغلب التشريعات، حيث يقسم الوسطاء الماليين وفقاً للشكل القانوني المتخذ من قبلهم، والذي يتجسد في شركات الوساطة، البنوك والمؤسسات المالية، وهو ما تؤكد المادة 4 من القانون رقم 04/03 المعدلة للمادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 بقولها: " يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض والبنوك والمؤسسات المالية".

إذا فالشركات التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض حسب نص المادة هي شركات الوساطة، ونجد أن معظم التشريعات تعتمد عليها أكثر من الأشكال الأخرى، على غرار المشرع المصري وهذا وفقاً لأحكام الفصل الأول من الباب الثالث من قانون سوق رأس المال، وكذلك أحكام المادة 120 وما يليها من اللائحة التنفيذية له.

في حين بالنسبة للبنوك ومؤسسات الاستثمار فلا يوجد في التشريع المصري نصوص تدل على السماح لها بممارسة نشاط الوساطة، وإن كان قد أجاز لشركات السمسرة أن تشتمل ضمن هياكلها على بنوك، مما يعني أنه بإمكانها ممارسة النشاط البنكي، ولكن في أقسام مستقلة¹. وهذا خلافاً لما عليه الحال في البورصة الجزائرية، حيث أن كافة شركات الوساطة التي تنشط فيها هي من البنوك والمؤسسات المالية. أما المشرع الأردني ومن خلال نص المادة 4 من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 يؤكد على أنه: "يشترط لمنح ترخيص لممارسة أي عمل من الأعمال الواردة في المادة 3/أ أعلاه أو تحديده ما يلي:

- 1- أن يكون طالب الترخيص بنكاً أو شركة مساهمة عامة أو خاصة أو ذات مسؤولية محدودة تنحصر غاياتها الرئيسية في أعمال الخدمات المالية والحفظ الأمين.
- 2- إذا كان طالب الترخيص بنكاً فيتم ممارسة أعمال الوساطة من خلال شركة تابعة، أو حليفة أو مملوكة له بالكامل".

¹ - المادة الثالثة من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية رقم 106 لسنة 2015 والمتعلق بقواعد تنظيم الترخيص للنشاط السمسرة في الأوراق المالية، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

إذا يفهم من نص المادة أعلاه أن المشرع الأردني يجيز ممارسة نشاط الوساطة لشركات المساهمة وكذلك الشركات ذات المسؤولية المحدودة التي تهدف لتقديم الخدمات المالية والحفظ الأمين، وبالتالي يمكن القول أنها قد تكون شركات سمسة تنشأ خصيصاً لمزاولة هذا النشاط، وقد تكون شركات استثمار وهذا لا يختلف عن مضمون نص المادة 4 من القانون 04/03 لبورصة الجزائر، والأمر نفسه بالنسبة للبنوك التي أجاز لها المشرع الأردني مزاولة نشاط الوساطة، لكنه كان أكثر صرامة حين أوجب عليها أن يكون ذلك من خلال شركة تابعة، أو حليفة أو مملوكة له بالكامل.

بمعنى أن يكون هناك استقلال من حيث الهيكل بين الخدمات المصرفية وخدمات الوساطة المالية، وهذا على خلاف المشرع الجزائري الذي يشترط فقط تخصيص قسم مستقل داخل البنك يمارس فيه نشاط الوساطة.

وبذلك يكون المشرع الأردني قد وفق في توفير حماية أكثر لمصالح المستثمرين، وضمان تقديم أحسن الخدمات لهم، وهو ما يفترض أن يلزم به المشرع الجزائري البنوك الوسيطة.

في حين المشرع الفرنسي يعتمد أكثر على البنوك ومؤسسات التأمين وغيرها من الأشكال الأخرى، وبدرجة أقل مقدمي الخدمات المالية، أو ما يعرف وفقاً للمفهوم الأنجلو- ساكسوني ببيوت السمسة (السماسرة)¹.

ب - تصنيف الوسيط تبعاً لنشاطه.

بالنظر إلى النشاطات التي يزاولها الوسطاء في بورصة الأوراق المالية، يمكن تصنيفهم إلى قسمين: وهما الوسيط ذو النشاط الكلي والوسيط ذو النشاط المحدود، وقد دلت على ذلك في التشريع الجزائري أحكام المادة 7 من القانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93 بقولها : " يمكن الوسطاء في عمليات البورصة أن يمارسوا أساساً... النشاطات الآتية:

¹ - "sur les marchés de capitaux, il existe divers acteurs et institutions qui ont été appelés "intermédiaire" par les économistes. La plupart du temps, lorsqu'on pense à ces intermédiaires financiers, on imagine des organisations comme les banques, les assurances ou autres grandes structures, puis dans une moindre mesure, aux autres prestataires de services financiers comme les brokers...cette catégorie d'intermédiaires trouve sa figure de proue avec ce que les anglo-saxons appellent les brokerage houses et que l'on traduit en français de façon assez confuse, et selon les périodes de l'histoire de la Bourse par courtiers en bourse, sociétés d'intermédiation boursière, voire plus récemment les prestataires de services en investissement (PSI)", voir Laurence Gialdini, L' agir stratégique dans l'intermédiation financière de type brokerage: un essai de modélisation selon la perspective SaP, thèse de doctorat, faculté de science de gestion, Université de Grenoble, France, 2012, Pp 43, 48.

- التفاوض لحساب الغير.

- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.

- التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب.

- تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية.

- ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة.

- التفاوض للحساب الخاص.

- حفظ القيم المنقولة وإدارتها.

- إرشاد المؤسسات في مجال هيكله رأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

غير أنه يمكن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، أن تحدد الاعتماد المقدم للوسيط في عمليات البورصة في جزء من النشاطات المذكورة أعلاه¹.

إذا من خلال نص المادة يتبين لنا أن المشرع الجزائري يقسم الوسطاء في عمليات البورصة من حيث النشاط إلى:

- الوسيط ذو النشاط الكامل أو غير المحدود، بحيث يمكنه الحصول على اعتماد لممارسة كل الأنشطة الممكنة في بورصة الأوراق المالية، والوسيط ذو النشاط المحدود، وهو الذي يكون اعتماده مقصوراً على ممارسة جزء من الأنشطة السابقة بالإضافة إلى نشاط التفاوض على القيم المنقولة (التداول) لحساب الغير، باعتباره النشاط الأصلي والرئيسي في البورصة بالنسبة للوسطاء²، وهذا وفقاً لنص المادة الثالثة من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة المتعلق باعتماد الوسطاء رقم 01/15 ، والتي جاء فيها بأنه: " تخضع ممارسة نشاط واحد أو أكثر

¹ - وقد أكدت ذلك المادة الثانية من النظام 01/15 بقولها: " الوسيط في عمليات البورصة هو كل وسيط معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والحقوق المتعلقة بها لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص. كما يمكن الوسيط ... ممارسة نشاط واحد أو عدة نشاطات ...".

² - L'activité centrale des brokerage houses est d'acheter ou de vendre des titres (securities*) pour des tiers qui sont alors qualifiés de clients, voire pour son propre compte, Laurence Gialdini, op.ct, p 47.

- من النشاطات المذكورة في الفقرة الأولى من المادة الثانية أعلاه لاعتماد اللجنة. لا يمنح الاعتماد إلا للمتمس الذي يتعهد بممارسة نشاط التفاوض في البورصة لحساب الغير على الأقل"، وهو التصنيف نفسه الذي اعتمده المشرع الفرنسي، بموجب نص المادة 321-1 من قانون النقدي والمالي¹ والتي عدت نشاطات الوساطة في بورصة الأوراق المالية ونذكر منها:
- مفاوضة القيم المنقولة في السوق لحساب الغير.
 - تنفيذ الأوامر لحساب الغير.
 - نشاط المفاوضة للحساب الخاص.
 - تسيير حافظة القيم المنقولة لحساب الغير بموجب توكيل.
 - الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة ... إلخ².

وكذلك الحال بالنسبة للمشرع المصري حيث صنف الوسطاء وفقا للنشاط الممارس إلى وسائط ذو النشاط الكامل، ووسيط ذو النشاط المحدود، وهذا طبقا لنص المادة 28 من القانون 95 لسنة 1992 والتي جاء فيها بأنه: " يشترط لمنح الترخيص المنصوص عليه في المادة السابقة ما يأتي: " ... أن يقتصر غرض الشركة على مزاوله نشاط أو أكثر من الأنشطة المبينة في المادة 27 من هذا القانون...". وقد سار في الاتجاه نفسه المشرع الكويتي حين نص في المادة 63 من القانون رقم 7 لسنة 2010 لسوق الأوراق المالية بأنه: " لا يجوز لأي شخص مزاوله الأعمال المبينة أدناه إلا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة، يبين فيه النشاط أو الأنشطة المرخص بها... ويجوز الترخيص لشخص اعتباري واحد للقيام بنشاطين أو أكثر من هذه الأنشطة...". وكذلك المشرع السعودي حيث ورد في نص المادة 32 من قانون السوق المالية بأنه: " يقصد بالوسيط شركة المساهمة التي تعمل بالوساطة، ووكيل الوسيط الذي يعمل لدى شركة الوساطة، ويقوم بكل أو بعض الأعمال التالية...".

¹ - ART. L 321-1, code monétaire et financier: " les services d'investissement portent sur les instruments financiers énumérés à l'article L211-1 est comprennent les services et activités suivants:

- La réception et la transmittion d'ordres pour le compte de tiers.
- L'exécution d'ordres pour le compte de tiers.
- La négociation pour compte propre.
- La gestion de portefeuille pour le compte de tiers
- le conseil en investissemet... etc, opct.

² - paul-jacque lehmann, op.cit, p 205.

أما المشرع الأردني وطبقاً لنص المادة 47/أ من قانون الأوراق المالية، فقد قسم الوسطاء الماليين إلى عدة أنواع، وذلك تبعاً للنشاط المسموح به لكل نوع منهم (وسيط مالي، وسيط لحسابه، أمين استثمار، مدير استثمار، مستشار مالي، مدير إصدار، الحافظ الأمين)، كما يمكن لمجلس هيئة الأسواق المالية إضافة أعمال أخرى تتعلق بالأوراق المالية، فيما بينت المادة 2 من القانون نفسه النشاط الذي يختص به كل من هذه الأنواع.

حيث يفهم من خلال النصين الأخيرين في التشريع الأردني، أنه يعتمد الوسيط ذو النشاط الجزئي فقط، ولا وجود للنشاط الكلي، وهذا خلافاً للشترع الجزائري، أي اعتماد أسلوب التخصص، وهو الأسلوب الأحسن من أجل ضمان تقديم خدمات راقية، وهذا ما يفترض أن يتبعه المشرع الجزائري لضمان تطور بورصة القيم المنقولة.

المبحث الثاني: الوساطة في بورصة الأوراق المالية نشاط مقيد.

إن نشاط الوسيط في بورصة الأوراق المالية يتوقف أساساً على تقديم الخدمات للشركات المصدرة للقيم المنقولة من جهة والمستثمرين من جهة ثانية، والمتمثلة في التقريب بين هذين النوعين من المتعاملين داخل السوق، كما أنه قد يكون طرفاً ثانياً في العملية، إذا كان التداول لحسابه، وفي كلتا الحالتين تكمن الخطورة، أين يمكن أن يكون الوسيط غير كفاء لإتمام بعض العمليات المالية، أو تغليب مصلحة جهة على حساب جهة أخرى، وكل هذه المخاطر متوقعة وهي مرتبطة بنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

ولهذا سعت تشريعات الأسواق المالية محل مقارنة إلى التقليل من مخاطر الوساطة المالية، وذلك من خلال ضبط هذا النشاط، بفرض قيود على كل شخص ينوي ممارسة نشاط الوساطة في سوق الأوراق المالية.

إذاً فممارسة نشاط الوساطة غير مباح للجميع، ضماناً لتقديم خدمات ذات نوعية جيدة، وأن مباشرته لن تتم ما لم تتأكد لجنة البورصة في إطار عملها الرقابي المستمر من توافر مجموعة من الشروط والمؤهلات، والتي بموجبها يتحصل الوسيط على اعتماد من اللجنة لمباشرة مهامه، وهو ما نستشفه من أحكام المادة 4 من القانون 04/03 المعدل والمتمم المرسوم التشريعي 10/93 والتي تنص على أنه: "يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها..."¹.

حيث يفهم من هذا النص أن المشرع الجزائري يستوجب لممارسة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية جملة من المؤهلات، أو الشروط تضمنها المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم ضمن المادتين 6 و 8 .

هذا بالإضافة إلى الشروط التي أوردتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، باعتبارها الهيئة المكلفة بضبط السوق المالي ومراقبته، والتي تعد بمثابة رقابة قبلية توكفاً للإضرار بمصالح الشركات المصدرة والمستثمرين في بورصة الأوراق المالية، مما يزيد من ثقة

¹ - وهو ما نصت عليه كذلك المادة 6 من المرسوم التشريعي 10/93، مرجع سابق، بقولها: " يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من اللجنة...".

المتعاملين في السوق المالي، وبالتالي ضمان إيداع أوسع وتوفير السيولة المالية للمشاريع الاقتصادية.

وعليه سوف يقسم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، حيث يتناول المطلب الأول ضرورة توفر مؤهلات لقبول شركات الوساطة ذاتها، في ما سيخصص المطلب الثاني لبيان المؤهلات المتعلقة بقبول مندوبي شركات الوساطة داخل قاعات البورصة، أما المطلب الثالث فسيتطرق إلى وسائل وكيفية تقدير مؤهلات وإمكانات الوسيط لمزاولة نشاطه في البورصة.

المطلب الأول: ضرورة توفر مؤهلات لقبول شركات الوساطة ذاتها في ب.أ.م.

تتلخص المؤهلات المتعلقة بقبول شركات الوساطة ذاتها في بورصة الأوراق المالية، في جملة من الشروط والقيود، ترتبط بمختلف جوانب الشركة باستثناء الجانب البشري، حيث أن البعض منها تعد بمثابة شروط استثنائية غير مألوفة، بالنسبة للشركات التجارية التي تزاول نشاطها خارج البورصة، ولهذا فإنه تستبعد من الدراسة باقي الأركان التي تقوم عليها الشركات التجارية بصفة عامة، بغرض إعطاء مجال أوسع للتركيز على هذه المؤهلات والشروط الاستثنائية، والمتعلقة أساساً بـ :

الفرع الأول: الشكل القانوني للوسيط في بورصة الأوراق المالية.

جاء في أحكام المادة 6 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم بأنه: " يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية".
 باستقراء نص المادة يتبين أن المشرع الجزائري ألزم الوسيط إما باتخاذ شكل شركة تجارية¹ متخصصة في هذا النشاط، وهو الأصل بالنسبة للوساطة في بورصة الأوراق المالية، دون تحديد نوع الشركة، بمعنى أنه أعطى للراغبين في ممارسة هذا النشاط مطلق الحرية في

¹ - وهو ما أكدته المادة 4 من النظام 01/15، بقولها: " يمكن الحصول على الاعتماد من طرف اللجنة لممارسة وساطة عمليات البورصة لكل من الشركات التجارية التي تهدف أساساً للوساطة في عمليات البورصة وكذا البنوك والمؤسسات المالية".

اختيار شكل الشركة، وذلك من خلال الصياغة الواردة في نص المادة السابقة " الشركات التجارية"، في حين كان النص الأصلي يشترط بأن تكون شركة ذات أسهم¹.

وبذلك تكون الشركة ملزمة بالتفرغ لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية، حيث يحظر عليها مزاوله أنشطة موازية للوساطة كما سبق بيانه، كما أنها تخضع كغيرها من الشركات لأحكام القانون التجاري، من حيث تأسيسها، عدد الشركاء، إدارتها، رقابتها، ما عدا في ما يخص الحد الأدنى لرأسمالها الذي أوكلت مهمة تحديده من قبل المشرع الجزائري إلى لجنة البورصة وذلك لأسباب تقنية بحثة.

أما في التشريع المقارن وخلافا للمشرع الجزائري، نجد أن المشرع المصري قد حصر الشكل القانوني الذي يمكن أن تتخذه شركات السمسرة في نوعين من الشركات² التجارية دون غيرها من الشركات الأخرى، وهما شركة المساهمة وشركة التوصية بالأسهم، وهذا وفقا لأحكام المادتين 28 و 29 من القانون رقم 95 لسنة 1992 المتضمن قانون سوق رأس المال المصري، في حين المشرع الأردني جاء بتوجه مغاير، حيث قصر نشاط الوساطة المالية على المصارف، شركات المساهمة الخاصة والشركات ذات المسؤولية المحدودة.

والملاحظ أن المشرع الجزائري لم يشترط لا في قانون بورصة الأوراق المالية، ولا في النظام المتعلق باعتماد الوسطاء الماليين، بأن تكون شركات الوساطة في مجال الأوراق المالية ذات جنسية جزائرية، باعتبار أن ذلك قد تم الفصل فيه مسبقا ضمن القواعد العامة للشركات التجارية.

إذا فباعتبار الشركة شخص معنوي فإن جنسيتها تتحدد بموطنها، وهو المكان الذي تتخذ

¹ - حيث نصت المادة 6 من المرسوم التشريعي 10/93 بأنه : " يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من اللجنة، أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض". وفي السابق نفسه جاءت المادة 4 من نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 03/96 المؤرخ في 3/7/1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم الملغى بموجب النظام 01/15، ج ر، العدد 36، الصادرة في أول يوليو 1997، بأنه: " لا يمكن ممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة إلا من طرف أشخاص طبيعيين أو شركات أسهم معتمدة من طرف اللجنة". وتتص المادة 6 من النظام نفسه بأنه: " يجب على شركات المساهمة... الراغبة في ممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة...". وقد جاء نص المادة الأولى من تعليمات لجنة البورصة رقم 01/97 المؤرخة في 30 نوفمبر 1997، المتعلقة بكيفية اعتماد الوسيط في عمليات البورصة في السياق نفسه.

² - وللإشارة فإن المشرع السعودي لم يجز هذا النشاط إلا للشركات المساهمة دون غيرها، راجع في ذلك العنصر المتعلق بحصر نشاط الوساطة في الشخص المعنوي ضمن الخصائص المميزة لنشاط الوساطة في ب.أم، ص 132.

فيه مركز إدارتها الرئيسي الفعلي¹ – الجزائر – هذا يعني أنه إذا باشرت شركة أجنبية نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية بالجزائر، فإنها تكتسب الجنسية الجزائرية، وتخضع للتشريع الجزائري²، وهذا ما نصت عليه المادة 547 من القانون التجاري الجزائري بقولها: " يكون موطن الشركة في مركز الشركة. تخضع الشركات التي تمارس نشاطها في الجزائر للتشريع الجزائري".

كما أن المشرع المصري كذلك لم يشترط صراحة لا في قانون سوق رأس المال، ولا في لائحته التنفيذية أن تكون الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية مصرية الجنسية، لأن الشركات التي تأسس في مصر لمباشرة الأنشطة المتصلة بمجال الأوراق المالية مثل: (الوساطة المالية، المقاصة، صناديق الاستثمار...)، تكتسب الجنسية المصرية إذا كان مركز إدارتها الرئيسي الفعلي في مصر، ولو كانت مكونة من أجنبي أو يسيطر عليها أجنبي³. كما ورد في القانون المدني المصري بأن الأشخاص الاعتبارية التي تباشر نشاطها الرئيسي في مصر فإن القانون المصري هو الذي يسري عليها⁴.

كما قضى المشرع الفرنسي بأن مركز الإدارة الرئيس لشركة (مؤدي خدمات الاستثمار)، أي الشركة التي تتوسط في تداول الأوراق المالية بالبورصة بأن يكون في فرنسا⁵، ولم ينص صراحة بأن تكون هذه الشركات فرنسية غير أنه يفترض فيها ذلك، إذ هي شركات تأسس في فرنسا طبقاً لأحكام القانون الفرنسي الذي يأخذ بمعيار مركز الإدارة الرئيسي، وأن هذه الشركات مفتوحة أمام رأس المال الأجنبي⁶.

في حين أن هناك من القوانين التي تشترط الجنسية في الوسطاء الماليين، على غرار

1 - عمار عمورة، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق، ص 158.

2 - جاء في أحكام المادة 50 من القانون المدني الجزائري بخصوص الأشخاص الاعتبارية: " يتمتع الشخص الاعتباري بجميع الحقوق، إلا ما كان منها ملازماً لصفة الإنسان، وذلك في الحدود التي يقرها القانون.

يكون لها خصوصاً: موطن وهو المكان الذي يوجد فيه مركز إدارتها. الشركات التي يكون مركزها الرئيسي في الخارج ولها نشاط في الجزائر، يعتبر مركزها في نظر القانون الداخلي، في الجزائر...".

3 - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 181.

4 - أنظر أحكام المادة 11 من القانون المدني المصري، مرجع سابق.

5 - Art. 15. - L'entreprise d'investissement qui exerce, à titre principal, les services visés au d de l'article 4 est agréée par la Commission des opérations de bourse et prend le nom de société de gestion de portefeuille.

Pour délivrer l'agrément à une société de gestion de portefeuille, la commission vérifie si celle-ci :

1o A son siège social en France . LOI no 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financiers, op.cit.

6 - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 182.

المشعر الكويتي الذي يستوجب على الوسطاء الماليين، ومعاونيهم في سوق الأوراق المالية الكويتي بأن يكونوا حاملين للجنسية الكويتية¹.

بينما إذا بحثنا عن المصدر الذي استلهم منه المشعر الجزائري توجهه هذا من بين التشريعات المقارنة، وجدناه قد سلك مسار المشعر الفرنسي، إذ أن هذا الأخير لم يشترط في كل من قانوني 22 جانفي 1988 و 2 جويلية 1996 شكلا معيناً في الشركات الراغبة في طلب الاعتماد لممارسة نشاط الوساطة، بل اكتفى فقط بإخضاع شركات البورصة إلى القانون التجاري مع ترك الحرية المطلقة للمهتمين في اختيار الشكل الذي تتخذه هذه الشركات²، وبذلك يكون قد تخلى عن نظام عملاء الصرف " *Les agents de change* " الذي سُمحَ بموجبه للأشخاص الطبيعيين ممارسة مهنة الوساطة في الأوراق المالية لمدة قرنين من الزمن، حيث كانوا يعينون بقرار يصدر عن وزير المالية، وعلى إثرها ظهرت فئة جديدة تحت تسمية شركات البورصة " *Les sociétés de bourse* "³ هي وحدها التي يجيز لها المشعر الفرنسي تداول الأوراق المالية في البورصة، ويشترط لذلك تواجد مقرها في الاتحاد الأوروبي⁴، ثم فيما بعد وبموجب القانون رقم 597/96 ظهر شكل جديد من الأشخاص المعنوية والذي عرف بمقدمي خدمات الاستثمار " *Les prestataires de services d'investissement* "⁵.

من خلال ما سبق ذكره يمكن القول أن التوجه الذي أخذ به المشعر الجزائري، هو توجه صائب، وهذا على اعتبار أن نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية؛ هو عمل تجاري يجوز لكل الشركات التجارية ممارسته، مع ضرورة الامتثال لبعض الضوابط الخاصة التي تفترضها خصوصية المهنة حفاظاً على مصلحة المستثمرين، وبالتالي السماح لكل الأشخاص المعنوية التي تستجيب لمتطلبات السوق المالي في ممارسة هذه المهنة، وخلق مجال أوسع لدعم الاستثمار على جميع المستويات.

¹ - المادة رقم 2 من المرسوم المتعلق بإدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية، مرجع سابق.

² - حمليل نواره، مرجع سابق، ص 193. كذلك أيت ملود فاتح، مرجع سابق، ص 357

³ -- " lesopérateurs sont représentés par les sociétés de bourse...", CORYNNE Jaffeux, *Bourse et financement des entreprises*, édition Dalloz, Paris, 1994, p 56.

⁴ - Loi n°88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs: Chapitre Ier : Des sociétés de bourse, Article 1: " Les sociétés de bourse, les établissements de crédit habilités à cet effet ainsi que toute personne morale également habilitée à cet effet dont le siège se trouve dans un des Etats parties à l'accord sur l'Espace économique européen sont seuls chargés de la négociation des valeurs mobilières sur une bourse de valeurs", op. cit.

⁵ - LOI no 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, op.cit.

كما يتبين أن معظم التشريعات هجرت نظام الوسيط الفرد في بورصة الأوراق المالية، وهذا بالنظر إلى المزايا والإيجابيات التي يمكن أن تضيفها الشركات التجارية لهذا النشاط، وهو ما يعد من الخصوصيات المميزة لهذا النشاط ، ولهذا لا يجوز الخلط بين نظام الوسيط الفرد وبين الأشخاص الطبيعيين التابعين لشركات الوساطة والذين توكل إليهم مهام التفاوض في البورصة نيابة عن الوسيط المالي باعتبارهم ممثلين عنه، وبالتالي فكما للشركة شروط لمزاولة هذه المهنة فإن للممثلين أيضاً شروطاً يستوجب القانون استيفاءها وسيتم التعرض لها لاحقاً.

إلى جانب الشركات المتخصصة نجد كذلك هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) والتي تناولها الأمر رقم 08/96، وإن كانت هذه الهيئات تختص فقط في تسيير حافظة القيم المنقولة للمشاركين فيها دون التعامل مع مدخرين أجانب عن الهيئات، وتنقسم إلى شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (ش.إ.ر.م.م)، وتأخذ شكل شركات المساهمة وتخضع لأحكام القانون التجاري ما عدا الحد الأدنى لرأس المال الذي تحدده اللجنة، وفقاً لنص المادة 2 من الأمر نفسه. بالإضافة إلى الصناديق المشتركة للتوظيف الجماعي (ص.م.ت) والتي لا تتمتع بالشخصية المعنوية حسب نص المادة 13 من الأمر نفسه.

وتجدر الإشارة أن هذين النوعين من الوسطاء لا يمكن تشكيلهما إلا إذا اعتمدت لجنة البورصة مسبقاً قوانينهما الأساسية¹. كذلك نجد البنوك والمؤسسات المالية، ولها شروط اعتماد خاصة بالإضافة إلى شروط الاعتماد في مهنة الوساطة المالية في السوق المالي.

الفرع الثاني: حدود الملاعة المالية لوسيط بورصة الأوراق المالية.

إن مباشرة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية للأنشطة ذات الصلة المباشرة، وغير المباشرة بعمليات التداول في البورصة، يستوجب عليها أن تتمتع بالقدر الكافي من الملاعة المالية، باعتبارها حجر الزاوية في تلك العمليات بين المتعاملين على الأوراق المالية، والجهة القائمة على إدارة السوق بحسب الأحوال، ولذلك تولى مختلف التشريعات اهتماماً بالغاً بأمر الملاعة المالية لشركات الوساطة في الأوراق المالية²، والمقصود بالملاعة المالية هنا هو:

¹ - أنظر أحكام المادتين 6 و18 من الأمر 08/96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، مرجع سابق.

² - أحمد سيف شعراوي، مرجع سابق، ص 260.

"مدى كفاية الموارد المالية للشركة للوفاء بالتزاماتها المالية في مواعيد استحقاقها"¹.

وفي هذا السياق جاء في أحكام المادة 8 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والتي تنص بأنه: " يجب على الوسطاء في عمليات البورصة، أن يقدموا ضمانات كافية لاسيما فيما يخص تكوين رأسمالهم ومبلغه... " وتركت مهمة تنظيم ذلك للجنة البورصة التي أصدرت النظام رقم 01/15 والذي تضمن في المادة 5 منه بأنه: "يجب على الهيئات الأخرى غير البنوك والمؤسسات المالية التي تلتزم بالاعتماد لممارسة نشاط وسيط عمليات البورصة: امتلاك عند الالتماس رأسمال اجتماعي أدنى قدره عشرة ملايين دينار جزائري (10.000.000دج)، يدفع كلياً ونقداً، غير أنه يمكنها الخضوع لمقاييس رؤوس أموال خاصة تحددها اللجنة...".

باستقراء نص المادة يتضح أن لجنة البورصة، رفعت قيمة الحد الأدنى لرأس المال الاجتماعي بالنسبة للشركات التي تنشأ خصيصاً لمزاولة مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية، وهذا بالمقارنة مع نص المادة 6 من النظام 03/96 الملغى، والتي كانت تشترط مليون دينار جزائري فقط، وهو ما يدل على أن اللجنة اكتسبت خبرة خلال الفترة السابقة من نشاطها، حيث أدركت أن هذه القيمة الأخيرة غير كافية لتغطية مخاطر هذا النشاط الحساس، وإن كان الوسيط ملزماً بالاشتراك في صندوق خاص بالمخاطر² فإن ذلك لا يغني عن رفع رأسماله الاجتماعي، نظراً لتعدد المهام المسموح له بمزاومتها، وخاصة بالنسبة للنشاط الرئيسي وهو التداول لحساب الغير، أين قد يبرم الوسيط صفقات كبيرة لصالح العملاء، ولظروف ما قد لا يفي العميل المستثمر بقيمة الصفقة، فيضطر الوسيط إلى دفع قيمتها من حسابه الخاص باعتباره ضامناً للتنفيذ بقوة القانون، كما سبق الإشارة إليه.

¹ - المادة الأولى من قرار الهيئة العامة لسوق رأس المال المصري رقم 14 لسنة 2007 الصادر بشأن معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية على الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

² - نصت المادة 64 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 بأنه: " ينشأ صندوق قصد ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبائنهم، ويمون الصندوق بمساهمات إجبارية يقدمها الوسطاء في عمليات البورصة... " ، كما جاء في نص المادة 65 بأنه: " يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة، فضلا عن أحكام المادة 64 أعلاه، أن يكتتبوا تأميناً يضمن مسؤوليتهم إزاء زبائنهم".

كما أن نص المادة ترك المجال مفتوحاً لإمكانية إشتراط رأسمال اجتماعي أعلى من القيمة المحددة، وذلك وفقاً لتقدير لجنة البورصة من خلال العبارة الأخيرة، والتي تقول بأنه: "غير أنه يمكنها الخضوع لمقاييس رؤوس أموال خاصة تحددها اللجنة".

معنى ذلك أن تقدير الحد الأدنى لرأس المال وفقاً لأحكام هذه المادة يختلف من نشاط لآخر، وإن كانت اللجنة لم تشر صراحة إلى ذلك، وأن هناك أنشطة خاصة يقتضي الأمر لمزاولتها الخضوع لمقاييس رؤوس أموال خاصة حسب نص المادة.

كما يلاحظ كذلك من خلال نص المادة 5 من النظام 01/15، أنها إستثنت البنوك والمؤسسات المالية من الشرط السابق، والذي يحدد الملاعة المالية للشركات المتخصصة في الوساطة المالية، كون البنوك والمؤسسات المالية لها أحكام خاص أكثر صارمة في مجال المعاملات المالية مع الزبائن، وأن لها الملاعة المالية الكافية لتحمل المسؤولية¹ في مجال الوساطة في الأوراق المالية.

وتجدر الإشارة أن بنوك الاستثمار التي تتوي الحصول على ترخيص بممارسة نشاط الوساطة، يتوجب عليها الحصول أولاً على ترخيص من البنك المركزي لاكتساب صفة شركة الاستثمار المالي، ومن ثم يحق لها الحصول على ترخيص من سوق الأوراق المالية بممارسة أعمال الوساطة، وهذا نظراً لأهميتها الكبيرة وخطورتها في الوقت نفسه على الاقتصاد الوطني لذلك كان واجباً إخضاعها لرقابة البنك المركزي باعتباره يعمل كوكيل مالي للحكومة للحفاظ على احتياطي البنوك التجارية وغيرها من الصلاحيات الأخرى².

أما بخصوص رأسمال هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) التي تناولها الأمر 08/96، فإنه تطبيقاً لأحكام المادتين 8 و23 منه فقد حددت المادة الثانية من

¹ - أحكام المادة رقم 62/ و، ز من الأمر 11/03 المتعلق بالنقد والقروض، مرجع سابق. كذلك المادة 2 من النظام 02/06 المؤرخ في 24 سبتمبر 2006، الذي يحدد شروط تأسيس البنوك والمؤسسات المالية وشروط إقامة فرع بنك ومؤسسة مالية أجنبية، ج ر، العدد 77 الصادرة في 2 ديسمبر 2006. كذلك النظام 03/18 المؤرخ في 4 نوفمبر 2018، المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال البنوك والمؤسسات المالية العامة في الجزائر، ج ر، عدد 73، الصادرة في 9 ديسمبر 2018، الذي ألغى النظام 04/08 المؤرخ في 23 ديسمبر 2008، المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال البنوك والمؤسسات المالية العامة في الجزائر، ج ر، العدد 72، الصادرة في 24 ديسمبر 2008.

² - ريزان حسن مولود، مرجع سابق، ص 146.

المرسوم التنفيذي رقم 474/96¹ الحد الأدنى لرأس المال ش.إ.ر.م.م ب: بخمسة ملايين دينار جزائري (5.000.000 د ج)، كما نصت المادة الثالثة على الحد الأدنى لرأس المال ص.م.ت والمقدر ب: واحد مليون دينار جزائري (1.000.000).

إن التوجه الذي أخذ به المشرع الجزائري لا يختلف عما إنتهجه بعض التشريعات المقارنة، على غرار المشرع المصري الذي أخذ بمبدأ التفريق بين الوسطاء من حيث الحد الأدنى لرأس المال الذي يشترطه، وذلك بالنظر إلى الاختلاف في النشاط الذي ينوي كل وسيط طلب الاعتماد فيه، وهو ما توضحه المادة 125 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، والتي جاء ضمن أحكامها بأن يكون رأس المال الشركة المصدرة التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة المبينة بالمادة 27 من القانون وفقاً لما يلي:

1- 250 ألف جنيه على الأقل لنشاط السمسرة في الأوراق المالية لا يقل المدفوع منه على الربع، غير أن هذه القيمة تم رفعها بناءً على قرار² مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق رأس المال رقم 49 لسنة 2006 ، حيث جاء في أحكام المادة الثانية منه بأنه: " على كل من يرغب في مباشرة نشاط السمسرة في الأوراق المالية استيفاء متطلبات واشتراطات التأسيس الواردة بالملحق رقم (1) المرفق بهذا القرار، والالتزام بالحد الأدنى لرأس المال المصدر والمدفوع والذي يجب ألا يقل عن خمسة ملايين جنيه مصري أو ما يعادلها من العملات الأجنبية "، وفي سنة 2015 تم مضاعفة القيمة من جديد لتصل إلى 10 مليون جنيه بموجب القرار رقم 106³. وهذا كدليل على مدى أهمية وخطورة نشاط الوساطة في الأوراق المالية، حيث يحتاج إلى ضمانات مالية كافية لحماية المستثمرين، تشجعهم على إدخار أموالهم في الأسواق المالية، بالإضافة إلى الأوضاع الاقتصادية الحرجة التي عرفتتها معظم دول العالم، والتي تأثرت بسببها

¹ المرسوم التنفيذي رقم 474/96، المؤرخ في 29 ديسمبر 1996 المتعلق بتطبيق المادتين 8 و23 من الأمر 08/96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، ج ر، عدد 84، الصادرة في 29 ديسمبر 1996.

² قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق رأس المال المصري، رقم 49 لسنة 2006 الصادر بتاريخ 2006/5/14 بشأن متطلبات تأسيس شركات السمسرة في الأوراق المالية والترخيص لها بمباشرة النشاط، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

³ قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق رأس المال المصري، رقم 106 لسنة 2015، بشأن قواعد تنظيم الترخيص لنشاط السمسرة في الأوراق المالية، الموقع الإلكتروني نفسه.

أغلب العملات المالية، مما جعل معظم هيئات الأسواق المالية ترفع في الضمانات المالية الواجب تقديمها من قبل الوسطاء الماليين، كما هو الحال في التشريع الجزائري.

2- ثلاثة ملايين جنيه على الأقل لكل نشاط من الأنشطة التالية لا يقل المدفوع منه على النصف.

- نشاط ترويج وتغطية الاكتتاب.

- نشاط المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

- نشاط تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية.

3- خمسة ملايين جنيه على الأقل لنشاط صناديق الاستثمار مدفوعاً بالكامل.

كما لم يختلف المشرع الأردني عن مسار التشريعات السابقة، حيث جاء في نص المادة 4 فقرة (د) من النظام رقم 17 لسنة 2018 المتعلق بترخيص واعتماد الخدمات المالية في هيئة الأوراق المالية¹، بأنه: " أن لا يقل الحد الأدنى لرأس المال المدفوع لطالب الترخيص حسب كل عمل يطلب مزاولته عن ما يلي:

1- الوسيط المالي 750.000 دينار.

2- الوسيط لحسابه 500.000 دينار.

3- أمين الاستثمار 50.000 دينار.

4- مدير الاستثمار 1.000.000 دينار.

5- المستشار المالي 30.000 دينار ... "

وهناك الكثير من التشريعات التي أخذت بهذا الأسلوب كالمشرع السعودي، حيث جاء في أحكام المادة 6 فقرة " ز " من الفصل الأول المتعلق بطلبات الترخيص، من لائحة الأشخاص

¹ - نظام ترخيص واعتماد الخدمات المالية في هيئة الأوراق المالية، الصادر بمقتضى الفقرتين (أ) و(ج) من المادة 47 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 18 لسنة 2017، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

المرخصين لممارسة الوساطة في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية¹، بأنه: " يجب أن لا يقل رأسمال مقدم الطلب المدفوع عن الآتي:

1- التعامل والحفظ: خمسون ريال.

2- الإدارة: عشرون مليون ريال لإدارة صناديق الاستثمار وإدارة محافظ العملاء، وخمسة ملايين ريال لإدارة صناديق الاستثمار الخاصة غير العقارية وإدارة محافظ المستثمرين ذوي الخبرة.

3- الترتيب: مليون ريال.

4- تقديم المشورة: أربع مائة ألف ريال ."

إن هذا التوجه المنتهج من قبل المشرع الجزائري وغيره من التشريعات المقارنة، سير على خطى المشرع الفرنسي، الذي اعتمد هذا الأسلوب أولاً وبطريقة مختلفة نوعاً ما، وذلك من حيث السلطات المختصة في تحديد الحد الأدنى لرأس المال، حيث أن المشرع الفرنسي لم يوكل ذلك إلى سلطة ضبط السوق (AMF) فقط، وإنما أشرك معها سلطات أخرى.

حيث جاء في أحكام المادة L532-3 وكذلك المادة L532-3-1 من التقنين النقدي والمالي الفرنسي، أن شركات الاستثمار ملزمة بدفع الحد الأدنى لرأس المال الذي يحدده الوزير المكلف بالاقتصاد، والذي تقدر قيمته وفقاً لما جاء في نص المادة L. 611-3 من التقنين نفسه، وذلك مع مراعاة طبيعة الخدمة التي يرغب وسيط الخدمة في تقديمها، بخلاف شركات إدارة محافظ الأوراق المالية التي يحدد الحد الأدنى لرأسمالها من طرف سلطة ضبط السوق المالي². وقد جاء في منشور هيئة سوق المال الفرنسية أن رأس المال الأدنى، يجب أن لا يقل عن 125 000 € بالنسبة لاستقبال وتحويل الأوامر أو الطلبات لحساب الغير، و 50 000 € بالنسبة لتنفيذ

¹ - اللائحة الصادرة بموجب القرار رقم 83/1 لسنة 2005 الصادرة بتاريخ 2005/6/28 بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 1424/6/2 هـ المعدة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 17/3 لسنة 2017 بتاريخ 2017/9/18م، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

² - Article L532-22 du code monétaire et financier: " Pour délivrer l'agrément à une entreprise d'investissement, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution vérifie si celle-ci :

1. A son siège social et sa direction effective en France ;

2. Dispose, compte tenu de la nature du service qu'elle souhaite fournir, d'un capital initial libéré dont le montant minimum et la composition sont déterminés par un arrêté du ministre chargé de l'économie priconformément à l'article L. 611-3..."

- Article L611-3 " ... Le montant du capital initial exigé en fonction des services qu'entend exercer le prestataire de service d'investissement autre qu'une société de gestion de portefeuille", op.cit

أوامر لحساب الغير، إدارة المحافظ لحساب الغير، تقديم الاستشارة في مجال الاستثمار، كما لا يقل عن 1,1 million € بالنسبة للتداول للحساب الخاص، و لا يقل عن 730000€ بالنسبة للوضع المضمون، كما لا يقل عن 730000 € بالنسبة لخدمات أخرى (الوضع غير المضمون، تشغيل نظام متعدد الأطراف للتفاوض بالمعنى المقصود في المادة L424-1 القانون النقدي والمالي)¹. أما فيما يخص ممارسة نشاط حفظ الحساب كعمل ثانوي تابع لرأس المال 3.8 مليون يورو كحد أدنى (نظام. نموذج CRBF رقم 96-15 ، المادة 2)، وقد تم تخفيض هذا المبلغ إلى 150,000 يورو للوسيط في عمليات البورصة (IBO) الذي يقتصر هدفه على الحفظ أو نشاط إدارة الأدوات المالية في مجال مدخرات الموظفين ، شريطة أن تكون نشاطات الاستثمار (EI) ذات الصلة يسيطر عليها واحد، أو أكثر من مقدمي خدمات الاستثمار ، ويعلنون أيضاً أنفسهم ضامنين ومتضامنين مع التزامات الشركة التابعة.

بالإضافة إلى ذلك ، الوسطاء الماليين في عمليات البورصة (IBOs) ، بخلاف أولئك الذين لا يملكون أي أموال أو أوراق مالية تخص العملاء ، يمكنهم تنفيذ عمليات ائتمان في ظل ظروف معينة ، شريطة أن لا يقل رأسمالهم المدفوع عن 1.9 مليون يورو (وفقاً لنظام لجنة التنظيم البنكي والمالي CRBF رقم 98-05).

أخيراً ، الوسيط المالي يجب أن لا يقل الحد الأدنى لرأس ماله عن 3.8 مليون يورو على الأقل عندما يمارس نشاط المقاصة في الأدوات المالية كعضو في غرفة المقاصة (نظام . نموذج CRBF رقم 96-15 ، المادة 2)².

¹ - Services fournis

	Détention de fonds de la clientèle	Montant minimum du capital libéré
- Réception-transmission d'ordres pour compte de tiers	Oui	125 000 €
- Exécution d'ordres pour compte de tiers	Non	50 000 €
Gestion de Portefeuille pour compte de tiers		
Conseil en investissement		
- Négociation pour compte propre	Oui	1,1 million €
Prise ferme	Non	730 000 €
- Placement garanti		
- Autres services (placement non garanti et exploitation d'un système multilatéral de négociation au sens de l'article L. 424-1 du Code monétaire et financier), publication de l'Association françaises des marchés financiers, <u>PRINCIPALES OBLIGATIONS LIEES AU STATUT D'ENTREPRISE D'INVESTISSEMENT</u> , Présentation synthétique - Note d'information - AMAFI / 17-04FR Annule et remplace la note AMAFI / 15-04 du 5 janvier 2017 .	Oui / Non	730 000 €

² - L'exercice d'une activité de tenue de compte conservation est subordonné à la détention d'un capital minimum de 3,8 millions d'euros (Règl. mod. CRBF n° 96-15, art. 2). Ce montant est ramené à 150.000 euros pour les EI dont l'objet est limité à l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers dans le domaine de l'épargne salariale, à la condition que l'EI concernée soit contrôlée par un ou plusieurs prestataire de=

إذا فرأس مال الوسيط يعد من أهم الضمانات لحماية المستثمرين، ورغم ذلك لم يكتف المشرع الجزائري كغيره من التشريعات المقارنة بهذا الضمان، نظرا للأهمية الكبيرة لهذا النشاط ودرجة خطورته على الاقتصاد العام للبلاد والمدخرين على حد سواء، لذلك استوجب على الوسطاء المساهمة في صندوق خاص يتكفل بضمان¹ اللاتزامات التي قد تترتب على عاقبتهم.

كذلك ضرورة الاكتتاب في رأسمال شركة إدارة بورصة القيم، وهذا ما نصت عليه المادة 17 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والتي جاء فيها بأنه: " لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتمادا فعليا إلا بعد أن يفتني الوسيط أو يكتتب قسطا من رأسمال شركة إدارة بورصة القيم"²، حيث تقدر المساهمة الدنيا للوسيط في رأسمال الشركة بمليون دينار جزائري³.

الفرع الثالث: المقر الاجتماعي للوسيط وإدارته.

إن للمقر الاجتماعي لشركة الوساطة في بورصة الأوراق المالية، أهمية بالغة لذا تستوجب معظم التشريعات المقارنة أن يكون للوسيط مقر ضمن إقليم الدولة التي قدم بها طلب الترخيص، وأن تكون المحلات ملائمة لضمان أمن مصالح زبائنهم⁴، وهذا ما اشترطه المشرع الجزائري بموجب نص المادة 5 النظام 01/15.

=services d'investissement, se déclarant en outre garants solidaires des engagements de la filiale. Par ailleurs, les EI, autres que celles qui ne détiennent ni fonds ni titres appartenant à la clientèle, peuvent effectuer des opérations de crédit dans certaines conditions¹³ à la condition toutefois de disposer d'un capital libéré au moins égal à 1,9 millions d'euros (Règl. mod. CRBF n° 98-05). Enfin, les EI doivent également disposer d'un capital minimum au moins égal à 3,8 millions d'euros lorsqu'elles exercent l'activité de compensation d'instruments financiers en tant qu'adhérent d'une chambre de compensation (Règl. mod. CRBF n° 96-15, art. 2), publication de l'Association françaises des marchés financiers, op.cit.

¹ - تنص المادة 5 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/04 المؤرخ في 9 سبتمبر 2004، المتعلق بصندوق الضمان ج ر، عدد 22، صادرة في 27 مارس 2005، بأنه: " يتعين على الوسيط في عمليات البورصة - ماسك الحساب أن يدفع إلى صندوق الضمان، كل سنة (6) أشهر اشتراكا يحتسب على أساس وضعية الزين من حيث النقود والسندات".

² - وقد أكدت ذلك المادة 9 من النظام 01/15 بقولها: " يرفق طلب الاعتماد بما يأتي: "... الالتزام باكتتاب أو شراء حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم ضمن الشروط التي تحددها اللجنة، الالتزام بدفع المساهمة لصندوق ضمان الوسطاء في عمليات البورصة...".

³ - المادة 3 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01/97، مرجع سابق.

⁴ - أنظر أحكام المادة 6 من النظام 03/96، مرجع سابق.

معنى ذلك أنه بإمكان حتى الشركات الأجنبية ممارسة نشاط الوساطة في البورصة الجزائرية، متى أثبتت امتلاكها لمقر في الجزائر ولو كان مستأجراً¹ وفقاً لأحكام المادة 9 من النظام نفسه ، وبالتالي فلا تهم جنسيتها ما دامت ستكون خاضعة للقانون الجزائري².

وتتجلى الغاية من هذا الشرط في تسهيل عملية الرقابة التي تقوم بها لجنة البورصة أثناء مزاولتها لمهامها، كالتأكد من تواجد الوسيط حقاً وأن هذه الشركة ليست صورية، وبالتالي حماية السوق بصفة عامة ومن ضمنها مصالح المدخرين، هذا بالإضافة إلى تيسير الأمور على المدخرين في حالة ما إذا ثار نزاع قضائي مع شركات الوساطة، متى كان مقرها في الجزائر.

أما بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية التي تقدم طلب اعتماد من أجل ممارسة نشاط الوساطة في عمليات البورصة، فإنه فيتوجب عليهم وفقاً لنص المادة 6 من النظام نفسه تبرير وجود قسم مستقل ضمن هيكلها الإدارية لضمان استقلالية تسيير المعاملات المتعلقة بالبورصة بعيداً عن النشاطات الأصلية لهذه المؤسسات، لا سيما في الجانب المحاسبي المتعلق بنشاطات الوساطة المالية³، وهذا نفس ما نص عليه المشرع الفرنسي ونظمه في العديد من التشريعات، حيث ألزمت لجنة التنظيم البنكي والمالي الفرنسية (CRBF) - ضمن قواعد المحاسبة المطبقة على شركات الاستثمار - الأشخاص المعنويين الممارسين لنشاطات البنكية والمالية لضرورة وجود قسم للمحاسبة مع فتح حسابات تقيد فيها جميع العمليات⁴.

في حين إذا رجعنا إلى التشريعات المقارنة حول شرط المقر الإجتماعي لشركات الوساطة⁵ في البورصة، فنجد أن هذا التوجه هو مسار المشرع الفرنسي⁶، غير أننا لا نجد له

¹ - المادة 10 من النظام 03/96، مرجع سابق.

² - جاء في أحكام المادة 50 من القانون المدني الجزائري بأنه بالنسبة لـ : " الشركات التي يكون مركزها الرئيسي في الخارج ولها نشاط في الجزائر، يعتبر مركزها في القانون الداخلي، في الجزائر"، كما نصت المادة 549 من القانون التجاري الجزائري بأنه: " يكون موطن الشركة في مركز الشركة. تخضع الشركات التي تمارس نشاطها في الجزائر للتشريع الجزائري".

³ - المادة 7 من النظام 03/96، مرجع سابق.

⁴ - هوداف بهية، إنعكاسات انضمام الجزائر إلى النظام الاقتصادي الجديد على الاستثمار في القيم المنقولة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق سعيد حمدين، فرع القانون الخاص، جامعة الجزائر بن يوسف بن خدة، 2015، ص 225.

⁵ - كما أخذ بهذا الشرط المشرع السعودي كذلك، وكان متشدداً أكثر حين ألزم شركات الوساطة بأن تكون إدارتها ومقرها الرئيسي في المملكة العربية السعودية، أنظر عبد الله التويجري صالح بن إبراهيم، مرجع سابق، ص 37.

⁶ - Article L532-2 du code monétaire et financier: "Pour délivrer l'agrément à une entreprise d'investissement, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution vérifie si celle-ci :

1. A son siège social et sa direction effective en France". Op.cit.

أثر في التشريع المصري، لا في اللائحة التنفيذية ولا ضمن نصوص قرار مجلس هيئة سوق الأوراق المالية رقم 106 لسنة 2015 المتضمن قواعد تنظيم نشاط السمسرة في الأوراق المالية، ولا حتى ضمن نصوص قرار مجلس إدارة السوق رقم 49 لسنة 2006 المتعلق بمتطلبات تأسيس شركات السمسرة في الأوراق المالية والترخيص لها بمباشرة النشاط، في حين ورد في الملحق رقم 2 المتعلق باستيفاء مستندات الترخيص التابع للقرار الأخير ضمن الفقرة الرابعة، ضرورة تقديم سند حيازة مقر الشركة مثبت التاريخ في الشهر العقاري أو ما يفيد ملكيتها.

وعليه فإنه يفهم من خلال العبارة " مثبت التاريخ في الشهر العقاري " أن المشرع المصري يقصد عقد ملكية المقر أو الحيازة مشهر لدى محافظة عقارية مصرية، وبالتالي فالمقر يكون داخل التراب المصري، ولو أنه كان من الأجر بالمشرع الإشارة إلى مكان المقر صراحة، باعتبار أن النشاط في الأسواق المالية وبالأخص في مجال الوساطة، أي السمسرة كما يعبر عنها في التشريع المصري، له نظام قانوني خاص يتميز عن باقي الأشخاص المعنوي الأخرى لما فيه من خطورة على اقتصاد البلاد، ولا فرق في ذلك بين الشركات الوطنية والأجنبية لاستدراج المال الأجنبي، لهذا لم يشر المشرع المصري لشرط الجنسية¹ على غرار المشرع الجزائري.

والحال نفسه مع المشرع الأردني الذي لم يشر إلى شرط المقر الإجتماعي، إلا أنه يفهم من خلال أحكام المادة 11 من تعليمات الترخيص والاعتماد لسنة 2005 أن المشرع الأردني لا مانع عنده من أن تستثمر الشركات الأجنبية في السوق المالية الأردنية، حيث جاء في مضمون المادة بأنه يجوز للشركة ممارسة أعمال الخدمات المالية المرخصة لها من خلال فروع أو شركات تابعة لها خارج المملكة بعد الحصول على موافقة الهيئة.

أما بخصوص إدارة شركات السمسرة وبالنظر إلى طبيعة نشاطها المتميز فإن معظم التشريعات قد خصتها بشروط استثنائية غير مألوفة بالنسبة لباقي الشركات التجارية التي تزاول

¹ - لأنه تطبيقاً لنص المادة 11 من القانون المدني فإن الشركة الأجنبية التي يكون مقرها الرئيسي والفعلي في مصر تكتسب الجنسية المصرية، حيث جاء فيها بأنه: " أما النظام القانوني للأشخاص الاعتبارية الأجنبية، من شركات وجمعيات ومؤسسات وغيرها فيسري عليه قانون الدولة التي اتخذت فيها هذه الأشخاص مركز إدارتها الرئيسي الفعلي... "

أنشطة أخرى، فمن هذه الشروط التي أوجبها المشرع الجزائري، تلك التي وردت¹ في المادة 8 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والتي تنص بأنه: "يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يقدموا ضمانات كافية لاسيما فيما يخص... وشرفهم ومسؤوليتهم وأعاونهم وخبرتهم..." وتطبيقا لذلك جاء في نص المادتين 6 التي تتحدث عن المسير المسؤول المكلف بالإدارة العامة للبنوك والمؤسسات المالية و 5 من النظام رقم 01/15 والتي تنص بأنه يجب: "أن يكون لها على الأقل مسير مسؤول مكلف بالإدارة العامة للشركة، تتوفر فيه الكفاءة والتأهيل المنصوص عليهما في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها".

وقد صدر تطبيقا لذلك التعليمة رقم 01/16 المتعلقة بالشروط الواجب توفرها في المسير المسؤول المكلف بالإدارة العامة للوسيط في عمليات البورصة²، حيث تلخصت الشروط التي تضمنتها في:

- 1- النجاح في التكوين الذي تنظمه هيئة مختصة معتمدة من قبل لجنة البورصة.
 - 2- يمكن أن تعترف اللجنة بشهادات التكوين في المجال نفسه المحصل عليها في الخارج.
- كما تضمنت التعليمة رقم 02/16 الشروط المتعلقة بحسن السيرة الواجب توفرها في مسير الوسيط³ في عمليات البورصة، وهذا تطبيقا لأحكام المادة 11 من النظام 01/15، حيث تنص المادة 2 من التعليمة الأخيرة بأنه يتوجب على مقدم طلب الاعتماد حسن سيرة المسيرين وذلك بإثبات عدم الإدانة ب :

¹ - سابقا كانت الشروط تنص عليها المادة 5 من النظام 03/96 الملغى، وهي الشروط المطلوب توفرها في الشخص الطبيعي الذي يرغب في ممارسة نشاط الوساطة بورصة الأوراق المالية، حيث يشترك معه المسير المسؤول المكلف بالإدارة العامة للشركة في ما يخص شرط التمتع بالأخلاق الحسنة، الحياة على شهادة الليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها، متابعة تكوين في ميدان تجارة وتسيير القيم المنقولة، التمتع بالنزاهة المطلوبة لضمانة حماية المدخرين. وهذا تطبيقا لنص المادة 6 من النظام نفسه.

كذلك التعليمة رقم 01/97 لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سابق.

² - Instruction COSOB n° 16 - 01 du 24 Février 2016 relative aux conditions de qualification que doivent remplir le dirigeant assumant la direction générale de l'Intermédiaire en Opérations de Bourse - société commerciale et le responsable de la structure « Intermédiaire en Opérations de Bourse » au sein des banques et des établissements financiers.

³ - Instruction COSOB n° 16-02 du 24 Février 2016 relative aux conditions d'honorabilité que doit remplir le dirigeant de l'Intermédiaire en Opérations de Bourse - société commerciale.

- جنائية.

- إختلاس ، الرشوة ، الفساد، السرقة ، الاحتيال، إصدار شيك بدون رصيد أو خيانة، الإفلاس، جرائم التشريع وأنظمة الصرف، ابتزاز الأموال أو الأوراق المالية، التزوير، جرائم الشركات، حيازة ممتلكات مختلسة، جرائم المخدرات وتبييض الأموال والإرهاب،

- عدم الإدانة من قبل القضاء الأجنبي بأحكام نهائية في جرائم تمثل في نظر التشريع الجزائري جنائيات أو جنح.

- أن لا يكون المسؤولون قد تم شهر إفلاسهم، وأن لا يكون لهم مسؤولية مدنية كعضو في شركة جزائرية أو أجنبية.

أما إذا نظرنا في التشريع المصري بخصوص الشروط التي يستوجبها في مسيري شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية، نجد أن المادة 29 من قانون سوق رأس المال تشترط لمنح الترخيص أن يتوفر في القائمين على إدارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمة لعملها على النحو الذي يصدر به قرار من مجلس إدارة الهيئة.

كما لا يجوز أن يكون قد سبق الحكم على أحد مؤسسي الشركة، أو مديرها أو أحد أعضاء مجلس الإدارة خلال الخمس سنوات السابقة على تقديم طلب الترخيص بعقوبة جنائية أو بعقوبة جنحة في جريمة ماسة بالشرف، أو الأمانة أو إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات أو التجارة أو الحكم بإشهار الإفلاس، ما لم يكن قد رد إليه اعتباره.

وتطبيقا لذلك فقد صدر قرار رئيس هيئة سوق رأس المال رقم 24 لسنة 2007 بشأن ضوابط الترخيص للعاملين بشركات السمسرة في الأوراق المالية، حيث جاء في أحكام هذا القرار أن الترخيص لأعضاء مجلس الإدارة والمديرين والعاملين بالشركات العاملة في الأوراق المالية متوقف على استيفاء الشروط اللازمة من خبرة ومؤهلات، بما في ذلك المشاركة في الدورات التدريبية المتخصصة التي تنظمها أو تشرف عليها الهيئة، واجتياز الاختبارات المعتمدة في هذا الشأن¹.

¹ - المادتان 1 و 2 من قرار رئيس هيئة سوق رأس المال المصري رقم 24 لسنة 2007، بشأن ضوابط الترخيص للعاملين بشركات السمسرة في الأوراق المالية، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

كما حددت المادة الثالثة الوظائف الواجب احداثها وشغلها في شركات السمسرة في الأوراق المالية، وتشترط المادة السادسة للحصول على ترخيص العمل في الوظائف المشار إليها في المادة السابقة الشروط العامة التالية:

- أن يكون حسن السمعة.

- أن يكون متمتع بالأهلية القانونية.

- أن يكون حاصل على مؤهل عال مناسب لطبيعة عمله.

- أن يكون متفرغاً، وأن لا يكون عاملاً بأي صفة في شركات الأوراق المالية، أو أي عمل تجاري، إلا بإذن الهيئة.

- أن لا يكون قد منع أو فصل تأديبياً من مزاولة المهنة في مجال الأوراق المالية، أو أي مهنة حرة، أو حكم عليه بعقوبة جنائية، أو في جريمة جنحة تتعلق بالإخلال بالشرف أو الأمانة أو بعقوبة مقيدة للحرية في إحدى الجرائم المنصوص عليها في أي من قانون التجارة أو الشركات أو سوق رأس المال.

كما يشترط المشرع الأردني أن تتوافر في المديرين العاملين لدى شركات السمسرة التي تتقدم بطلب ترخيص لمزاولة نشاط الوساطة في الأوراق المالية، الخبرة، الكفاءة، المعرفة اللازمة لمزاولة أعمالهم وأن يكونوا من ذوي السيرة الحسنة، وذلك وفقاً لما تنص عليه التعليمات التي تصدر لهذه الغاية¹، وتنص المادة 5 من النظام نفسه في الفقرة (هـ) على ضرورة بيان أسماء وعناوين أشخاص الإدارة العليا ذوي السلطة التنفيذية، ونبذة تعريفية بتاريخهم المهني السابق في مجال الأوراق المالية، وعناوين الإقامة والعمل لموظفيها مع بيان صفة كل منهم ولقبه الوظيفي وصورة عن اثبات الشخصية، وجاء في الفقرة (و) أنه يجب أن يقدم أعضاء مجلس الإدارة وأشخاص الإدارة العليا ذوي السلطة التنفيذية ما يفيد أنه لم تصدر على أي منهم أحكام بجناية، أو جنحة مخلة بالشرف والأخلاق العامة أو حكماً بشهر الإفلاس.

¹ - المادة 4 من نظام ترخيص واعتماد الخدمات المالية في هيئة الأوراق المالية الأردنية، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

الملاحظ أنه وبمقارنة أحكام المادة 5 من النظام 01/15، وكذلك أحكام التعليم رقم 02/16 السابق ذكرها، مع ما جاء في المادتين 6 و5 على التوالي من النظام 03/96 من شروط ، يتبين أن المشرع الجزائري قد شدد من الشروط الواجب توفرها في مسيري الشركات التي تنشأ خصيصا لممارسة نشاط الوساطة، وهو تغير منطقي، باعتبار أن الشروط التي تتطلبها المادة 5 من النظام 03/96 جاءت في فترة تعتبر بالنسبة لشركات الوساطة في الجزائر تجريبية، لانعدام الخبرة في هذا المجال، ولذلك كانت غير مشددة، حتى تتمكن البورصة الجزائرية من استدراج من يرغبون في مزاولة هذه المهنة، ورغم ذلك كان عدد الوسطاء قليل جداً، وإلى يومنا هذا فإن نشاط الوساطة في الأوراق المالية أو البورصة الجزائرية بصفة عامة تعد في مرحلة تجريبية، مقارنة لما تشهده البورصات العالمية من نشاط.

ولهذا كانت تبدو الشروط المطلوب توفرها في مسيري إدارة شركات الوساطة المالية في التشريع الجزائري بسيطة مقارنة بالتشريعات المقارنة، لكن حالياً وبعد إصدار لجنة البورصة الجزائرية للتعليم 02/16 فلا فرق بينهما في هذا الجانب .

الفرع الرابع: الوسائل التقنية.

تطرق المشرع الجزائري إلى الوسائل التقنية في نص المادة 8 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والتي تنص بأنه: " يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يقدموا ضمانات كافية لاسيما فيما يخص... وسائلهم التقنية... " وتطبيقاً لذلك نصت المادة 7 من النظام 01/15 بأنه: " على الوسيط في عمليات البورصة أن يوفر الوسائل التقنية ... اللازمة من أجل حسن سير النشاط الذي قدم له الاعتماد لممارسته".

باستقراء هذين النصين يتبين أن المشرع أشار فقط إلى شرط الوسائل التقنية دون أن يقدم أي تفاصيل توضح طبيعة هذه الوسائل التقنية ومجالات استعمالها، هل يتعلق الأمر بالمعدات الإدارية العادية وأجهزة الإعلام الآلي فقط؟ أم أن الأمر يتجاوز ذلك إلى ضرورة الربط بشبكة الأنترنت لتيسير الأمور على المستثمرين في التعامل مع شركات الوساطة عبر الأنترنت في أي وقت ومن أي مكان؟

وهو الأسلوب نفسه الذي استعمله المشرع الأردني حيث جاء في الفقرة (أ) - 4 ضمن المادة 5 من نظام العضوية في شركة بورصة عمان لسنة 2018 بأنه: " يجب على الوسيط

الذي يرغب بالانتساب لعضوية البورصة أن يحقق الشروط التالية: - أن تتوفر لديه البنية التقنية والأجهزة اللازمة لممارسة جميع أعماله بشكل سليم وملازم ودون انقطاع ووفقا للمواصفات التي تحددها البورصة"، وبالتالي فلم يوضح طبيعة البنية التقنية.

كما نصت المادة 8 من تعليمات الترخيص والاعتماد لسنة 2005 أنه يتوجب على مقدم طلب الترخيص تزويد الهيئة بالبيانات المتعلقة بالخبرات والإمكانات المتوفرة لديه للقيام بأعماله، بما في ذلك أنظمة الكمبيوتر والاتصالات الإلكترونية، الأجهزة، المعدات، والمتطلبات الأخرى.

وعلى خلاف ذلك جاء في المادة الأولى من القرار رقم 68/2016، الصادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية¹، بأنه: " تلتزم شركات السمسرة الراغبة في تلقي أوامر بيع وشراء الأوراق المالية من عملائها باستخدام شبكة المعلومات الدولية (الأنترنت) بالقواعد التنفيذية لمزاولة هذا النشاط الوارد بالملحقين (1)، (2) المرفقين بهذا القرار، وتقدم شهادة من شركة الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية باستيفاء المتطلبات والاشتراطات الواردة بالملحقين المشار إليهما".

وقد تضمن الملحق رقم (1) المواصفات الوظيفية والفنية لنظم المعلومات والبنية الأساسية للاتصالات والنظم اللازم توفرها لدى شركات السمسرة في الأوراق المالية، فيما يبين الملحق الثاني بالتفصيل المواصفات التقنية لنظم المعلومات والبنية الأساسية اللازم توفرها لدى شركات السمسرة المصرح لها بتقديم خدمة التداول عبر شبكة المعلومات الدولية (الأنترنت).

المطلب الثاني: المؤهلات المتعلقة بقبول مندوبي شركات الوساطة داخل قاعات البورصة.

لما كان سمسار سوق الأوراق المالية يتخذ شكل شركة، فإنه لا بد من توافر شروط في الشخص الطبيعي الذي يباشر عمليات التداول (تنفيذ الأوامر) في مقصورة البورصة، والذي يعتبر ممثلاً لشركة الوساطة، وقد اشترط القانون شروطاً عديدة يجب توفرها في ممثل شركة الوساطة²، حيث تنص المادة 10 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 على أنه: " يمكن المسير

¹ - قرار رقم 68 لسنة 2016 الصادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية بتاريخ 2016/10/8، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

² - عمر ناطق يحيى الحمراي، مرجع سابق، ص 128.

أو مجلس الإدارة لكل وسيط في عمليات البورصة، أن يؤهل أعوانا أكفاء من بين مستخدمي إجراء المفاوضات الخاصة بالقيم المنقولة في البورصة. تحدد قواعد التأهيل في لائحة تصدرها اللجنة".

كما تنص المادة 7 من النظام 01/15 بأنه: " على الوسيط أن يوفر الوسائل التقنية والبشرية المناسبة... من أجل حسن سير النشاط الذي قدم له الاعتماد لممارسته"¹ ، وجاء في نص المادة 11 من المرسوم التشريعي 10/93 بأنه: " يسجل الأعوان المذكورون في المادة 10 أعلاه لدى اللجنة التي تسلمهم بطاقة مهنية. تبين لائحة من اللجنة شروط تطبيق هذه المادة".

وتطبيقاً لما نصت عليه المادتين 10 و11 أعلاه فقد صدر النظام 02/97² ، والذي أورد في نص المادة الثانية منه بأنه: " يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتقدموا بطلب تسجيل لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة، ومراقبتها للأعوان المؤهلين للقيام تحت سلطتهم بالتداول في بورصة القيم المنقولة"

في حين تكفلت المادة الثالثة بتحديد الشروط الواجب توفرها في المتداول وهي:

- أن يكون بالغاً من العمر 25 سنة على الأقل، وقد اشتركت معظم التشريعات في هذا الشرط على غرار المشرع المصري، البحريني والأردني³ .
- أن يكون متمتعاً بأخلاق حسنة.
- أن يكون حائزاً على شهادة في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها.
- أن يكون ناجحاً في امتحان الكفاءة المهنية المنظم من قبل اللجنة⁴.

¹ - سابقاً كانت تنص المادة 8 من النظام 03/96 الملغى بأنه: " يمكن كل و. ع. ب توكيل أعوان أكفاء من بين مستخدمي للتصرف بصفة مفاوض أو مسير للقيم المنقولة.

يقدم وسيط عمليات البورصة طلب لدى اللجنة لتسجيل العون المؤهل. =

= على المترشح الراغب في التسجيل، أن يكون قد تابع بنجاح تكويناً في التجارة وتسيير القيم المنقولة وأن تكون لديه تجربة تمنح له من وجهة نظر اللجنة تحضيراً مهنياً كافياً".

² - نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/97، المؤرخ في 18/10/1997، والمتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم في البورصة، المصادق عليه بموجب القرار الوزاري المؤرخ في 6/12/1997، ج ر، عدد 87، الصادرة في 29/12/1997.

³ - أنظر هامش الصفحة 128 عند عمر ناطق يحي الحمراي، مرجع سابق.

⁴ - أحكام المادة 89 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، مرجع سابق. كذلك المادة 20 من نظام ترخيص واعتماد الخدمات المالية في هيئة الأوراق المالية الأردنية، مرجع سابق.

بعد ذلك يتم تسليم البطاقة المهنية من طرف اللجنة للأشخاص الذين تتوفر فيهم هذه الشروط، وتحفظ شركة إدارة بورصة القيم بسجل التسجيل للحائزين على البطاقة المهنية، على أن يتم تبليغ الوسيط بالتسجيل باعتباره المسؤول على هؤلاء الأعوان، ويترتب على ذلك أنه في حالة مغادرة الوسيط أو توقيفه مؤقتاً عن مزاولة نشاطه، أو تم شطبه نهائياً أن يتوقف أعوانه عن التداول¹.

كما يمكن للجنة سحب البطاقة المهنية من حائزها في أي وقت لفترة معينة أو نهائياً، بناءً على قرار مبرر يبلغ للمتداول المعني والوسيط في عمليات البورصة الذي يعمل لحسابه، كما يلتزم الوسيط ذاته بإخطار لجنة ت. م. ع. ب. دون تأخير بأي توقف للحائزين على البطاقة المهنية عن ممارسة نشاط التداول².

أما المشرع المصري فيضيف إلى الشروط السابقة في من يعتزم مباشرة عمليات التداول بالبورصة، ممثلاً لشركة السمسرة وفقاً لنص المادة 89 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال ما يلي:

- ألا يكون قد سبق فصله تأديبياً من الخدمة، أو منعه بصفة نهائية من مزاولة مهنة السمسرة أو أي مهنة حرة، أو حكم عليه بعقوبة جنائية أو جنحة في جريمة ماسة بالشرف، أو الأمانة أو بعقوبة مقيدة للحرية في إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات، أو التجارة أو قانون سوق رأس المال أو حكم بشهر إفلاسه.

- أن يكون متفرغاً ولا يعمل بأي وجه وبأي صفة في شركة سمسرة أخرى أو في الأعمال التجارية.

وهما شرطان مهمان لا تشترطهما لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية رغم أهميتهما حماية لمصالح المستثمرين، وهو ما يستحسن إدراجهما.

¹ - أحكام المادتين 4 و 5 من النظام رقم 02/97، مرجع سابق.

² - أحكام المواد رقم 6، 7 و 8 من النظام رقم 02/97، مرجع سابق.

كما تجدر الإشارة أن هذه الشروط هي الشروط نفسها الواجب استيفائها في الطاقم الإداري لشركات السمسرة، طبقاً لقرار رئيس هيئة سوق رأس المال المصري رقم 24 لسنة 2007 بشأن ضوابط الترخيص للعاملين بشركات السمسرة في الأوراق المالية.

أما في التشريع الأردني فقد جاء في نص المادة 19 من نظام الاعتماد والترخيص للخدمات المالية السالفة الذكر أنه يتولى المجلس اعتماد الأشخاص الطبيعيين العاملين لدى المرخص له، ويحظر على الشخص الطبيعي المعتمد لمزاولة عمل أو أكثر من أعمال الخدمات المالية الواردة في هذا النظام إلا من خلال مرخص له واحد؛ بمعنى أن مندوبي الوسيط على مستوى السوق الذين يتم اعتمادهم من قبل المجلس لمزاولة أعمال الخدمات المالية المحددة في نص المادة 3 من نفس النظام لا يجوز أن يكونوا مندوبين إلا عن وسيط واحد فقط في السوق، ويشترط للحصول المندوب على اعتماد أن تتوفر فيه الشروط التالية وفقاً لنص المادة 20:

- أن يكون متمتعاً بالأهلية الكاملة وحسن السيرة والسلوك.
- أن يكون حاصلًا على شهادة جامعية.
- أن يجتاز بنجاح الامتحانات المقررة من الهيئة.
- أن يكون قد شارك في الدورات التدريبية التي تنظمها الهيئة لغاية الحصول على الاعتماد.
- وللإشارة أن المشرع قد أعفى من الشروط الثلاثة الأخيرة من تتوفر فيه الخبرة والمؤهلات المطلوبة، هذا بالإضافة إلى تسدد الرسوم المطلوبة.
- وأي شروط أخرى تحددها الهيئة.
- كما يتوجب أن تتوفر هذه الشروط بصفة مستمرة وإلا وقع الاعتماد تحت طائلة التعليق حسب نص المادة 8 من الاعتماد والترخيص للخدمات المالية¹.

¹ - المادة 59 من قانون الأوراق المالية الأردني، مرجع سابق. كذلك المادة 6 من تعليمات هيئة الأوراق المالية الأردنية، المؤرخة في 4 نوفمبر 2005، والمتعلقة بالترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

وللاشارة فإن بعض التشريعات تنص صراحة على إعفاء طالبي الترخيص لممارسة نشاط التداول، من استيفاء بعض الشروط مثل الخضوع لتكوين واجتيازه بنجاح، على غرار المشرع المصري والأردني، متى كان الشخص حاصلًا على مؤهل علمي أو خبرة علمية مسبقة، كأن يكون قد زاول أو يمتحن تلك المهنة، وهو أمر منطقي باعتبار أن ممارسة النشاط تكسب الشخص خبرة أكثر من التكوين، وهذا ما لم تشر إليه لجنة البورصة الجزائرية، مما يعني ضرورة خضوع أي فرد للتكوين والنجاح فيه، وإلا فلن يتمكن من التداول في البورصة.

المطلب الثالث: الإجراءات الواجب إتباعها للحصول على الاعتماد.

إن تأهيل الوسيط للحصول على الاعتماد يتطلب منه القيام بجملة من الإجراءات، تعد بمثابة آليات للرقابة المسبقة على الوسيط قبل شروعه في مزاوله مهنة الوساطة، وأكلها المشرع الجزائري للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لضبط النشاط البورصي، من خلال ما تصدره من قرارات فردية بعد التحقق من مدى توفر الشروط السابق ذكرها في الوسيط المالي، قصد تأهيله لممارسة الأنشطة المراد مزاولتها، وفقا للطلب المقدم من قبل الوسيط .

كما تعد هذه الإجراءات كذلك بمثابة تأشيرة تسمح للوسيط بدخول السوق المالية، وفي الوقت نفسه ضمانه لحماية المدخرين من مخاطر عدم القدرة والكفاءة المهنية للمترشحين لمزاوله نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

وقد كرس المشرع الجزائري هذه الإجراءات بموجب نصوص المواد من 8 إلى 13 من النظام 01/15 السابق ذكره ، وهذا تطبيقا لنص المادة 31 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وسيتم دراستها في هذا المطلب ضمن فرعين، حيث يتعلق النوع الأول بالإجراءات التي يتوجب القيام بها من قبل الوسيط المالي (فرع أول)، في حين يتعلق النوع الثاني منها بالقرارات التي تصدرها اللجنة بعد اطلاعها على طلبات التأهيل للحصول على الاعتماد ودخول البورصة (فرع ثان).

الفرع الأول: إيداع طلب اعتماد من قبل الوسيط المالي لدى لجنة البورصة.

إن اعتماد وسيط عمليات البورصة يتوقف على ضرورة تقديمه لطلب مفصل إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، يبرز فيه نوع النشاط المراد مزاولته وجملة من البيانات الأخرى، بالإضافة إلى إرفاقه بالوثائق المحددة من قبل اللجنة؛ حيث جاء في أحكام المادة رقم

8 من النظام 01/15 بأن تقديم طلب الاعتماد يجب أن يكون مرفقاً بملف يتكون من عناصر تحددها اللجنة بموجب تعليمة¹.

كما يرفق الطلب وفقاً لأحكام المادة رقم 29² بوثائق إثبات الضمانات المطلوبة في المادتين 54، 55 من النظام نفسه، الالتزام بالآداب المهنية وقواعد الانضباط والحدز، وثيقة إثبات ملكية أو استئجار محلات مخصصة لنشاط الوساطة المالية، الالتزام باكتتاب أو شراء حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم، والمقصود هنا بالالتزام بالاكتتاب أو شراء، يعني اقتناء وليس تقديم تعهد بالاكتتاب في حصة من رأس المال.

حيث تقدر هذه الحصة طبقاً لنص المادة 3 من النظام رقم 04/03 المعدلة والمتمم للنظام رقم 01/97 بمليوني دينار جزائري وهي قيمة قابلة للزيادة في حال انسحاب أحد الوسطاء من شركة تسيير البورصة، أين يتوجب على الباقيين شراء نصيبه طبقاً لما يحدده القانون الأساسي للشركة، ولا يعني أن المساهمة في رأسمال الشركة تسمح للوسطاء في عمليات البورصة إمكانية فرض أي سلطة رقابية عليها. الالتزام بدفع المساهمة في صندوق ضمان الوسطاء في عمليات البورصة³.

هذا بالإضافة إلى الملف المنصوص عليه في المادة 2 من التعليمة رقم 03/16 والمنظم سابقاً بموجب التعليمة الملغاة رقم 01/97، تطبيقاً لأحكام المادة 8 من النظام المذكور أعلاه، حيث يتوجب أن يكون تحرير الطلب ضمن استمارة وفقاً للنموذج المبين بملحق التعليمة مرفقاً بالملف المتكون من:

بالنسبة للشركات التجارية جاء في البند رقم (1) بأن إيداع طلب الترخيص يتكون من:

- نسخة من مشروع النظام الأساسي للشركة.

¹ - Instruction COSOB n° 16-03 du 18 Avril 2016 fixant les éléments constituant le dossier joint à la demande d'agrément en qualité d'Intermédiaire en Opérations de Bourse.

² - حيث نصت المادة على أنه: "يرفق طلب الاعتماد بما يأتي:

- وثائق إثبات الضمانات المطلوبة في المادتين 54 و55 من هذا النظام.

- الالتزام بالآداب المهنية وقواعد الانضباط والحدز.

- وثيقة إثبات ملكية أو استئجار محلات مخصصة لنشاط الوسطاء في عمليات البورصة.

- الالتزام باكتتاب أو شراء حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم ضمن الشروط التي تحددها اللجنة".

³ - وهو ما نصت عليه سابقاً المادة رقم 9 من النظام 03/96، مرجع سابق.

- نسخة من النظام الأساسي للشركة الأم إذا تعلق الأمر بفرع شركة.

- كما يتضمن الملف بالنسبة لكل مسيري شركة الوساطة؛ مستخرج من عقد الميلاد، شهادة السوابق العدلية رقم 3، قائمة بعدد النشاطات الممتهنة في شركات أخرى، مع بيان قيمة الأسهم التي يمتلكها في رأس المال وحقه في التصويت، تصريح شرفي وفقاً لما تنص عليه التعليمات 02/16 السالفة الذكر.

- بالإضافة إلى ملف خاص بالمدير العام لشركة الوساطة، والمتمثل في:

نسخة عن شهادة النجاح في التكوين الخاص بمحترفي الأسواق المالية أو أي وثيقة أخرى تعترف بها اللجنة، نسخة عن الشهادات التي يحوزها، بيان عن السيرة الذاتية يوضح خبرته المهنية.

هذا مع بعض الاختلافات البسيطة من حيث نوع الوثائق الواجب تقديمها عند وضع الملف المؤقت أو الأولي للحصول على الاعتماد، وبين الملف النهائي بعد الموافقة على طلب الاعتماد، وفقاً لما جاء في أحكام المادتين 9 من النظام 01/15، و2 من التعليمات رقم 03/16.

في حين تضمن البند رقم (2) من المادة الثانية من التعليمات نفسها، الملف الخاص بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية، حيث لا تختلف كثيراً الوثائق المطلوبة في هذه الوضعية عن الوثائق السابقة بالنسبة للشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لمزاولة مهنة الوساطة المالية.

أما بالنسبة للتشريع المصري، فقد نصت المادة 28 من قانون سوق رأس المال بأنه لا يجوز مزاولة الأنشطة المذكورة في المادة 27 إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من قبل هيئة السوق¹، وقد جاء في نص المادة 135 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، بأنه يقدم طلب الترخيص بمزاولة النشاط على النموذج المعد لذلك مرفقاً بما يأتي:

- شهادة بقيد الشركة في السجل التجاري وتاريخ القيد ورقمه ومكانه.

- بيان بالأنشطة المطلوب مزاومتها ومدى اتفاق رأس المال مع هذه الأنشطة.

¹ - أنظر كذلك أحكام المادة رقم 133 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، مرجع سابق.

- بيان بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين وخبراتهم على النحو الذي يحدده قرار مجلس إدارة الهيئة.

- بيان يثبت حسن سمعة المؤسسين وأعضاء مجلس الإدارة والمديرين وعدم صدور أحكام قضائية ضدهم.

- ما يفيد سداد رسم الترخيص.

- ما يفيد أداء قيمة التأمين.

- ما يفيد قيام شركات الوساطة بالتأمين ضد المسؤولية على الخسائر أو الأضرار التي تصيب عملائها بسبب خطأ الشركة.

هذا بالإضافة إلى ما ورد في القرار رقم 49 لسنة 2006 بشأن الترخيص للشركات السمسرة بمباشرة النشاط، على غرار تقديم ملف يتضمن بيان بأدلة وإجراءات العمل بالشركة في جميع مجالات التشغيل اللازمة لمباشرة الشركة نشاطها، والوفاء بالالتزاماتها قبل العملاء والغير، تقديم خطة واضحة لأعمال وأهداف الشركة، بيان بالهيكل التنظيمي للشركة بمركزها وفروعها.

- تقديم تعهد مكتوب موقع من كل من رئيس مجلس إدارة، أو العضو المنتدب لها يتضمن التزام الشركة - بعد الحصول على الترخيص - بالحد الأقصى لقيمة العمليات التي يقوم بها، والالتزام بدفع التأمين وذلك على النحو الوارد في المادة 126 من اللائحة، وغيرها من الوثائق الأخرى بما فيها تلك المذكورة سابقا ضمن أحكام اللائحة التنفيذية.

بالإضافة إلى شرط آخر والمتمثل في تقديم خطة عمل الشركة، وتقديراتها بشأن حجم نشاطها، وعدد الفروع المزمع ترخيصها في ضوء دراسة احتياجات السوق والخدمات المقدمة به¹.

كما نصت المادة 141 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال على بعض البيانات الإضافية التي يتوجب على الصندوق عند التقدم بطلب الترخيص أن يوافي بها الهيئة، في حين

¹ - المادة رقم 1/3 من قرار مجلس إدارة الهيئة للرقابة المالية المصري بشأن قواعد تنظيم الترخيص لنشاط السمسرة في الأوراق المالية، مرجع سابق.

بينت المادة 172 من اللائحة نفسها البيانات التي يجب على البنوك وشركات التأمين التي تنوي ممارسة نشاط صناديق الاستثمار، أن ترفقها مع طلب الترخيص إلى هيئة السوق.

الملاحظ أنه بمقارنة الملف الذي تشترطه هيئة السوق المالي المصري، وبالخصوص ما جاء ضمن القرار رقم 49 السالف الذكر، يتضح أن المشرع المصري كان أكثر صرامة من المشرع الجزائري بشأن الملف المطلوب إيداعه للحصول على الاعتماد، وهذا أمر منطقي بالنظر إلى الخبرة التي تتمتع بها هيئة السوق المالية المصرية مقارنة بنظيرتها الجزائرية حديثة العهد بهذا النشاط من جهة، وبالمقابل يمكن اعتبار ذلك بمثابة تساهل من لجنة ت. ع. ب. م، لاستدراج شركات الوساطة.

ومن جانبه المشرع الأردني أورد في نص المادة 5 من نظام ترخيص واعتماد الخدمات المالية في هيئة الأوراق المالية الأردنية رقم 17 لسنة 2018، بأن تقديم طلب الترخيص لمزاولة أي من النشاطات المشار إليها في الفقرة (ب) من المادة 3 من هذا النظام يكون خطياً على النموذج المعد لهذه الغاية موقعا من مقدمه، مع التعهد بصحة المعلومات الواردة فيه، ويكون مبيناً فيه أو مرفقاً بما يلي:

- اسم مقدم طلب الترخيص وعنوانه ومواقعه وفروعه إن وجدت.
- نوع الشركة ورقم وتاريخ تسجيلها لدى مراقب الشركات، إضافة إلى شهادة تسجيل يبين فيها أسماء الموظفين والمسيرين، ونسخة من نماذج توقيعهم.
- عقد التأسيس والنظام الأساسي.
- عمل مقدم الطلب مدة ممارسته.
- بيان عدم صدور أي حكم قضائي بسبب جنائية أو جنحة مخلة بالشرف والأخلاق العامة، أو شهر الإفلاس.
- أسماء المالكين للشركة، وحصص كل منهم بالنسبة للشركات ذات المسؤولية المحدودة، أو اسم كل من يملك 5 % إذا كانت شركة مساهمة.
- البيانات المالية المطلوبة في تاريخ لا يتجاوز ثلاثة أشهر قبل تاريخ تقديم الطلب، مدققة من قبل محاسب، مع ذكر اسم مدقق حسابات الشركة وعنوانه.

- خطة عمل الشركة، مع قائمة الخدمات المراد تقديمها.
 - الأسس العامة لاحتساب العمولات للزبائن.
 - بيان يثبت تقديم مقدم الطلب رأس المال المطلوب في حساب الشركة لدى البنك.
 - تقديم نموذج عن اتفاقية التعامل، ونموذج عن فتح الحساب، ونماذج كشوف حساب العميل الدورية والكشوف التنظيمية اللازمة لسير العمل، ويجوز تقديم النماذج والكشوف بعد الحصول على الترخيص.
 - مع إعطاء مقدم الطلب الحرية في إضافة أي وثائق أخرى تعتبرها الهيئة ضرورية للنظر في طلب الترخيص. مع العلم أن تعليمات الترخيص والاعتماد لسنة 2005 قد أشارت إلى هذه الوثائق مسبقاً في نص المادة 7 منها.
- من خلال هذه الشروط يظهر مدى تطور بورصة عمان مقارنة بالبورصة الجزائرية، حيث تظهر هناك شروط لم يتناولها لا المشرع الجزائري ولا المصري على غرار شرط تقديم نموذج عن اتفاقية التعامل، ونموذج عن فتح الحساب، ونماذج كشوف حساب العميل، فهي شروط جديدة فعلا وتبين طرق تعامل الوسيط مع العملاء وكيفية تعاقدته معهم.
- وهناك تشريعات ومع أنها حديثة إلا أنها كانت جد متشددة في شروط وإجراءات الحصول على الاعتماد على غرار المشرع السعودي، حيث أورد في أحكام المادة 6/ج من لائحة الأشخاص المرخص لهم بأنه يتوجب تقديم طلب على نموذج الطلب الذي تحدده الهيئة، وأن يكون مصحوباً بالمعلومات والمستندات المطلوبة في الملحق (1/3) وهي كالاتي:
- يجب على مقدم الطلب تقديم قائمة تضم جميع الأشخاص المسيطرين عليه، ومعلومات عنهم وعن ملكيته، نزاهته، وضعه النظامي، سجل أعماله، وسلامة مركزه المالي.
 - قائمة بجميع الأشخاص الذين يرتبط بهم مقدم الطلب، ومعلومات عن كل شخص، نزاهته، وضعه النظامي، وسجل أعماله، وسلامة مركزه المالي.
 - قرار من جهازه الإداري بالصيغة التي تحددها الهيئة متضمناً موافقته على الطلب ومحتوياته، يقر فيه بدقة واكتمال المعلومات التي يحتوي عليها والمستندات المرفقة به.

- قائمة الأعمال المقترح ممارستها تتضمن تفاصيل كاملة عن جميع الأوراق المالية، جميع الخدمات التي يقترح مقدم الطلب تقديمها لكل نشاط، مع جدول حسب النموذج المحدد، في الملحق 1/3 من اللائحة.

- خطة العمل مفصلة حسب ماتحدده الهيئة في الملحق نفسه.

- تقديم قوائم مالية معدة ومعتمدة من المحاسب القانوني لمقدم الطلب وفقاً للمعايير الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، وفقاً للشكل الذي تحدده الهيئة.

- وثائق تثبت الوضع المالي الحالي والمتوقع لمقدم الطلب.

- قائمة بكل المسجلين لدى مقدم الطلب.

- تقديم الوثائق الخاصة بالنظم والإجراءات الرقابية الواردة في الملحق نفسه.

- تقديم دليل الإجراءات التشغيلية يتضمن كافة التفاصيل الإدارية التي يتم اتباعها أثناء عمله بخصوص فتح وتشغيل حسابات العملاء، تنفيذ الأوامر، توفير المشورة، وغيرها من الإجراءات.

- قائمة بالأتعاب والعمولات والرسوم والمصاريف الأخرى لتقديم الخدمات.

- نسخة من النظام الأساسي لمقدم الطلب.

- تقديم هيكل تنظيمي يبين الجهاز الإداري لمقدم الطلب.

وللإشارة بخصوص المستندات الواجب إرفاقها مع طلب الترخيص، والتي وردت ضمن اللائحة الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية، أنها جد متشددة مثل إلزام مقدم الطلب بتقديم قائمة بجميع الأشخاص الذين يرتبط بهم مقدم الطلب، تقديم قرار من جهازه الإداري لإثبات موافقته على ممارسة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية، على أن يكون هذا القرار بالصيغة التي تحددها الهيئة؛ ما يعنى عدم الثقة في الممثل القانوني، كأن يكون قد اتخذ قراراً انفرادياً دون الرجوع لمجلس الإدارة، بل الهيئة اشترطت تقديم القرار ذاته الصادر عن مجلس إدارة الوسيط وبالصيغة التي تحددها هي.

كما يمكن الإشارة أن هناك مبالغة وتكرار في الوثائق المراد تقديمها من طرف مقدم الطلب، وهو ما يؤكد نقص الخبرة لدى هيئة السوق المالية السعودية.

في حين إذا رجعنا إلى التشريع الفرنسي بخصوص تقديم طلب الاعتماد من قبل مقدمي خدمات الاستثمار وهيئات الائتمان في سوق الأوراق المالية الفرنسي، فقد ورد في منشور لجنة المؤسسات الائتمانية وشركات الاستثمار (CECEI)¹ الفرنسية لسنة 2007، أنه يشترط على مقدم طلب الاعتماد، أن يكون طلبه على النموذج المحدد من قبل الهيئة السالفة الذكر، متضمناً توقيع، مع ملء البيانات المبينة فيه والمتعلقة بـ :

- تسمية الشركة المطلوب الترخيص لها.
 - الشخص المكلف بتحضير ملف الاعتماد.
 - المسؤول على طلب الاعتماد.
 - طبيعة طلب الاعتماد.
 - جملة من الوثائق تبين هوية الشركة على غرار بيان رأسمالها، التعريف بالمسييرين إلخ ...
 - برنامج نشاط الشركة.
 - بيان عناصر تسيير ورقابة الشركة.
 - معلومات يتعين أن يقدمها مقدمو رأس مال المؤسسة الائتمانية، أو شركة الاستثمارية.
 - معلومات يتعين أن يقدمها مسيرو المؤسسة الائتمانية أو الشركة الاستثمارية.
- كما تضمن المنشور مجموعة من الملاحق أهمها:
- الملحق الثاني ويتعلق بقائمة الوثائق التي توجب إرفاقها بملف الاعتماد.

¹ - Le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

- أما الرابع فيتعلق بالخطاب الذي يتوجب إرساله من قبل حاملي رأس المال¹.

- أما الخامس فيتعلق بالخطاب الذي يتوجب إرساله من قبل المسيرين.

بالإضافة إلى الوثائق المطلوب إرفاقها بملف الاعتماد وهي:

1- المستندات المتعلقة بالتعهد الذي يقدم بشأنه طلب الترخيص²:

• إذا كانت الشركة قد تم إنشاءها:

- النظام القانوني ومشروع التعديل

- مقتطف من Kbis

- مخطط تنظيمي مفصل.

- الميزانيات الثلاثة الأخيرة مصادق عليها من قبل محافظي الحسابات القانونيين.

- الملحق الأول للتعليمات رقم 02-2006 الصادر عن اللجنة المصرفية بشأن تعيين محافظي الحسابات

• إذا كانت الشركة قيد الإنشاء:

- مشروع النظام القانوني.

- مخطط تنظيمي مفصل.

- الملحق الأول للتعليمات رقم 02-2006 الصادرة عن اللجنة المصرفية بشأن تعيين مراجعي حسابات قانونيين.

2- الوثائق المتعلقة بالمساهمين في رأس المال:

- للأشخاص الطبيعيين: نسخة أو نسخة ممسوحة ضوئياً من وثيقة هوية.

¹ - Voir le DOSSIER d'AGREMENT des prestataires de service d'investissement sur le site Web du Comité des établissements de crédit et des sociétés d'investissement : <http://www.cecei.org>, visite le 13/02/2019.

² - site web précité de la cecei.

- للأشخاص الاعتباريين: حسابات الشركة للسنوات المالية الثلاث الأخيرة التي صدق عليها من طرف محافظي الحسابات

- الإعلان الذي أعده المساهمون برأس المال ليصبحوا شركاء بالاسم أو ليحققوا، بشكل مباشر أو غير مباشر، ما لا يقل عن 10 في المائة من حقوق التصويت أو رأس مال المؤسسة، بشأن النموذج المبين في الملحق الرابع.

3- الوثائق المتعلقة بالمسييرين:

وثائق تقدم من قبل المسييرين وفقا للمادة في المادة L.511-13 أو L.532-2:

وتتمثل في ملفين:

• ملف كامل ويتضمن:

- استبيان كامل وموقع.

- نسخة أو نسخة ممسوحة ضوئيا من وثيقة الهوية

- السيرة الذاتية باللغة الفرنسية، جديدة ومؤرخة.

- مستخلص من محاضر هيئة اتخاذ القرار، يبين نطاق صلاحيات الموظف صاحب القرار.

- بالنسبة للأشخاص الذين لم يكونوا مقيمين في فرنسا منذ ثلاث سنوات على الأقل، شهادة السوابق العدلية، منشأها السلطة المختصة في البلد الذي كان مقيما فيه سابقا، بما في ذلك تعيين السلطة الموقعة والبلد المعني.

• ملف أخف:

- رسالة موقعة من الموظف المسؤول على ورقة موجهة إلى محافظ مصرف فرنسا، رئيس لجنة المؤسسات الائتمانية وشركات الاستثمار، وضعت وفقا للنموذج المبين في الملحق الخامس.

- السيرة الذاتية بالفرنسية، جديدة ومؤرخة.

- مستخلص من محاضر هيئة اتخاذ القرار، يبين نطاق صلاحيات الموظف صاحب القرار.
- بالنسبة للأشخاص الذين لم يكونوا مقيمين في فرنسا منذ ثلاث سنوات على الأقل، شهادة السوابق العدلية، منشأها السلطة المختصة في البلد الذي كان مقيماً فيه سابقاً، بما في ذلك تعيين السلطة الموقعة والبلد المعني¹.

باستقراء هذه الإجراءات والشروط تتضح خبرة المشرع الفرنسي في ضمان الحماية الجيدة للسوق والحفاظ على سمعتها، من أشخاص قد يلجأون إليها دون أن تكون لهم إمكانيات في مستوى تطلعات السوق، لذا إهتم المشرع الفرنسي بحماية البورصة من الشركات غير القادرة على تقديم خدمات جيدة بموجب هذه الشروط والإجراءات المشددة. ولذلك فلا داعي لمقارنة ما وضعته التشريعات العربية من إجراءات وشروط مع ما استلزمه المشرع الفرنسي، وأن لكل سوق متعاملها.

الفرع الثاني: تقدير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مؤهلات الوسيط لمنحه الاعتماد.

بعد تلقي لجنة ت.ع.ب.م استمارة طلب الاعتماد مرفقة بالملف المحدد من قبلها، تقوم بدراسته بهدف تقدير الضمانات المقدمة من قبل الوسيط المرشح للاعتماد، والمتمثلة في الشروط السالفة الذكر (شكل الشركة، حدود الملاءة المالية ومختلف الضمانات الواجب تقديمها لضمان سلامة العمليات وأمن العملاء، المقر الاجتماعي، الوسائل التقنية). كما يمكن للجنة أن تطلب تقديم أي معلومات أخرى تراها مهمة في ملف الاعتماد. وتجدر الإشارة بهذا الصدد أن لجنة ت.ع.ب.م مقيدة بالشروط القانونية والتنظيمية المحددة مسبقاً، فليس بوسعها إضافة شروط أخرى من أجل منح أو الحصول على الاعتماد².

وتبدي اللجنة رأيها حول طلب الاعتماد خلال مدة لا تتجاوز شهرين ابتداءً من تاريخ استلام الطلب³، وهذا وفقاً لنص المادة 11 من النظام السابق رقم 03/96.

¹ -site web précité de la cecei.

² - أيت ملود فاتح، مرجع سابق، ص 370.

³ - بالمقابل تبث هيئة الأوراق المالية الكويتية في طلب الترخيص خلال أجل 90 يوماً من تاريخ استلامها الطلب، وهي مدة جد طويلة، وهذا وفقاً لما جاء في نص المادة 1-9 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الكويتي، مرجع سابق.

في حين لم يشر النظام 01/15 إلى المدة الزمنية التي يتوجب على لجنة البورصة الرد خلالها على مقدم الطلب، وهو ما يعتبر سهواً من جانب لجنة البورصة الجزائرية، يتوجب تداركه، كحق من حقوق الوسيط المالي، فلا يعقل أن يبقى مقدم الطلب ينتظر مدة زمنية أطول، دون النظر في الطلب بالقبول أو الرفض، مما قد يفوت عليه فرصاً للاستثمار في أي مجال آخر.

وفي حالة رفضها طلب الاعتماد تقوم بإبلاغ المعني بالرفض وسببه، ويحتفظ مقدم الطلب بحقه كاملاً في الطعن طبقاً للتشريع المعمول به في ذلك، حيث تنص المادة رقم 9 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بأنه: " في حالة رفض الاعتماد أو تحديد مجاله، يجب أن يكون قرار اللجنة معللاً. يجوز لطالب الاعتماد أن يرفع طعناً بالإلغاء ضد قرار اللجنة أمام مجلس الدولة في أجل شهر واحد من تاريخ تبليغ قرار اللجنة".

الملاحظ أن النظام 01/15 لم يشر إلى حالة رفض الطلب من قبل اللجنة، ولا إلى الجهة التي يتم الطعن أمامها والمدة القانونية للطعن، وهذا خلافاً للنظام 03/96 الذي بين ذلك، وحيث أن النظام الجديد جاء لتدارك الهفوات والنقائص فحدث العكس، أم أنه اكتفى بما نصت عليه المادة 9 أعلاه من المرسوم التشريعي، ولذا يتوجب على اللجنة تدارك هذه الهفوات.

وتجدر الإشارة أن المشرع الجزائري بصدد تحديد الجهة القضائية المختصة، التي يتوجب الطعن أمامها في قرارات لجنة ت.ع.ب.م بموجب نص المادة 9 أعلاه، قد أخذ من جهة بالمعيار العضوي، باعتبار أن القرار موضوع الطعن في هذه الحالة صادر عن سلطة إدارية مستقلة¹، وهذا طبقاً لأحكام المادة 09 من القانون العضوي رقم 01/98 المتعلق باختصاصات مجلس الدولة وتنظيمه وعمله²، والمادة 901 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية، ومن جهة

¹ - قراري مجدوب، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي (لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وسلطة الضبط للبريد والمواصلات أنموذجين)، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، تخصص القانون العام، جامعة أوبكر بلقايد- تلمسان، 2010 ص 161. كذلك صونية نادية مواسة، رقابة مجلس الدولة على مشروعية قرارات السلطات الإدارية المستقلة في التشريع الجزائري، مجلة حوليات جامعة الجزائر 1، المجلد 34، العدد 2، 2020، ص 194.

² - الجريدة الرسمية، العدد 37، الصادرة في 1998/06/01.

أخرى أخذ بالمعيار الموضوعي كون سبب الطعن هو قرار إداري يتعلق برفض الاعتماد، وعلى أساس هذين المعيارين تم إسناد الاختصاص بالنظر في هذا النوع من الطعون لمجلس الدولة¹.

كما حددت المادة سالفه الذكر المدة الزمنية التي يتوجب الطعن خلالها أمام مجلس الدولة، من قبل صاحب الطلب المرفوض من جهة لجنة البورصة، والمقدرة بـ 30 يوماً من تاريخ تبليغه قرار الرفض، على أن يكون البث فيه من قبل مجلس الدولة خلال 90 يوماً من تاريخ تسجيل الطعن في قرار الرفض على مستوى المجلس².

أما إذا رأت اللجنة أن الملف المرفق بالطلب يستوفي كافة الشروط المنصوص عليها ضمن أحكام قانون بورصة القيم المنقولة والأنظمة: 01/15، 01/97، 04/03، والتعليمتين: 02/16، 03/16، بما في ذلك أحكام القانون التجاري، فإنها تقوم بمنح اعتماد مؤقت لمقدم الطلب تطبيقاً لما جاء في أحكام المادة 10 وكذلك المادة 4/11 من النظام 01/15 والتي نصت بأنه: " في حالة موافقة اللجنة على طلب الاعتماد، تبلغ للمعني بالأمر قرار اعتماد مؤقت"، مع تحديد مدة الاعتماد في هذه الحالة بالنسبة للشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لمزاولة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية والمقدرة بـ: 12 شهراً، وهذا حسب ما ورد في الفقرة الأولى من نص المادة الأخيرة.

وتجدر الإشارة هنا أن الاعتماد لا يكون نهائياً إلا بعد اكتتاب أو شراء حصة في رأس مال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة³، وهذا طبعاً بعد أن يقوم بإتمام الملف بالوثائق

¹ - إبتسام صولي، الرقابة القضائية على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، العدد الحادي عشر، 2018، ص 265. كذلك صونية نادية مواسة، مرجع سابق، ص 195.

- ومن صور رقابة القضاء الإداري على قرارات الهيئة العامة لسوق رأس المال المصري إلغاء قرار هذه الأخير من قبل محكمة القضاء الإداري القاضي بشطب قيد ممثل لشركة السمسرة. ولالإطلاع أكثر يراجع في ذلك محمد صلاح عبد الله أبو رجب، طارق جمعة السيد راشد، دور القضاء الإداري في ترسيخ مبدأ الشفافية في أسواق المال - دراسة تحليلية في ضوء أحكام مجلس الدولة المصري، ملحق خاص بأبحاث المؤتمر السنوي الثالث المتعلق بالحوكمة والتنظيم القانوني لأسواق المال، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، السنة الرابعة، ماي 2016، ص ص 605، 606.

² - إبتسام صولي، مرجع سابق، ص 265.

³ - حيث نصت المادة 17 من المرسوم التشريعي 10/93، السالف الذكر بأنه: " لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتماداً فعلياً إلا بعد أن يفتني الوسيط أو يكتتب قسطاً من رأسمال شركة بورصة القيم".

المطلوبة من اللجنة¹، حيث نصت المادة 13 من النظام نفسه 01/15 بأنه: " لا يصبح الاعتماد فعلياً إلا إذا اكتتب الوسيط في عمليات البورصة في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة حسب الشروط المحددة من طرف اللجنة"، مع العلم أن الوسيط قد اكتتب أو اشترى مسبقاً حصة في رأسمال شركة تسيير البورصة حسب ما ورد ذكره حول أحكام المادة 9 من النظام نفسه ، وهذا كإجراء ضروري ويفرق ذلك البيان مع الطلب وإلا يكون سبباً في رفض الطلب، علماً أن المادتين 9 و13 من النظام الملغى 03/96 قد وقعتا في الإشكال نفسه.

غير أن اللجنة تداركت ذلك بموجب نص المادة 8 من التعلية 01/97، حين اشترطت تقديم ما يبرر وليس الاكتتاب أو الشراء من جديد باعتبار الإجراء قد وقع مسبقاً وهو التعبير الأصح²، بنصها على أنه: " لا يصبح الاعتماد نهائياً إلا بعد تقديم الوسيط في عمليات البورصة ما يبرر أمام اللجنة اقتنائه حصة في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وفقاً للشروط المحددة من قبل اللجنة".

أما التعلية 03/16³ فقد كررت الأحكام نفسها الواردة في المادتين 9 و 13 من النظام 01/15.

ولهذا يستحسن إعادة النظر في هذه الأحكام من قبل لجنة البورصة، فلا يعقل أن يصدر نظام أو تعلية جديدة لتوضيح أو استدراك ما ظهر من نقائص ضمن الأحكام التي كانت قبلها، في حين تأتي هذه النصوص البديلة بأحكام متناقضة، فإن ذلك يمس بمصداقيتها. إذا من خلال ما سبق يمكن القول أن الوسيط لا يمكنه مزولة نشاطه بموجب الاعتماد المؤقت، وإنما يعد ذلك كإشعار من اللجنة بأن ملفه مقبول مبدئياً، وما عليه إلا الإسراع في استكمال وثائق الملف للحصول على الاعتماد النهائي حتى يتمكن من البدء في ممارسة نشاطه.

¹ - المادة 3/11 من النظام 01/15، مرجع سابق.

² - Art. 8. — " L'agrément ne devient définitif que lorsque l'intermédiaire en opérations de bourse aura justifié auprès de la commission de la détention d'une part du capital de la société de gestion de la bourse des valeurs mobilières, conformément aux conditions fixées par la commission", L'instruction COSOB n 97/01, op.cit.

³ - Article 2." ... b. Lors du dépôt de la demande de l'agrément provisoire : 2. la souscription ou l'acquisition d'une part du capital de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs ...", Instruction COSOB n° 16-03,op.cit.

كما يمكن للجنة أن تمنح للوسيط اعتماداً محدوداً أو جزئياً¹، وهو بذلك يعد بمثابة رفض جزئي أو محدود² لبعض الأنشطة المراد مزاولتها من قبل الوسيط والتي قدم من أجلها طلب الاعتماد.

على أن تلتزم اللجنة وفقاً لنص المادة 9 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم بتعليل ذلك، ولمقدم الطلب حق الطعن في أجل شهر من تبليغه القرار، في حين أن قرار الاعتماد يكون موضوع قرار ينشر من قبل اللجنة في النشرة الرسمية³.

وتجدر الإشارة أن عدد الوسطاء الماليين المعتمدين في بورصة الجزائر هو تسعة (09)، يتمثلون في البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية *BADR*، وبنك التنمية المحلية *BDL*، وبنك الجزائر الخارجي *BEA*، والبنك الوطني الجزائري *BNA*، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك *CNEP-Banque*، والقرض الشعبي الجزائري *CPA*، والبنكين الخاصين بي ان بي باريبا الجزائر *BNP Paribas El djazair*، *Société Générale Algérie*، وشركة خاصة *Tell Markets*⁴، وهو عدد قليل جداً مقارنة بعدد الوسطاء الماليين في التشريعات محل مقارنة، حيث يصل مثلا عدد شركات الوساطة في البورصة المصرية إلى 142 شركة⁵، مما يدل على ضعف نشاط بورصة الجزائر، مع سيطرة البنوك العمومية فيها على هذا النشاط.

أما بخصوص اعتماد هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وكما تم ذكره مسبقاً ضمن شروط التأسيس، فإنه لا يمكن تأسيسها إلا بعد اعتماد اللجنة مسبقاً لقوانينها الأساسية، وفقاً لأحكام المادتين 6 و 18 من الأمر 08/96 السالف الذكر، على أن يكون رد اللجنة بالرفض أو قبول الاعتماد بموجب رسالة مسجلة مع وصل استلام في مدة لا تتجاوز 60 يوماً

¹ - إذ تنص المادة رقم 12 من النظام 01/15 بأنه: " بإمكان اللجنة تحديد نشاطات الوسيط في عمليات البورصة بصفة مؤقتة إذا اعتبرت أن العناصر والوسائل المقدمة في الملف غير كافية لممارسة كل النشاطات المطلوب من أجلها الاعتماد".

² - la " COSOB" peu limiter les activités de l'intermédiaire en opérations de bourse lorsque le dossier de demande d'agrément qui lui est soumis laisse apparaitre que l'intermédiaire n'est pas en mesure d'exercer convenablement et pleinement toutes les activités pour lesquelles il sollicite l'agrément. On peut considerer qu'un agrément limité est un " **refus limité**", Monsori Mansour, *la bourse des valeurs mobilières d'alger*, editions dar houma, alger, 2005, p 50.

³ - المادة رقم 2/14 من النظام 01/15، مرجع سابق.

⁴ - الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة: <http://www.sgbv.dz> تاريخ الزيارة 2019/12/10.

⁵ - الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية: <https://www.egx.com.eg> ، تاريخ الزيارة 2019/12/10.

من تاريخ إيداع الملف الكامل¹، وهذا خلافا لما سبق ذكره بالنسبة للشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لممارسة نشاط الوساطة وكذلك البنوك. في حين بالنسبة للأحكام القانونية السابق العمل بها ضمن إجراءات الاعتماد فهي نفسها التي تسري هنا².

أما في التشريع المصري فقد نصت المادة 28 قانون سوق رأس المال بأنه تصدر الهيئة قرارها بالبت في طلب الترخيص خلال ستين يوماً على الأكثر من تاريخ تقديم الأوراق المستوفاة إليها، وفي حالة رفض الطلب يجب أن يكون القرار مسبباً، مع إخطار أصحاب الشأن بالقرار خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ صدوره³، ويكون التظلم منه أمام لجنة التظلمات المنصوص عليها في الباب الخامس من هذا القانون، خلال أجل خمسة عشر يوماً من تاريخ العلم بقرار الرفض، ويشترط أن يرفق التظلم بما يثبت ذلك من وثائق، على أن يتم البت في التظلم خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ تقديمه، على أن يكون قرار اللجنة بالبت فيه نهائياً ونافاً، ولا تقبل دعوى إلغاء قرار الرفض بالترخيص قبل التظلم منه⁴.

الملاحظ من خلال هذه الإجراءات والمواعيد أن المشرع المصري أكثر حنكة، إذ أنه ألزم هيئة السوق كذلك بأجل للرد على طلبات الترخيص، وهي مدة مقبولة، ولم يترك لها المجال الزمني مفتوحاً، لأنها تتعامل مع شركات استثمارية، بحيث لا يجوز التباطؤ في الرد عليها حتى لا تُفوتَ عليها فرص استثمارية أخرى، إن أرادت تغيير مجال النشاط الاستثماري.

كما أنه ينص على إجراء التظلم أمام لجنة متخصصة لم يعتمدها المشرع الجزائري، وهي فرصة لريح الوقت باعتبار أن دعوى الإلغاء تتطلب وقتاً أطول، بالإضافة إلى إعطاء فرصة أخرى لهيئة السوق للنظر في قراراتها.

وتجدر الإشارة أن موافقة هيئة السوق على طلبات الترخيص لمزاولة نشاط الوساطة في سوق رأس المال المصري متوقف على حاجة السوق⁵، مما يعني أنه حتى في حالة توفر

¹ - المادة رقم 8 من النظام 04/97 المؤرخ في 25 نوفمبر 1997، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، ج ر، العدد 87، الصادرة في 29 ديسمبر، 1997.

² - أنظر أحكام المادتين 6 و18 من الأمر رقم 08/96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، مرجع سابق.

³ - أنظر كذلك المادة رقم 136 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، مرجع سابق.

⁴ - المادة رقم 127 من اللائحة نفسها.

⁵ - نصت المادة 127/3 من اللائحة نفسها بأنه: " تكون الموافقة في ضوء حاجة سوق رأس المال للنشاط المطلوب الترخيص به أو تأسيس الشركة لمباشرته".

الشروط السابق ذكرها في مقدم طلب الترخيص يمكن للهيئة أن ترفض الطلب، وهذا الإجراء حتى وإن لم ينص عليه المشرع الجزائري، فإن للجنة البورصة الصلاحية التامة في تقرير رفض طلب الترخيص بالرغم من توفر الشروط اللازمة لذلك، وهذا متى توصلت اللجنة إلى استيفاء العدد المطلوب من الوسطاء، لتغطية طلبات السوق، وإن كان الوضع في بورصة الجزائر غير ذلك، إذ أن عدد الوسطاء محدود جداً.

وللإشارة أن الحكم الأخير المشار إليه في التشريع المصري، قد أخذت به تشريعات أخرى على غرار المشرع الكويتي، حيث تحدد لجنة السوق الكويتي للأوراق المالية عدد الوسطاء من حين لآخر حسب حاجة السوق، وعلى خلاف القانون المصري فإن القرارات التي تصدرها لجنة سوق الكويت بقبول أو رفض طلبات الترخيص نهائية وغير مسببة، ولا يجوز للشركة التي يرفض طلبها أن تجده قبل مضي سنة على الأقل من تاريخ إخطارها بقرار الرفض¹.

في حين أورد المشرع الأردني في نص المادة 47 من قانون الأوراق المالية؛ بأنه يحظر على أي شخص مزاوله الأعمال المتعلقة بالأوراق المالية المذكورة في المادة، إلا بعد الحصول على ترخيص من المجلس².

كما نصت المادة رقم المادة 9/ أ من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 الأردنية، بأن لهيئة السوق الحق في طلب أي معلومات أو بيانات إضافية من مقدم الطلب، وذلك حسب ما تراه لازماً للتأكد من سمعته، وجاء ضمن الفقرة (د) بأنه: " يعتبر طلب الترخيص لاغياً إذا لم يقدم مقدم الطلب باستكمال تزويد الهيئة بالبيانات المطلوبة خلال ستة أشهر من تاريخ تقديم الطلب".

في حين المادة 48/هـ من القانون نفسه تنص بأنه: " يصدر المجلس قراره بمنح الترخيص أو الاعتماد أو رفض أي منهما خلال ستين يوماً من تاريخ تقديم الطلب للهيئة

¹ المادة 1- 10 من الكتاب الخامس المتعلق بأنشطة الأوراق المالية والأشخاص المسجلون، من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 وتعديلاته المتعلق بإنشاء سوق رأس المال الكويتي، الصادرة بموجب القرار رقم 72 لسنة 2015.

² وهو ما نصت عليه كذلك المادة رقم 3/أ من النظام رقم 17 لسنة 2018، مرجع سابق.

مستكملاً للشروط والمتطلبات"¹، والملاحظ في التشريع الأردني وفقاً لنص المادة 10/أ من التعليمات السابقة أن الرخصة الممنوحة بموجب هذه التعليمات تنتهي في آخر يوم من كل سنة، ولذلك يتوجب على الوسيط تقديم طلب لتجديد الرخصة قبل ثلاثين يوماً من من بداية السنة الجديدة، وإلا اعتبر طلباً جديداً.

وبغض النظر عن التشريعات محل المقارنة فقد ورد في أحكام نظام السوق المالية السعودي، بأن الهيئة تقوم بمنح الترخيص خلال 30 يوماً من تاريخ استلامها المستندات التي تتطلبها القواعد التي تصدرها الهيئة، والتي تثبت استيفاء مقدم الطلب للشروط والمتطلبات اللازمة للحصول على ترخيص للعمل كوسيط أو وكيل للوسيط ويجب أن تحدد مدة سريان الترخيص².

كما ورد في أحكام لائحة الأشخاص المرخص لهم للعمل في سوق الأوراق المالية السعودي، أنه يجوز للهيئة عند دراسة أي طلب إجراء أي استقصاءات تراها مناسبة، أن تطلب تقديم أي معلومات إضافية تراها الهيئة ضرورية على أن تقدم خلال ثلاثون يوماً من تاريخ طلبها، أو أن تطلب حضور مقدم الطلب، أو ممثله أمام الهيئة للإجابة على أي أسئلة، وشرح أي مسألة ترى أن لها علاقة بالطلب. كما يجوز للهيئة أن ترفض دراسة طلب الترخيص في حال عدم قيام مقدم الطلب بتوفير المعلومات المطلوبة منه³.

من خلال هذه الأحكام يمكن القول أن المشرع السعودي نص على إجراءات ومبادئ لم تتطرق إليها التشريعات السابق ذكرها، على غرار الإجراء المتعلق بحضور مقدم الطلب أمام هيئة السوق، والذي يمكن اعتباره في صالح مقدم الطلب لإعطاء فرصة لتوضيح بعض الأمور التي لم تقتنع بها الهيئة، وكذلك مبدأ رفض دراسة طلب الترخيص.

تقوم الهيئة بعد استلامها للطلب بإشعار مقدمه كتابياً بذلك، وتصدر قرارها بالرفض مع بيان الأسباب، أو الموافقة على الطلب بالشروط التي تراها مناسبة أو الموافقة كلياً أو جزئياً،

¹ - كما نصت على ذلك المادة 9/ج من نفس التعليمات المذكورة أعلاه، والتي جاء فيها بأنه: " يصدر المجلس قراره بمنح الترخيص أو رفضه خلال ستين يوماً من تاريخ تقديم الطلب للهيئة مستكملاً للشروط والمتطلبات". بالمقابل تبث هيئة الأوراق المالية الكويتية في طلب الترخيص خلال أجل 90 يوماً من تاريخ استلامها الطلب، وهي مدة جد طويلة بالنظر لباقي التشريعات السالف ذكرها، وهذا وفقاً لما جاء في نص المادة 1-9 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الكويتي، مرجع سابق.

² - المادة رقم 33/أ من نظام السوق المالية السعودي، الموقع الإلكتروني لهيئة السوق المالية السعودية، مرجع سابق.

³ - المادة رقم 7/أ ، ب من لائحة الأشخاص المرخص لهم بناءً على نظام السوق المالية السعودي، الموقع الإلكتروني نفسه.

وذلك خلال أجل لا يتجاوز 30 يوماً من تاريخ الإشعار، بموجب قرار يبلغ كتابيا لمقدم الطلب¹.

أما بخصوص الطعن في قرار اللجنة فقد ورد في المادة 8 من اللائحة نفسها، أن لمقدم الطلب التظلم إلى اللجنة بشأن أي قرار، أو إجراء تتخذه الهيئة وفقاً لهذا الباب، دون توضيح إجراءات التظلم ولا مواعيد تقديم التظلم.

الملاحظ من خلال النصوص السابق دراستها، يمكن الإشارة أن من عيوب التشريعين الأردني والسعودي أن القواعد التي تنظم إجراءات الترخيص لمزاولة نشاط الوساطة تضمنتها نصوص قانونية متفرقة ومبعثرة، مما يعصب على الوسطاء الإلمام بها كاملة وبسهولة، وكذلك من ناحية دراستها، وهذا خلافاً لما عليه الحال في التشريع الجزائري، حيث أن القواعد المنظمة لهذا النشاط تضمنتها النصوص نفسها مما يسهل الإحاطة بها.

أما بخصوص المضمون يمكن القول أنه بالرغم من أن التشريع الجزائري يشترك مع غيره من التشريعات المقارنة في كثير من الجوانب المتعلقة بإجراءات التأهيل لمزاولة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية، ومع ذلك فإن هناك بعض النقاط التي يختلف فيها مع هذه التشريعات، وهي بمثابة هفوات يتوجب استدراكها لمسايرة التطورات التي تعرفها التشريعات البورصية المقارنة، على غرار الإشارة إلى المدة الزمنية التي يتوجب على لجنة البورصة أن ترد فيها على مقدم طلب الاعتماد، وعدم وتركها مفتوحة.

كذلك عدم الإشارة إلى حق مقدم الطلب في التظلم والإجراءات الواجب اتباعها في حالة اللجوء إليه، وهذا لإعطاء مصداقية أكثر للسوق المالية الجزائرية.

¹ - المادة 7 / ج، د، هـ، من لائحة الأشخاص المرخص لهم بناءً على نظام السوق المالية السعودي، الموقع الإلكتروني لهيئة السوق المالية السعودية، مرجع سابق.

الفصل الثاني:

نشاط الوسيط في بورصة الأوراق المالية

إن لوسيط بورصة الأوراق المالية نشاطات متعددة أوردتها المادة 7 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدلة والمتممة بموجب المادة 5 من القانون 04/03، والتي نصت بأنه: "يمكن الوسطاء في عمليات البورصة أن يمارسوا أساساً... النشاطات الآتية:

- التفاوض لحساب الغير.

- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة.

- التسيير الفردي للحافطة بموجب عقد مكتوب.

- تسيير حافطة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية.

- ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة.

- التفاوض للحساب الخاص.

- حفظ القيم النقولة وإدارتها.

- إرشاد المؤسسات في مجال هيكللة الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

غير أنه يمكن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، أن تحدد الاعتماد المقدم للوسيط في عمليات البورصة في جزء من النشاطات المذكورة أعلاه".

ويقابل هذا النص في التشريع المصري المادة 27 قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 المعدل والمتم، حيث يشتركان في بعض الأنشطة ويختلفان في أنشطة أخرى¹، كذلك المادة 47 من قانون الأوراق المالية الأردنية وفقاً لأحكام الفقرة 14 من المادة الثانية والمادة من

¹ - حيث تنص المادة بأنه: " تسري أحكام هذا الباب على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ويقصد بها الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من النشاطات التالية: (أ) ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية. (ب) الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراق مالية أو زسيادة رؤوس أموالها. (ج) رأس المال المخاطر. (د) المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية. (هـ) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار. (و) السمسرة في الأوراق المالية . ويجوز للوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية" وقد أكدت ذلك المادة 120 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال.

3 نظام ترخيص واعتماد الخدمات المالية في هيئة الأوراق المالية الأردنية رقم 17 لسنة 2018، والمادة 1-321 سالفه الذكر من قانون النقدي والمالي الفرنسي¹، وكذلك المادة 32 من نظام السوق المالية للمملكة العربية السعودية.

ويضيف نص المادة 1/2 من النظام 01/15 بأنه يمكن للجنة البورصة أن تحدد للوسطاء أنشطة أخرى، حيث أوردت في نهايتها بعد تعدادها لمهام الوسطاء الماليين قولها: "... أي نشاط آخر تحدده لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها...".

وأن ممارسة الوسيط المالي لهذه المهام لا يتم عشوائياً وإنما من خلال آليات تتمثل في عقود وساطة، تختلف بحسب طبيعة نشاط الوسيط المالي، ولا نجد لمثل هذه العقود تنظيم في القواعد العامة (قانون مدني، قانون تجاري)، سواء في التشريع الجزائري ولا في التشريعات محل مقارنة، لذلك تعد العقود التي يبرمها الوسيط المالي من العقود غير المسماة، وهذا ما يجعل الوسيط المالي ينفرد بمركز قانوني يختلف عن غيره من المراكز القانونية المشابه له، وفقاً لما سبق بيانه.

ومن أبرز هذه العقود التي نص عليها قانون بورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري وبعض تشريعات الأسواق المالية محل مقارنة وأعطت لها تسمية خاصة، نجد عقد التفويض الوارد في المادة 13 من المرسوم التشريعي 10/93، وكذلك عقد اتفاقية فتح حساب الوارد في المادة 19، هذه الاتفاقية التي يبرمها الوسيط مع عملائه كتوكيل يسمح له بموجبه من التعامل بأسماء مفوضيه كلما تلقى من قبلهم أوامر، وتبرز هذه الآليات أكثر حين يمارس عمليات بيع أو شراء الأدوات المالية (التداول) لحساب زبائنه، وكذلك عقد تسيير حافظة القيم المنقولة لحساب الغير الوارد في المادة 23، والذي اصطلح عليه المشرع بعقد وكالة تسيير، وسيتم تفصيل هذه العقود باعتبارها الآليات الأساسية التي تحكم أهم أنشطة وسطاء بورصة الأوراق المالية حين التطرق لهذه الأنشطة.

وعليه فبالإستناد إلى الواقع العملي ومتطلبات دراسة هذه المهام المخولة لوسيط بورصة الأوراق المالية، يمكن تقسيم هذه الأنشطة وإجمالها في مرحلتين وهما:

¹ - راجع العنصر السابق المتعلق بتصنيف الوسطاء الماليين من حيث النشاط، ص 150 وما يليها.

المرحلة الأولى في السوق الأولى وتتعلق بعملية التوريق¹ كما يصطلح عليها الاقتصاديون، أي اللجوء إلى إصدار الأوراق المالية، سواء عن طريق الاكتتاب المغلق أو الاكتتاب العام وما تتطلبه هذه المرحلة من نشاطات مكملة ترتبط بها، بحيث تعد ضرورية، كتوظيف تلك الأوراق المالية، بحثاً عن مكتبتين فيها، من خلال ما يعرف بنشاط السعي المصفاي كما اصطلح عليه المشرع الجزائري، ودور الوسيط في إرشاد ونصح العملاء في جميع المراحل؛ أي سواء في السوق الأولى أو الثانوي، وقيد الأوراق المالية في جداول البورصة، ثم تأتي بعدها المرحلة الثانية وتتم في السوق الثانوي، وتتعلق ببدأ التداول على تلك الأوراق المالية لحساب المدخرين، على أن تختتم في الأخير بعملية التسوية والمقاصة للمراكز القانونية الناشئة، وهذا على مستوى مركز المقاصة والتسوية، وما يترتب عنها من اكتساب لقيم منقولة، قد يحتاج أصحابها لإدارة وتسيير حافظة تلك القيم المنقولة.

وباعتبار أن النشاط الرئيسي بين كل هذه الأنشطة يتمثل في تداول الأوراق المالية لحساب العملاء، في حين تعد باقي الأنشطة ثانوية، وعليه سيجزء هذا الفصل إلى مبحثين، حيث سيتناول المبحث الأول دور الوسيط في عملية التوريق، بالتركيز على عملية الإصدار، توظيف القيم المنقولة وتقديم الإستشارة للعملاء، بالإضافة إلى عملية إدراج القيم المنقولة في بورصة الأوراق المالية، في حين يخصص المبحث الثاني لنشاطي تكوين وإدارة المحافظ المالية وعملية تداول الأوراق المالية في البورصة.

¹ - التوريق حسب التعريف الذي قدمه المشرع المصري، هو: " كل ما ينطبق على العمليات التي تزاولها شركات الوساطة المالية المتخصصة، التي تعرف (بشركات التوريق)، بعد أن تحال إليها الحقوق والمستحقات المالية الآجلة الدفع من قبل المؤسسة أو الشركة طالبة التوريق، وتصدر مقابلها سندات قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية"، اهداء باسم داود الخفاجي، عقد التوريق المصرفي (دراسة مقارنة)، أطروحة دكتوراه، كلية القانون، فرع القانون الخاص، جامعة كربلاء، 2015، ص 15. إذا فالتوريق في الاصطلاح هو: " تحويل حقوق مالية مستحقة متدفقة من مجموعة من الأصول مثل: القروض، العقارات، مستحقات بطاقات الائتمان وغيرها إلى أوراق مالية" وذلك عن طريق إصدار أوراق مالية معظمها تتشكل من سندات تضمنها هذه القروض أو المستحقات، محمد غزال، مرجع سابق، ص 52.

المبحث الأول: وسيط بورصة الأوراق المالية راعي مرحلة إصدار وقيد الأوراق المالية بالبورصة.

سبق القول بصدد أقسام الأسواق المالية، أن الوسيط المالي له دور فعال في مساعدة شركات الأعمال، حتى وهي في مرحلة إصدار أوراقها المالية – ما يعرف بسوق الإصدار أو السوق الأولي – وتوظيف تلك الإصدارات من خلال السعي المصنفي بحثاً عن مكتتبين فيها، وتقديم النصح والمشورة للعملاء، ولا يتوقف عند ذلك الحد، إذ يتولى كذلك مهمة إدراج تلك الأوراق المالية التي تم إصدارها في البورصة قصد الشروع في تداولها.

وبناءً على ما سبق ذكره ستمحور الدراسة ضمن هذا المبحث على بعض أنشطة وسيط ب.أ.م، بدءاً من مرحلة إصدار الأوراق المالية وما يرتبط بها، إلى غاية قيد الأوراق المالية في جداول البورصة.

المطلب الأول: تدخل الوسيط المالي في إصدار الأوراق المالية لشركات الأعمال.

إن لوسيط بورصة الأوراق المالية دور فعال في السوق الأولي، أو ما يعرف بسوق الإصدار، حيث يتوسط بين المصدر والمكتتب بهدف تسهيل العملية على الجهة المصدرة¹ (شركة المساهمة أو التوصية بالأسهم)، سواء في طور التأسيس أو حتى في حالة توسيع مشاريعها القائمة، وذلك من خلال زيادة رأس مالها، وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، وطرحها للاكتتاب العام عبر مؤسسة متخصصة² في هذا الشأن، هذه الأخيرة التي قد تكون إما شركات تجارية متخصصة في الوساطة المالية أو بنوك استثمار، وهذا ما تأكده الفقرة الثانية من المادة 27 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، بأنه: "يجب أن يتم الاكتتاب عن طريق أحد البنوك المرخص لها بقرار من الوزير بتلقي الاكتتاب أو عن طريق الشركات التي تنشأ لهذا الغرض أو الشركات التي يرخص لها بالتعامل في الأوراق المالية بعد موافقة الهيئة".

¹ - لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 43.

² - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص 37. كذلك حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، قسم الاقتصاد، جامعة الأزهر - غزة، فلسطين، 2010، ص 17.

كذلك المادة 7 / أ - 5 من تعليمات إصدار الأوراق المالية الأردنية لسنة 2005 السابقة الذكر، والتي تنص بأنه: "على البنوك التي يجري الاكتتاب لديها التأكد من صحة عمليات الاكتتاب وأهلية المكتتب وفقاً للوائح الرسمية"، كما تنص الفقرة ب1 أنه: "على الوسيط المشتري تسليم عميله نشرة الإصدار قبل قبول أمر الشراء"، والشئ نفس بالنسبة للمشرع السعودي الذي نص في المادة 4/32 من قانون السوق المالية السالف الذكر عندما عدد أنشطة الوسيط المالي، حيث جاء فيها بأنه: "يقوم بصفة تجارية بحيازة أو طرح الأوراق المالية للمصدر، أو لشخص مسيطر على ذلك المصدر".

وهذا ما أشار إليه المشرع الجزائري في نص المادة 6/7 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم بقوله: "ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة"، وقد أكدت ذلك لجنة البورصة من خلال نص المادة 1/2 - 6 من النظام 01/15، وهو ما يقصد به وفق الفقرتين 6 و 7 من النظام نفسه، إمكانية الوسيط المالي التعهد بضمان عملية الإصدار التي تقوم بها الشركة من خلال الاكتتاب، أو شراء حد أدنى للقيم المنقولة، أو المنتجات المالية المصدرة أو المعروضة للبيع.

وقد أبرزت المادة 46 النظام رقم 01/12 المعدل والمتمم للنظام 03/97 المتعلق بالنظام العام للبورصة، دور الوسيط المالي في الإصدار بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسط، حيث جاء فيها بأنه: "يجب أن تكون المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ذات نظام شركة أسهم كما يجب عليها تعيين مستشار مرافق لمدة (5) سنوات يدعى الراعي في البورصة ويكلف بمساعدتها أثناء إصدار سنداتها في تحضير عملية القبول والتأكد باستمرار من أنها تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في مجال الإعلام".

وتجدر الإشارة أن تدخل الوسيط المالي في سوق الإصدار¹، لا يكون إلا في حالة لجوء الجهة المصدرة للأوراق المالية لاعتماد أسلوب الإصدار غير المباشر؛ بمعنى أنه في حالة قيام الشركة نفسها بعملية بيع الأوراق المالية التي أصدرتها، من خلال الاتصال المباشر بالمشتريين، من أفراد أو مؤسسات مالية، وبيع تلك الأوراق لهم²، فإنها تكون بذلك قد استغنت عن المساعدة

¹ - المادة 46 النظام رقم 01/12، مرجع سابق.

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 70.

التي من المفترض أن تقدم لها من قبل الوسيط المالي، كمختص في هذا المجال، قادر على إفادة الشركات المصدرة بخبرته المهنية، كتسريع عملية التسويق مثلاً.

أما في حال اختيارها الأسلوب الأول، وذلك باعتمادها على الوسطاء في تولي مسؤولية الإصدار، وتغطية الاكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار، فإنها تستفيد غالباً من خدمة بنوك الاستثمار، أين يقوم أحد البنوك بشراء الأوراق المصدرة على أمل إعادة بيعها بسعر أعلى¹، حيث يتمثل ربح المصرف الوسيط في هذه الحالة في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع²، ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، وبين الجهة التي قررت إصدارها، فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة المالية، وكما يبدو فإن بنك الاستثمار لا يمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف، كما أن تمويله لشراء الإصدار – على النحو المشار إليه – لا يمثل استثماراً دائماً، بل هو استثمار مؤقت ينقضي بمجرد التخلص من الإصدار بالبيع³.

وقد جرت العادة أنه إذا ما كان حجم الإصدار كبيراً فإن بنك الاستثمار قد يدعو بعض بيوت الاستثمار الأخرى لتكوين رابطة لتغطية الإصدار واقتسام المخاطرة⁴، حيث يحقق ذلك جملة من المزايا مثل توزيع الخسارة في حالة انخفاض سعر الأوراق المالية، توزيع تكلفة شراء الأوراق المالية بين المشاركين، بيع الأوراق المالية لعدد كبير ونوعيات مختلفة من المستثمرين في وقت قصير⁵.

كما يمكن للوسيط أن يتعهد بتصريف حد أدنى من الكمية المقرر إصدارها فقط⁶، أو أن يقتصر تعهده على بدل أقصى جهد في بيع هذه الأوراق المالية دون أن يلتزم بتصريف قدر محدد مقابل عمولة معينة، وإذا لم يستطع تصريف الإصدار يقوم برده إلى الشركة المصدرة.

1 - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 39.

2 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 70.

3 - هندي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص 84.

4 - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 39.

5 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 62.

6 - هندي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص 87. كذلك مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 70،

وفي حالات أخرى قد يقتصر دور البنك على القيام بمهمة وكيل البيع، الذي يعرض الإصدار الجديد على حملة الأسهم الحاليين على أساس أنهم الأولى من غيرهم بشرائه¹، في حين أهم حالة تتمثل في بيع الإصدار للجمهور، أو لعملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه، ويبدأ التمهد لها مند التفكير في إصدار الورقة².

إن وظيفة بنوك الاستثمار لا تقتصر على ضمان تغطية الاكتتاب فقط، وإنما تقوم أيضاً على إعداد الدراسات الاستقصائية والتحليلية التي تسبق دائماً أي جهد تسويقي، فضلاً عن إبداء النصح والمشورة³ بشأن الورقة المالية المصدرة، سعرها، حجم الإصدار، توقيته⁴، ونحو ذلك من الأمور التي تسبق عادة الإصدار نفسه، كما يتولى كافة الإجراءات التنفيذية⁵، حتى يتم فعلاً تصريف الإصدار، بمعنى أن عملية الإصدار لا تكون منعزلة وإنما ترتبط بها وظيفة أخرى، وهي عملية توظيف الإصدارات، من خلال البحث عن مقتنين أو مكتتبين جدد للأوراق المالية المصدرة⁶ لحساب الشركات والهيئات التي تلجأ للإدخار العلني⁷.

كما يظهر الدور الاستشاري للوسيط في مجال توظيف القيم المنقولة أيضاً، بعدما رأيناه سابقاً أثناء التخطيط لعملية الإصدار، حيث يتمثل هذه المرة في الإرشاد وتقديم التوصيات للطرف المصدر، سواء بطلب منه أو بمبادرة شخصية من الوسيط ذاته، بشأن الصفقات المتعلقة بالإكتتاب في القيم المنقولة⁸.

¹ - عبد القادر أحمد محمد الصباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة: دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي، المركز العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2018، ص ص 352، 353.

² - هنيدي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص ص 87، 88.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 39.

⁴ - امر بن حاسين، مرجع سابق، ص 26.

⁵ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 73.

⁶ - العربي نعيمة، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة بن يوسف بن خدة- الجزائر، 2009، ص 56.

⁷ - المادة 2/2 من النظام 01/15، مرجع سابق.

⁸ - حيث ورد في الفقرة الأولى من المادة الأولى من النظام 01/15 بأنه: "... يمكن للوسيط في عمليات البورصة ممارسة نشاط واحد أو عدة نشاطات من النشاطات التالية:

- الاستشارة في مجال توظيف القيم المنقولة"، فيما تنص الفقرة الخامسة بأن: "الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة يتمثل في تقديم توصيات شخصية للطرف الآخر، سواء بطلب منه أو بمبادرة من الوسيط الذي يقدم الإرشاد سواء تعلق الأمر بصفقة واحدة أو عدة صفقات خاصة بالقيم المنقولة".

بالإضافة إلى أن هناك نشاط آخر بإمكان الوسيط المالي مزاولته، حيث يقترن هذا النشاط أيضاً بعملية الإصدار وهو نشاط السعي المصفاي¹ أي القيام بالدعاية والاتصال بالأشخاص وإعلامهم، والمتمثل حسب نص المادة 3/2 من النظام الملغى 03/96 في: " نشاط الشخص الذي يتصل عادة بالناس في منازلهم أو أماكن عملهم وكذا في الأماكن العمومية أو الذي يستعمل عادة المكالمات الهاتفية والرسائل والمناشير سواء قصد اقتراح اقتناء قيم منقولة أو بيعها، أو المساهمة في عمليات تتعلق بقيم منقولة سواء بغية تقديم خدمات أو إرشادات للغاية نفسها".

وهذا ما عبر عنه المشرع المصري في المادة 27 من قانون سوق رأس المال، والمادة 120 من لائحته التنفيذية لقانون سوق رأس المال، حين عدت نشاطات الشركات العاملة في الأوراق المالية ضمن الفقرة (أ) (بالترويج)، وقد وضحت المقصود بالنشاط المتعلق بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية المادة 121 بأنه: " تتضمن الأعمال المرتبطة بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية ما يأتي: 1- إدارة عمليات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية وجلب المستثمرين وما قد يتصل بذلك من نشر في وسائل الإعلام"، أما تغطية الإكتتاب فقد سبق التطرق إليها وما يتبعها من مخاطر قد يقبل تحملها الوسيط مقابل عمولة. كما نصت على ذلك المادة 4/32 من قانون السوق المالية للمملكة العربية السعودية بقولها: " يقدم بصفة تجارية عرضاً للآخرين للحصول على أصول مالية في صورة أوراق مالية...".

إذا فمن خلال ما سبق ذكره يمكن القول أن الأنشطة التي يقوم بها وسيط بورصة الأوراق المالية، والتي نصت عليها المادة 7 من القانون 04/03 ، وبينت المادة الثانية من النظام 01/15 مضمونها، أن معظمها أنشطة مترابطة ومتداخلة ببعضها البعض، بحيث يصعب التفريق بينها، ودراسة كل نشاط على حده، كما سبق ذكره بالنسبة لعمليتي الإصدار والتوظيف مثلاً، إذ لا يمكن أن نتحدث عن وظيفة إصدار القيم المنقولة دون السعي لتوظيف تلك الإصدارات من خلال البحث عن مكنتيين، أو شركات لشراء تلك الإصدارات، فمن غير

¹ - نصت المادة 3/2 من النظام 03/96 ، السابق الذكر، بأن: " الوسيط في عمليات البورصة ذي النشاط المحدود: كل وسيط يمارس إضافة إلى مهمة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة وبالمنتجات المالية الأخرى أحد النشاطات التالية أو العديد منها: ... القيام بسعي مصفاي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة أعلاه".

المنطقي أن تقوم شركة بإصدار قيم منقولة دون أن تفكر في توظيف قيمها أو أن تطلب من وسيط مالي ليقدم لها دراسة حول عملية الإصدار دون التخطيط لطريقة الاكتتاب في قيمها المنقولة بغرض توظيفها.

كما أن نشاط الوسيط المالي لا ينحصر في بورصة الأوراق المالية فقط، وإن كان ذلك الحيز هو مسرح أهم النشاطات التي تركز عليها هذه الدراسة، والتي يمارسها الوسيط المالي بشأن مختلف العمليات التي تتم على الأوراق المالية، وباعتبار أن عملية إصدارها هي أول خطوة تمر بها، ونظراً لتدخل الوسيط فيها، فكان لزاماً أن تعرج عليها هذه الدراسة.

وفي الأخير يمكن الإشارة إلى أن عملية إصدار الأوراق المالية كما سبق ذكره، قد تكون عند تأسيس الشركة لأول مرة، وهي مرحلة تخرج عن إطار البحث، في حين أن عملية إصدار الأوراق المالية بقصد زيادة رأس المال، من أجل التوسع في نشاطات الشركة، بالنسبة للشركات المدرجة في البورصة، فإن تدخل الوسيط المالي فيها يعد نشاطاً أصلياً له في بورصة الأوراق المالية.

المطلب الثاني: دور الوسيط المالي في إدراج المنشآت الاقتصادية في البورصة.

تعد بورصات الأوراق المالية في وقتنا الحاضر المحرك الأساسي لاقتصاديات الدول العظمى، بما تستقطبه من منشآت اقتصادية وهيئات حكومية... إلخ، قصد إدراج أوراقهم المالية طمعا في الحصول على التمويل اللازم للمشاريع الاقتصادية من قبل المدخرين.

فهي بذلك تعتبر من أهم عوامل التطور لما لها من قدرة على تعبئة المدخرات، وبالتالي حصول المنشآت الاقتصادية على ما تحتاجه من سيولة مالية متى استطاعت الدخول إلى البورصة.

غير أن هذه العملية مقيدة بشروط صارمة، لما يشوب النشاط في بورصة الأوراق المالية من مخاطر من جميع الجوانب، وبالأخص من جهة الشركات المصدرة للقيم المنقولة فيها، بالرغم من أهمية العمليات التي تؤديها، إذ قد يترتب عنها في كثير من الأحيان العديد من المخاطر يمكن أن تؤدي إلى أزمات اقتصادية ومالية كبيرة، وهنا يبرز الدور الفعال لوسيط ب. أ.م في مرافقة منشآت الأعمال أثناء عملية الدخول إلى البورصة، وقصد الوقوف على دور الوسيط في عملية الإدراج يتوجب التعرف على هذه الآلية، شروطها وإجراءاتها.

الفرع الأول: مفهوم الإدراج في بورصة الأوراق المالية.

إن تداول الأوراق المالية للشركات التجارية أو غيرها من الهيئات العامة يتطلب قيدها في جداول البورصة، وهذا يتوقف على التزامها بجملة من الشروط، قبل التطرق إليها يتوجب علينا معرفة المقصود بالإدراج أولاً.

أولاً: التعريف بالإدراج في بورصة الأوراق المالية.

الإدراج هو قبول الورقة المالية من قبل الهيئة المنظمة لسوق رأس المال وقيدها في سوق الأوراق المالية بحيث تصبح قابلة للتداول، أي جواز التعامل عليها بين المستثمرين والمدخرين، ويكون ذلك بناء على طلب من الشركة أو المؤسسة المصدرة، مقابل التزامها بالقوانين والأنظمة التي تضعها الجهات المختصة، وبهذا يعرف بأنه: " الإدراج هو قبول الورقة المالية وقيدها بأحد جداول السوق المالية، بحيث تصبح عملية التداول على الورقة المالية الخاصة بالشركة المدرجة متاحة من خلال السوق"¹.

كما تعرف أيضاً عملية القيد بأنها: " إدراج في الجداول الخاصة بالبورصة، والذي يترتب عليه التزام الجهة مصدرة الأوراق المالية بالقيود والقواعد الخاصة بالإدراج السابقة واللاحقة التي يتطلبها القانون واللائحة التنفيذية له أو اللوائح التنظيمية التي تفرضها إدارة البورصة أو الهيئة العامة لسوق المال"².

إن قبول الأوراق المالية في البورصة يعد حدثاً في غاية الأهمية بالنسبة للشركات المصدرة لها، إذ بموجبه تدخل هذه الأوراق المالية نطاق التداول الواسع، حيث يتم القيد عادة في نوعين من الجداول؛ جداول رسمية تقيد فيها الأوراق المالية التي تستجيب لشروط وإجراءات القيد فيها، وجداول غير رسمية يقتصر القيد فيها على الأوراق المالية التي لا تتوفر فيها شروط القيد في الجداول الرسمية.

بمعنى آخر يمكن القول أن سوق رأس المال ينقسم من حيث قيد الأوراق المالية والتعامل عليها إلى سوقين رئيسيين؛ السوق الرسمي أو البورصة والسوق غير الرسمي، حيث أن الأول

1 - مقال تحت عنوان: القيد في سوق الأوراق المالية الليبي، الموقع الإلكتروني: WWW.LSM.GOV.LY زيارة بتاريخ 2019/01/21.

2 - عصام أحمد البهجي، مرجع سابق، هامش ص 333.

هو الأكثر أهمية وتنظيماً ويخضع لرقابة السلطات الرسمية، وللإشارة أن القيد يشمل الأوراق ذات الأهمية الاقتصادية مثل شركات المساهمة والمؤسسات الحكومية فقط، في حين لا تخضع الأوراق المالية لشروط القيد والإصدار في السوق غير الرسمية¹. وتجدر الإشارة بهذا الصدد أن المشرع الجزائري لا يعترف إلا بالسوق الرسمي، وبالتالي فكل تعامل على قيم منقولة غير مقيدة سواء داخل البورصة أو خارجها لا يعتد به.

إذا يمكن القول أن المشرع الجزائري اعتمد مبدأ وحدة السوق، هي السوق الرسمية لسندات رأس المال وسندات الدين²، لكن بعد صدور النظام 01/12 المعدل والمتمم للنظام 03/97 قسم المشرع البورصة إلى³:

- سوق لسندات رأس المال، وتنقسم إلى سوق رئيسية تقيد فيها سندات رأسمال الشركات الكبرى، وسوق لسندات رأس المال الصادرة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- سوق لسندات الدين وتنقسم إلى سوق سندات الدين الصادرة عن شركات المساهمة، الدولة والهيئات الحكومية، وسوق لسندات الدين التي تصدرها الخزينة.

وقد يتصور البعض أن قبول الورقة المالية في جداول البورصة يعني أنها مضمونة من الناحية الاستثمارية، ولكن الأمر خلاف ذلك، إذ لا يتعدى كون الشركة المصدرة للأوراق المالية استوفت شروط قيد أوراقها المالية وأنها تلتزم بقواعد الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بصكوكها المقيدة، وبناء عليه فالبورصة تُعلمُ المستثمرين بجواز التعامل على أوراقها⁴.

وتتلخص أهم الأهداف أو المزايا التي تحققها عملية الإدراج للشركات والمؤسسات الحكومية في ما يلي:

¹ - بوخلخال عائشة، بورصة الجزائر بين النظري والتطبيقي، مذكرة ماجستير، معهد الحقوق والعلوم الإدارية، فرع قانون الأعمال، بن عكنون، جامعة الجزائر، 2002، ص 99.

² - المادة 77 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97، مرجع سابق.

³ - Séminaire sur: les avantages de l'introduction en bourse, organisé le 25/4/2013 par la COSOB, voir le site web de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse Algérienne: <https://www.cosob.org/>, visite le 05/01/2017.

⁴ - عصام أحمد البهجي، مرجع سابق، ص ص 333، 334.

- زيادة ثقة المتعاملين؛ فمن خلال قيد الشركات في البورصة يدرك المتعاملين معه (مصارف، مساهمين، موردين، ... إلخ). أنها تخضع إلى قواعد قيد صارمة حيث يجب عليها الالتزام بالإفصاح عن أي معلومات حول نشاط الشركة، واعتماد إدارة رشيدة¹.

- توسيع قاعدة المستثمرين في قيمها المنقولة، وبالتالي زيادة تداولها مما يوفر لها السيولة المالية لتوسيع مشاريعها وسهولة تخلص المستثمرين من الأوراق المالية بسرعة، كما يتيح الفرصة للمساهمين والمقرضين لتحقيق أرباح نتيجة ارتفاع قيمة أوراقها المالية بسبب زيادة الطلب عليها².

- يحقق الإدراج عدالة تسعير أسهم الشركات من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، ويربط أسعارها السوقية بتطورات مستوى أدائها³.

- توفر البورصة للشركة الوقت والجهد اللازمين لإدارتها بفضل تكفل مركز الإيداع والقيود المركزي لإدارة سجل المساهمين وفق أنظمة إلكترونية متطورة⁴.

- نشر معلومات فورية ودقيقة للشركات والمستثمرين؛ حيث يوفر السوق للمستثمر ما يحتاجه من معلومات وبيانات تساعد في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة، كما تحصل الشركات على كل المعلومات الخاصة بتداول قيمها في وقت وجيز⁵، إضافة للمعلومات اللازمة عن الوضعية المالية للشركات المنافسة في البورصة⁶.

وبالرغم من كل هذه المزايا إلا أن للإدراج سلبيات كذلك، حيث تخشى الشركات من وراء عملية الإدراج فقدان السيطرة على إدارة الشركة عند تداول أسهمها في السوق، إضافة إلى تكتم بعض الشركات وعدم إفصاحها عن المعلومات التي تهتم المستثمرين والجمهور، والتي قد تؤثر

1 - القيد في سوق الأوراق المالية الليبي، الموقع الإلكتروني السابق.

2 - المرجع نفسه.

3 - مقال تحت عنوان: مزايا إدراج الشركات لأسهمها في بورصة فلسطين، الموقع الإلكتروني: WWW.PEX.PS زيارة بتاريخ 2019/01/21.

4 - الموقع نفسه.

5 - القيد في سوق الأوراق المالية الليبي، الموقع الإلكتروني السابق.

6 - حمليل نواره، مرجع سابق، ص 333.

على سعر الورقة المالية. كذلك عدم وجود المعرفة الكلية بآلية عمل السوق وتداول الأسهم فيها يجعل بعض الشركات تتردد في اتخاذ قرار الإدراج¹.

ثانياً: شروط الإدراج في البورصة الجزائرية.

حسب نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03/97، المعدل والمتمم بموجب النظام رقم 01/12 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، يمكن أن نميز بين نوعين من الشروط؛ شروط خاصة بالقيود في سوق سندات رأس المال، وأخرى خاصة بالقيود في سوق سندات الدين، وفي ما يلي بيانها:

أ- شروط الإدراج في سوق سندات رأس المال.

وتتمثل في نوعين من الشروط:

1 - الشروط المتعلقة بالإدراج في السوق الرئيسية.

منها ما يتعلق بالمُصدر في حد ذاته، ومنها ما يخص الأسهم المراد قيدها.

فبالنسبة للمنشأة المصدرة؛ يشترط أن تكون المنشأة المقدمة لطلب الإدراج شركة أسهم (مساهمة أو توصية بالأسهم) بغض النظر عن الدولة وأشخاص القانون العام الآخرون²، حيث يكون إدراجهم بقوة القانون³، وأن لا يقل رأسمالها الذي تم وفاؤه عن خمسة مائة مليون دينار جزائري، وأن يوزع على الجمهور نسبة 20% منه وذلك يوم الإدراج على أبعد تقدير⁴.

- تلتزم الشركة بنشر الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم خلالها تقديم طلب القبول ما لم تقرر اللجنة خلاف ذلك، وأن تثبت أن لديها أرباحاً في السنة السابقة لتقديم طلب الإدراج، وأنها تتوفر على هيئة للرقابة الداخلية، وفي الحالة العكسية تلتزم بتتصيتها خلال السنة الموالية لقبول قيمها في التداول في البورصة، كما تتولى الشركة تقديم

¹ - غربة محمد نجيب أبو عمرو، تقييم تجرية البائل للإدراج المزدوج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، فرع إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية - غزة - فلسطين، 2008، ص 45.

² - المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق. أنظر كذلك المادة 30 من النظام 03/97، مرجع سابق.

³ - المادة 44 من المرسوم التشريعي 10/93، مرجع سابق.

⁴ - المادة 43 من النظام 03/97، المعدل والمتمم، مرجع سابق.

تقرير تقييمي لأصولها منجز من قبل عضو من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين غير مندوب حساباتها أو من قبل خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه عدا أحد أعضائها¹.

- أن تتكفل الشركة بعمليات تحويل القيم المنقولة الواجب توزيعها على الجمهور، وفي حالة ما إذا بقي مساهم باستثناء الدولة أو أي شركة قابضة عمومية، يتحكم في رقابة الشركة بناء على رابطة خاصة بينهما تكون سببا في تعارض المصالح بين التزامات الشركة تجاه هذا المساهم ومسؤوليتها في مواجهة باقي المساهمين، فقد يترتب على ذلك عدم قبول طلب الإدراج في البورصة²، أما في ما يخص أسهم الشركة، فيشترط أن تكون مدفوعة بكاملها³، وأن لا يقل عدد المساهمين الموزعة عليهم 150 مساهما يوم الإدراج على أبعد تقدير⁴.

كما تلتزم كذلك الشركة بتعيين وسيط يكلف بمتابعة إجراءات القبول والإدراج، ويتأكد من مدى تحقيقها للشروط السالفة الذكر، وأن يعلم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنيته في تقديم طلب قبول قيم منقولة في البورصة، بصفته مستشار الشركة المعنية بالإدراج⁵.

أما بالرجوع إلى التشريع المصري، فإن تقديم طلب القبول يمكن أن يكون من طرف الممثل القانوني للشركة أو من جانب وكيل معتمد لدى البورصة وفقا للضوابط التي تحددها الإجراءات التنفيذية لهذه القواعد⁶.

ولا يختلف تسجيل الأوراق المالية في بورصة المملكة العربية السعودية عن ما تم التوصل إليه في التشريعات محل المقارنة، حيث تلتزم الشركة بالتعاقد مع أحد الرعاة المعتمدين لديها، وهذا ما نستشفه من نص المادة التاسعة والعشرين الفقرة (أ) من قواعد طرح وتسجيل الأوراق المالية والالتزامات المستمرة⁷، والتي جاء فيها بشأن طلب التسجيل بأنه: " يجب على

¹ - المواد 31، 34، 36 و32 من النظام 03/97، مرجع سابق.

² - المادتان 36، 37 من النظام 03/97، مرجع سابق.

³ - المادة 33 من النظام نفسه.

⁴ - المادة 44 من النظام 03/97 المعدل والمتمم، مرجع سابق.

⁵ - المواد 17، 18، 19 من النظام 03/97، مرجع سابق.

⁶ - المادة 6 / و من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، الصادرة وفقا لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم 11 لسنة 2014 وتعديلاته، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

⁷ - قواعد طرح وتسجيل الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، الصادر عن مجلس هيئة السوق المالية المصري بموجب القرار رقم 3- 123 لسنة 2017، بتاريخ 2017/12/28م، الموقع الإلكتروني نفسه.

المصدر، أو الراعي... أن يرفق بطلب تسجيل أوراقه المالية وطرحها المقدم إلى الهيئة نسخ إلكترونية من المستندات الآتية..."، ومن بين هذه المستندات ما نصت عليه الفقرة رقم 7 وهو: "... إقرار من الراعي بالصيغة الواردة في الملحق (7) (أ) من هذه القواعد " وهو ما يثبت أن للوسيط دور فعال في عملية الإدراج، وأن عملية تسجيل الأوراق المالية لا خلاف فيها بين تشريعات الأسواق المالية باعتبارها مجرد آلية لقيود تلك القيم في السوق لا أكثر.

الملاحظ أنه حتى في التشريع الفرنسي، نجد أن الوسيط يزاول المهام نفسها أثناء عملية الإدراج في البورصة، حيث يقوم المصرف الوسيط من قبل موظفيه بمراجعة حسابات الشركة بطريقتين؛ من خلال مراجعة المستندات المتعلقة بالشركة في غرفة البيانات (غرفة البيانات) كما يقوم بتوجيه أسئلة لمسييري الشركة من خلال المقابلات المقررة لهذا الغرض. بعد ذلك يعد المصرف المكلف بالإدراج شهادة مزود خدمات الاستثمار (PSI)، تؤكد لـ (AMF) أن (PSI) قد نفذ واجبه المهني، وأن مثل هذه الإجراءات لم تكشف في محتويات نشرة الإصدار عن أي أخطاء أو إغفال مادي يحتمل أن يضلل المستثمر.

هذه الشهادة التي يتم منحها إلى (AMF) قبل إصدار التأشيرة على نشرة الإصدار هي مسؤولية مقدم خدمات الاستثمار في حالة الإدراج على (Alternext Paris)، وشهادة إضافية، يقدمها المصرف كراعي للإدراج يشهد في هذه الوثيقة أن سلسلة من عمليات التحقق قد تم تنفيذها وفقاً لنمط قياسي وضعته يورونكست باريس (Euronext Paris) في الممارسة العملية، وقد يتعين على (AMF) أن تطلب من راعي الإدراج التصديق على عنصر معين يتعلق بعملية الإدراج في البورصة¹.

¹ - " Dans le cadre d'une introduction en bourse, les banquiers réalisent des audits de la société de deux types : documentary due diligence qui consiste à revoir les documents relatifs à la société dans une data room (salle de données) et management due diligence qui implique de poser des questions aux dirigeants de la société lors d'entretiens prévus à cet effet. Les banquiers introducteurs préparent sur la base de l'audit de la société et des entretiens avec les dirigeants, une attestation de prestataire de services d'investissement (le «PSI») qui confirme à l'AMF que le PSI a effectué les diligences professionnelles d'usage et que ces diligences n'ont révélé dans le contenu du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement. Cette attestation qui est remise à l'AMF préalablement à la délivrance du visa sur le prospectus engage la responsabilité du PSI. En cas d'introduction en bourse sur Alternext Paris, une attestation supplémentaire, l'attestation du listing sponsor, est remise par le banquier introducteur. Il est également attesté dans ce document par le listing sponsor qu'une série de vérifications (« diligences») ont été réalisées selon un schéma-type fixé par Euronext Paris. En pratique, l'AMF peut être amenée à demander au listing sponsor d'attester sur tel ou tel élément relatif à l'opération d'introduction en bourse", Eyal Chvika, **La responsabilité des intervenants dans le cadre d'une introduction en bourse. - Bilan des décisions récentes de l'AMF sur les banquiers, émetteurs et commissaires aux comptes**, Revue - La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 47, 20 Novembre 2008, p 3.

إذا من خلال الشرط الأخير، يمكن القول أنه يعد أحد أهم شروط الإدراج، بالنظر إلى دور وسيط بورصة الأوراق المالية خلال هذه العملية، والتي يتحمل أثناءها مسؤوليته في حالة تقصيره كمختص في هذا النشاط ، حيث يترتب عليه واجب مرافقة الشركة والإشراف على العملية وفقاً للعقد المبرم بينهما، وهذا من أجل ضمان قبول قيد أوراق الشركة في جداول البورصة في آجال معقولة، لأن انعدام شرط من الشروط السابق ذكرها يؤدي إلى رفض الطلب، وبالتالي تأخر عملية الإدراج واستغراقها وقتاً أطول، وهذا لا يخدم المنشآت الاقتصادية، حيث ستفوتها فرص استثمارية.

2 - الشروط المتعلقة بالإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

بالإضافة إلى الشروط العامة (المتعلقة بالمنشأة المصدرة) الواردة في المواد من 30 إلى 44 من النظام 03/97، يجب أن تتخذ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة¹ شكل شركة أسهم، وأن تلتزم الاستعانة بمستشار راعي لمدة 5 سنوات، وأن تبرم معه اتفاقية لمدة سنتين على الأقل، حيث يكون وسيطاً معتمداً في البورصة، بنكاً أو مؤسسة استشارة قانونية... إلخ، ومعترف بها من قبل اللجنة، على أن يتولى الراعي مساعدة الشركة أثناء عملية الإصدار والإدراج، والتأكد من احترامها للالتزامات القانونية، بالإضافة إلى توقيعه على المذكرة المعروضة على اللجنة للتأشير عليها².

ولا يختلف دور الوسيط في البورصة المصرية بالنسبة لسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عنه في البورصة الجزائرية، حيث أنه يتوجب على الشركة طالبة قيد أسهمها أن تتعاقد مع أحد الرعاة المعتمدين والمقيدين بالسجل ، ويكون الراعي مسؤولاً عن معاونته الشركة في مرحلة قيد أوراقها المالية، كما يتولى مسؤولية متابعة التزامات الشركة بقواعد ومعايير القيد

¹ - أنظر المادة 5 من القانون رقم 02/17، المؤرخ في 10 جانفي 2017، المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ج ر، العدد 02، الصادرة بتاريخ 11 جانفي 2017، والذي ألغى القانون رقم 18/01، المؤرخ في 12 ديسمبر 2001، المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ج ر، العدد 77، الصادرة في 15 ديسمبر 2001.

² - المواد من 45 إلى 46-3 من النظام 03/97 المعدل والمتمم، مرجع سابق.

والإفصاح، على أن يستمر الراعي لمدة لا تقل عن سنتين من تاريخ القيد، يلتزم خلالها بإجراء التغطية البحثية للشركة التي يراها¹.

كما يتوجب على الشركة أن تفتح للجمهور على الأقل 10 % من رأسمالها يوم الإدراج على أبعد تقدير، وأن لا يقل العدد عن 50 مساهما أو ثلاثة مستثمرين مؤسساتيين².

من خلال ما سبق ذكره يتضح من المهام المسندة لوسيط بورصة الأوراق المالية، أن له فعلا دوراً هاماً أثناء دخول المنشآت الاقتصادية إلى بورصة الأوراق المالية، بحيث يمكن القول أنه لا يجوز لأي شركة إدراج قيمها المنقولة في البورصة، دون أن تكون العملية تحت إشراف وسيط مالي.

ب - شروط الإدراج في سوق سندات الدين.

وفقاً لنص المادة 77 من النظام 01/12 فإن سوق سندات الدين يتضمن نوعين من السندات؛ وهما يختلفان من حيث طريقة الإدراج.

1 - شروط إدراج سندات شركات المساهمة.

إن قبول سندات الدين محل طلب القيد للتداول في هذه السوق متوقف على أن لا يقل سعرها عن خمس مائة مليون دينار³، دون اشتراط توزيعها على عدد معين من المستثمرين الدائنين خلافاً للسابق، وهو ما يتناقض مع مبدأ حماية المستثمرين من مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية كإفلاس بعض الشركات، ولذا يفضل إعادة النظر في هذا الأمر باشتراط توزيع السندات على عدد أكبر من المدخرين الأفراد وعدد أقل بالنسبة للمؤسساتيين كضمان للحماية، هذا بالإضافة إلى تعديل صياغة عنوان القسم الرابع الوارد في نص المادة 10 من النظام 01/12 إلى " شروط قبول سندات الدين في السوق " بدل " شروط قبول السندات في السوق " ما دامت اللجنة تصطلح على كل الأوراق المالية اسم " السندات ".

¹ - المادة 9/9 من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، مرجع سابق.

² - المادتان 46-5 و 46-6 من النظام 03/97 المعدل والمتمم، مرجع سابق.

³ - المادتين 47-8 و 47-9 من النظام نفسه.

2 - شروط إدراج السندات العمومية.

وفقا لأحكام المادة 44 من المرسوم التشريعي 10/93 فإن قيد سندات الدولة والهيئات العامة يكون بقوة القانون، بمجرد تقديم طلب من المصدر لتداولها في البورصة، غير أن المادة 1-77 من النظام 01/12 تتناقض معها، حيث تشترط أن يكون طلب إدراج سندات الخزينة مقدم من قبل وزير المالية، كما تتناقض معها المادة 46-9 أيضا بقولها أن سندات الخزينة فقط من تدرج بقوة القانون.

إن استثناء سندات الدين الصادرة عن الدولة والهيئات العامة من شروط القيد في البورصة، يعد بمثابة امتياز من امتيازات السلطة العامة التي تتمتع بها هذه الهيئات كأشخاص القانون العام، وبذلك يكون المشرع قد خلق قاعدة خاصة مخالفة للقاعدة العامة المتعلقة بشروط قيد السندات في البورصة¹.

الفرع الثاني: إجراءات الإدراج في بورصة الأوراق المالية.

إن توفر شروط الإدراج في أي منشأة اقتصادية لا يعني أن أوراقها المالية أصبحت جاهزة للتداول في البورصة، وإنما يتوجب عليها القيام ببعض الإجراءات كتحرير ملف الإدراج الذي من خلاله تقرر اللجنة قبول الطلب وإبرام اتفاقية التسجيل أو الرفض، وذلك كما يلي:

أولاً: إعداد المنشأة الاقتصادية لملف الإدراج.

وفقا لأحكام المادة 2 من النظام 01/12 والمادة 26 من النظام 03/97 فإن منشآت الأعمال التي تعتمد إدراج قيمها في البورصة ملزمة بتقديم طلب إلى اللجنة مرفقا بملف يتضمن الوثائق القانونية، الاقتصادية والمالية للشركة وقد تكفلت التعليمات 01/98 الصادرة عن اللجنة² بتحديد هذه الوثائق، والتي تختلف باختلاف نوع الأوراق المالية المراد قيدها في البورصة، وتتلخص في ما يلي:

¹ - تحليل نورة، مرجع سابق، ص 364.

² - تعليمات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01/98، المؤرخة في 30 أبريل 1998، المتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة.

أ- الوثائق العامة المتعلقة بالإدراج.

يمكن تلخيص أهم هذه الوثائق في:

- طلب القيد محرر وموقع من قبل الممثل القانوني للشركة، معلومات حول الشركة (تسميتها، شكلها القانوني، رأسمالها، عدد الشركاء، قيدها في السجل التجاري، نشاط الشركة وفروعها إن وجدت)، معلومات عن الأوراق المالية محل الإدراج (نوعها، عددها، السعر المقترح لإدخالها)، معلومات عن الطاقم الإداري للشركة والوظائف التي يشغلونها خارج الشركة إن وجدت، قائمة المؤسسات التي تقدم الخدمات المالية للشركة، تعهد باحترام الشركة لقواعد السوق¹، بالإضافة إلى مشروع المذكرة الإعلامية²، هذه الأخيرة التي يشترط أن يوقع عليها الوسيط المالي المستشار يودعها لدى اللجنة للتأشير عليها.

لكن هنا يجب الإشارة إلى التناقض الحاصل بين المادة 16 من النظام 03/97، والتي رتبت هذا الالتزام على عاتق الشركات فقط وأغفلت بذلك الهيئات العمومية، في حين المادتين الثالثة والرابعة من النظام 02/96 السالف الذكر لم تعفي الهيئات العمومية من القيام بهذا الواجب، والشيء نفسه بالنسبة للمادة الأولى من التعليم 03/97³ المتعلقة بتطبيق النظام الأخير، في حين تتراجع لجنة تنظيم البورصة في المادة 8 من النظام الأخير بصدد المذكرة والتأشير عليها بقولها: "... ويوضع هذا البيان الإعلامي تحت تصرف الجمهور ... ويودع لدى اللجنة على سبيل الإعلام".

ما يمكن قوله بصدد هذه العبارة أن اللجنة لا تمارس سلطتها الرقابية تجاه ما تصدره الهيئات العمومية من أوراق مالية، بالرغم من استقلاليتها، واختصاصها في مجال تقني حساس يرتبط باقتصاد الدولة وأموال المستثمرين، مما يثبت عدم استقلالية اللجنة كسلطة ضبط في المجال الاقتصادي والمالي وتدخل الدولة في السوق المالية الجزائرية، وهو أهم سبب من أسباب عدم فعاليتها، لانعدام الثقة من جانب الشركات والمستثمرين في نفس الوقت.

¹ المادة الثانية من تعليم ل.ت.ع.ب.م رقم 01/98، مرجع سابق.

² المادة 16 من النظام 03/97، مرجع سابق.

³ تعليم رقم 03/97 الصادرة عن لجنة تنظيم وتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مؤرخة في 30 نوفمبر 1997، متعلقة بتطبيق نظام اللجنة رقم 02/96 بشأن المعلومات التي تلتزم بنشرها الشركات والهيئات التي تلجأ إلى الاككتاب العام.

- كما يتضمن الملف جملة من الوثائق القانونية للشركة على غرار: (نسختان من القانون الأساسي للشركة مع تعديلاته إن وجدت، نسختان عن سجلها التجاري، نسخ عن تقارير الجمعية التأسيسية والجمعية العامة بنوعيتها التي قررت فتح رأس مالها للجمهور، نسختان من قرار مجلس الإدارة المرخص به للإدراج في البورصة، نسختان عن كل وثيقة تثبت وضعية الشركة تجاه صندوق الضمان الاجتماعي وصندوق الضرائب، نسخة عن جميع العقود المهمة التي أبرمتها الشركة وتخرج عن نشاطاتها العادية... إلخ).¹

- ومن أهم وثائق الملف أيضا ما يتعلق بالوضعية المالية والاقتصادية للشركة والتي يمكن حصرها في: (بيان عن النشاط الصناعي والتجاري للشركة، بيان عن الوضعية المالية للشركة خلال السنوات الثلاثة السابقة لتقديم الطلب، نسختان من حسابات الشركة مرفقتان بمحاضرها وتقارير محافظ الحسابات، وثائق تبرر ديون الشركة إن وجدت، الوضعية الجبائية للشركة... إلخ).²

في الأخير يمكن الإشارة أن عدد نسخ بعض الوثائق المطلوب تقديمها للجنة هو (2) كما ورد سابقا، في حين ينص الملتقى الذي نظّمته لجنة البورصة في 2013/4/25 على أن تلتزم المنشآت الاقتصادية بتقديم خمس نسخ³، مما يؤكد تداخل قرارات اللجنة وتناقضها من موضع لآخر.

كما تلتزم الشركة التي تطلب إدراج قيمها المنقولة في البورصة، أن ترسل للجنة كل البلاغات والإعلانات ذات الطابع المالي والنشرات التي تتولى الشركة توزيعها وكل وثيقة للإعلام الاقتصادي والمالي، ويتعين عليها أيضا الحصول على تصديق اللجنة لتوزيع هذه الوثائق خلال مرحلة تقييم ملف الإدراج.⁴

ب- الوثائق الخاصة بالأوراق المالية.

وتتضمن ما يلي:

¹ - المادة الثانية من تعليمية ل.ت.ع.ب.م رقم 01/98، مرجع سابق.

² - المادة الثانية، من التعليمية نفسها.

³ - " la société dépose auprès de la commission le dossier précité en cinq exemplaires" Site web précédent de la cosob.

⁴ - المادة 28 من النظام 03/97، مرجع سابق.

1 - الوثائق الخاصة برأسمال الشركة.

من أهمها:

وصف لطبيعة أسهم الشركة وكيفية ومكان مسك الحسابات الخاصة بالأسهم، عينتين عن شهادات الأسهم محل الإدراج في البورصة، بيان عن رأسمال الشركة ومختلف التطورات التي حصلت عليه، بيان الوثائق التي تثبت إصدار الأسهم خلال السنوات الثلاثة السابقة لتقديم طلب القيد، عدد الأسهم المصدرة، تاريخ الإصدار، قيمة الإصدار، عدد الأسهم المعنية بالإدراج، قائمة المساهمين المهمين في الشركة الذين يمتلكون أكثر من 5 % من الأسهم وعدد أسهمهم، بيان الحقوق المرفقة بالأسهم محل الإدراج، تقارير عن توزيع الأرباح، عدد المساهمين المالكين للأسهم محل القيد وشهادات توزيع الأسهم في تاريخ تقديم طلب الإدراج... إلخ.

ما يمكن ملاحظته بخصوص هذه الشروط أنها تصب أكثر في مصلحة المدخرين، متى التزمت الشركة بتطبيقها وفقا للقانون، من حيث صحة البيانات التي تتضمنها هذه المستندات، مما يسهل على لجنة مراقبة البورصة من اكتشاف أية عملية تداول تتم بين أشخاص على علاقة بالشركة أو مسيري الشركة مع شركة أخرى تشكل مضاربات غير مشروعة، أو من شأنها الإضرار بالمتعاملين على أسهم هذه الشركة، وهو ما يمكنهم من تعويض حقوقهم بكل سهولة، وبالتالي ضمان ثقة أكبر في السوق المالية لجلب المستثمرين.

2 - الوثائق الخاصة بسندات الدين:

يمكن إجمالها في:

نموذج عن سند الدين المطلوب قيده والتاريخ المزمع للإدراج، نسخة عن كل عقد قرض أبرمته الشركة أو عقد رهن رسمي أو أي عقد آخر محرر من قبل الموثق يثبت مديونية الشركة، بيان بعدد سندات الدين السابق طرحها في السوق الأولية، بيان بقيمة سندات الدين المطروحة والتي تم تسديدها، دراسة تبين تاريخ استحقاق السندات المرغوب قيدها، الفوائد الاسمية المقترحة وكيفية التسديد، دراسة تبين الناتج المتوقع الحصول عليه من عملية القيد، شهادة توظيف السندات... إلخ، أما بالنسبة للهيئات المحلية التي تطلب إدراج سنداتها فإنه يتوجب عليها إعلام شركة تسيير البورصة بحجم السندات المطروحة في السوق¹.

¹ - المادتان 6 و 8 من تعليمية ل.ت.ع.ب.م، رقم 01/97، مرجع سابق.

ثانيا: قرار اللجنة بعد استلام ملف الإدراج.

بعد استلام لجنة البورصة لطلبات الإدراج الواردة إليها، تتولى النظر فيها فيما إذا كانت تتوفر على شروط قبول القيم المنقولة في عمليات التداول¹ أم لا، على أن تتخذ اللجنة قرارها بالقبول أو الرفض خلال أجل 60 يوما من تاريخ استلام ملف طلب القبول، وهذا خلافا لما هو معمول به في التشريع المقارن، حيث تصدر مثلا لجنة الرقابة على السوق المالية المصري قرارها بالرفض أو القبول خلال 15 يوما²، بالرغم من النشاط المكثف للبورصة المصرية مقارنة بالبورصة الجزائرية. ويضاف للأجل السابق في التشريع الجزائري مهلة 30 يوما في حال ما إذا طلبت اللجنة معلومات تكميلية على أن تكون مدة صلاحية قرار القبول 4 أشهر³.

الملاحظ بشأن مدة النظر في الطلب من قبل اللجنة أنها طويلة مقارنة بما تقتضيه المشاريع التجارية والصناعية من سرعة في إبرام الصفقات وتنفيذها حتى لا تفوت فرص تحصيل مداخيل إضافية على الشركات، وكذلك بالمقارنة مع محدودية المتعاملين في البورصة الجزائرية ونشاطاتها ما يعكس وجود أعضاء اللجنة في عطلة دائمة هذا إذا ما قارناها بالبورصات النشطة حقا.

أما بخصوص الطعن في قرار رفض طلب الإدراج فقد أغفل النظام 03/97 هذه القضية والشيء نفسه بالنسبة للمرسوم التشريعي 10/93، وهذا ما يطرح التساؤل بشأن مدى قابلية قرار رفض القيد للطعن، سواء أمام اللجنة نفسها، أو أمام الجهات القضائية؟

استنادا إلى أحكام المادتين 52 و53 من المرسوم التشريعي 10/93 فإن الغرفة التحكيمية والتأديبية للجنة غير مختصة بالنظر في مثل هذا النوع من الطعون، وبالتالي في هذه الحالة وحسب نص المادة 52، التي حددت مجال اختصاص الغرفة وهو النزاعات التقنية الناتجة عن تفسير القوانين واللوائح السارية على البورصة، وأن يكون أحد الأطراف فيها وسيطاً، فإنه يتوجب على الشركة الطاعنة طبقاً لأحكام المادة 9 اللجوء إلى الهيئات القضائية، وإن كان هذا النص يتعلق بقرار رفض اعتماد الوسيط ومع ذلك يمكن الاحتكام إليه، وهذا مبدأ من المبادئ الدستورية حسب نص المادة 161 من الدستور الجزائري وفقا لتعديل 2016، قصد فرض

¹ - سليمان صبرينة، مرجع سابق، ص 139.

² - خالد أحمد سيف شعراوي، مرجع سابق، ص 167.

³ - المادتان 22 و29 من النظام 03/97، مرجع سابق.

الرقابة على عمل السلطات الإدارية المستقلة، خصوصا وأن الطعن في هذه الحالة لا يتعلق بالأمور التقنية حسب نص المادة 53.

إن صدور قرار من اللجنة بقبول طلب الإدراج لا يفسح الباب مباشرة للشركة بتداول أوراقها المالية في البورصة، بل تعقبه مرحلة مهمة تتمثل في إبرام اتفاقية التسجيل أو القيد بين الشركة الطالبة للإدراج وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، حيث تحدد هذه الاتفاقية كل ما يتعلق بعملية إدخال القيم المنقولة من تاريخ الإدخال، السعر، الإجراء المناسب للإدخال¹، وكذلك حقوق والتزامات كل منهما بما في ذلك الالتزامات المالية التي يتعين على الجهة طالبة القيد سدادها للبورصة، في حال مخالفتها قواعد وإجراءات القيد أو نصوص العقد².

وقد حددت شركة تسيير البورصة بموجب القرار 01/98 شروط وإجراءات التسجيل، حيث ميزت بين نوعين من التسجيلات؛ تسجيل أولي خاص بالشركات التي ترغب في إدراج قيمها في البورصة لأول مرة، وتسجيل إضافي خاص بالشركات التي سبق لها أن أدرجت أوراقاً مالية في البورصة من قبل³، وتتلقى شركة تسيير البورصة لقاء تسجيل الشركات أتاوى تختلف قيمتها حسب نوع التسجيل بالإضافة إلى أتاوى تدفع عند نهاية كل سنة⁴.

بعد إبرام اتفاقية التسجيل يتم إدخال الأوراق المالية المعنية بالإدراج وفقاً لإحدى الإجراءات المتفق عليها والمناسبة للشركة، والمتمثلة في إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت، إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى أو الإجراء العادي⁵، وهي إجراءات تقنية بحتة.

¹ - بن عزوز فتيحة، مرجع سابق، ص 397.

² - خالد أحمد سيف شعراوي، مرجع سابق، ص 163.

³ - القرار رقم 01/98 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مؤرخ في 30 مارس 1998، والمتضمن ضبط إجراءات إدخال القيم المنقولة والواجب نشرها، المعدل والمتمم بموجب القرار رقم 05/99، المؤرخ 22 جويلية 1999. الموقع الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر، مرجع سابق.

⁴ - التكلفة والجباية، أنظر الموقع الإلكتروني نفسه.

⁵ - المادة 50 من النظام 03/97، مرجع سابق.

المبحث الثاني: وسيط البورصة محرك عمليات تداول الأوراق المالية وتكوين وإدارة محافظها

إن نشاط تداول الأوراق المالية في البورصة، يعد النشاط الرئيسي والمحوري في هذه السوق، فيما تعد باقي الأنشطة الأخرى مكتملة لنظام عمل البورصة، وحيث أنه من مبادئ هذه السوق أنه لا يجوز التعامل إلا من خلال الوسطاء الماليين المعتمدين من قبل هيئة السوق، وبالتالي فالوسيط في هذه الحالة يعد محرك عمليات التداول في البورصة، وأن مزولة الوسيط لنشاط التداول يجب أن يتم من خلال الآليات التي فرضها القانون؛ وهي إبرام اتفاقية فتح حساب لكل زبون مدخر، وأن لا يتم التداول إلا بموجب آلية الأوامر التي يوجهها الزبون للوسيط المالي من أجل التحرك في السوق، وهذا ما سيتم توضيحه ضمن مطلب أول، فيما سيخصص مطلب ثان للوقوف على صلاحية الوسيط لتكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية في البورصة، من خلال آلية أخرى وهي إبرام عقد وكالة تسيير والتي يسمح من خلالها للوسط بتكوين وإدارة المحافظ لحساب العملاء.

المطلب الأول: وسيط البورصة محرك عمليات التداول على الأوراق المالية.

إن عملية التنازل عن القيم المنقولة في بورصة الأوراق المالية أو اقتناءها - ما يعرف في الأسواق المالية بالتداول - في كافة التشريعات الوضعية، غير مباح بها إلا إذا كانت هذه الأوراق المالية مدرجة في السوق ومقيدة في جداولها الرسمية، وفقاً لما سبق الإشارة إليه في المبحث الأول.

كما يشترط أن تتم المعاملات عليها من خلال الوسطاء الماليين المعتمدين¹، من قبل الهيئات المنوط بها ذلك.

وتجدر الإشارة أن عمليات التداول تتم وفق نظام متكامل من الإجراءات المتسلسلة، تبدأ من أوامر الشراء أو البيع التي تصدر من العميل المستثمر إلى أحد الوسطاء الماليين، ومن ثم يقوم الوسيط بنقل هذه الأوامر إلى السوق ليتم تنفيذها متى تمت مقابلتها بأوامر مطابقة لها خلال عمليات التداول.

¹ - المادة 5 من المرسوم التشريعي 10/93، مرجع سابق. وتقابلها المادة 18 / 2 من قانون سوق رأس المال المصري، المرجع السابق، كذلك المواد: 2 / 8 ، 9 و 47/أ و 66/ب من قانون الأوراق المالية الأردني، مرجع سابق .

وبمجرد إبرام عقد التداول تتولى شركة تسيير البورصة تحويل ملفات الصفقات المبرمة إلى جهاز القيد والحفظ المركزي للأوراق المالية، أين تقيد هذه الأخيرة على مستواه من خلال حسابات للوسطاء الماليين المنخرطين فيه والعملاء على حد سواء، ليقوم هذا الجهاز بتنفيذ الالتزامات المترتبة على عقود التداول من خلال آلية المقاصة والتسوية للمراكز المالية الناشئة عن عمليات التداول.

وعليه ومن أجل الوقف على الدور الذي يلعبه الوسيط المالي باعتباره محرك السوق من خلال الأوامر التي تصدر إليه من العملاء المستثمرين، والتي تعد إشارة لانطلاق عمليات التداول داخل السوق، سوف يعالج هذا المطلب الإجراءات التي تنفذ من خلالها عمليات التداول وصولاً إلى نقل ملكية الأوراق المالية، وهذا بعد بيان المقصود بالتداول في بورصة الأوراق المالية.

الفرع الأول: المقصود بعمليات التداول في بورصة الأوراق المالية.

تمت الإشارة فيما سبق ذكره بخصوص المنتجات المالية موضوع عمليات الوساطة في بورصة الأوراق المالية، أن من أهم خصائص هذه الأدوات المالية قابليتها للتداول بالبيع والشراء كسلعة في سوق رأس المال بمختلف تصنيفاتها وأنواعها، مما يحقق لها نوع من السيولة، من خلال إمكانية التصرف في الورقة المالية في أي وقت.

وبهذا فالمقصود بالتداول في سوق الأوراق المالية هو عملية : " بيع أو شراء الأوراق المالية؛ بعد إدراجها في السوق المالية"¹ ويرى البعض بأنها عبارة عن: " الإجراءات والقواعد التي يتم بموجبها عقد صفقات بيع وشراء الأوراق المالية"².

فيما يعرفها آخرون بأنها العملية التي تهدف إلى نقل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري عن طريق وسيط وهو ما يعرف بالسمسار، أي لا توجد بين البائع والمشتري علاقة

¹ - مراد محمود المواجدة، مخاطر تداول الأوراق المالية عبر شبكة المعلومات الدولية (دراسة في التشريع الإماراتي)، مجلة العلوم القانونية، جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، المجلد 15، العدد 2، ديسمبر 2018، ص 8.

² - عمر ناطق يحيى الحمداني، مرجع سابق، ص 255. كذلك عباس محمد موسى، عمليات تداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 193.

مباشرة، وإنما يوجد شخص ثالث بينهما يتولى إتمام الصفقة¹.

بمعنى أن التصرف في الورقة المالية وإن كان يرتكز على خاصية القابلية للتداول² بغرض تسهيلها، بالإضافة إلى مبدأ حرية التداول، ومع ذلك فإنه يتوجب على المستثمر مالك الورقة المالية الالتزام بما تقرره قواعد التعامل على هذا النوع من السلع، من آليات وإجراءات نوعية متى أراد الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، بدءاً من اختيار وسيط وإبرام اتفاقية معه، إلى غير ذلك من الإجراءات التي تدخل ضمن عمليات التداول على الأوراق المالية، وهو ما سيتم توضيحه في ما يأتي.

الفرع الثاني: الإجراءات التمهيدية لقبول التداول.

بما أن التداول في بورصة الأوراق المالية لا يتم إلا من قبل الوسطاء الماليين كما تم الإشارة إليه، فإنه يتوجب على حامل الورقة المالية أو الراغب في شرائها أن يقوم بتوكيل أحد الوسطاء المعتمدين، حيث يبرم معه اتفاقية³ فتح حساب، وفقاً لنص المادة 1/19 من النظام 01/15 التي ورد فيها: " إن فتح حساب السندات يؤدي إلى الإمضاء على اتفاقية فتح حساب بين الوسيط في عمليات البورصة المخول لممارسة مسك الحساب - حفظ السندات، وبين زبونه، تحدد هذه الاتفاقية شروط استعمال الحساب وكذا حقوق وواجبات كل طرف".

وللإشارة فإن فتح الحساب يكون بموجب طلب خطي يقدمه لشركة الوساطة وفقاً للنموذج⁴ المعد من قبل لجنة البورصة، على أن توضح اتفاقية فتح الحساب المبرمة بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، كليات تنفيذ تعليمات التسديد وكذا التغطية النقدية للأوامر المستلمة، واسم المؤسسة البنكية المكلفة بمسك الحساب النقدي⁵، وهو ما يدل على أن عقود

¹ - عمر ناطق يحي الحمداي، مرجع سابق، ص 255.

² - المادة 715 مكرر 30 من القانون التجاري الجزائري، مرجع سابق.

³ - نصت المادة 13 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 بأنه: " يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة أن يبرموا مع زبائنهم عقود تفويض".

⁴ - Instruction COSOB n°03-03 du 21 décembre 2003 relative au modèle de convention d'ouverture de compte conclue entre les teneurs de comptes-conservateurs habilités et leurs clients.

تعليمية رقم 03/03 الصادرة عن لجنة تنظيم تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مؤرخة في 21 ديسمبر 2003، المتعلقة بنموذج اتفاقية فتح الحساب المبرمة بين أمناء الحفظ المعتمدين وعملائهم.

⁵ - المادة رقم 6 /9 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/03 ، مرجع سابق.

تداول الأوراق المالية هي عقود ذات طابع شكلي، لا يكفي لانعقادها توافق الإرادتين، أي تطابق الإيجاب والقبول، بل يتطلب التعبير عن الإرادة كتابياً وفقاً لنموذج محدد، وإلا كان العقد باطلاً، وهذا ما أخذت به أغلب التشريعات المقارنة في مجال تداول الأوراق المالية. حينها فقط يحق للعميل المستثمر بناءً على هذه الاتفاقية إصدار أوامر للوسيط المالي، للقيام بعمليات التداول باسمه في البورصة.

غير أن مسك الحسابات وحفظ القيم المنقولة، حالياً غير مسموح به لكل وسطاء ع. ب. أ. م، بعد صدور القانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93، حيث أصبح هذا النشاط مستقلاً عن باقي الأنشطة التي يمارسها الوسطاء الماليين، وهذا ما يتطلب اعتماداً خاصاً لمن يريد مزاولته، وفقاً لما بينته المادة 19 مكرر 1، والتي جاء في مضمونها أن هناك وسطاء مؤهلين من طرف اللجنة بصفتهم ماسكي الحسابات وحافظي السندات، وأن شروط التأهيل لمسك حسابات السندات تحددها اللجنة بموجب لائحة.

كما ورد في نص المادة 19 مكرر 2 أن النشاط السابق ذكره يعد من مهام المؤتمر المركزي على السندات، وقد أكدت المادة 2/19 من النظام 01/15 ما سبق ذكره بنصها على أنه: " في حالة ما لم يكن الوسيط في عمليات البورصة مخولاً له ممارسة مسك حسابات - حفظ، عليه بإمضاء اتفاقية مع ماسك حسابات - حافظ سندات معتمد من طرف اللجنة للتكفل بزبائنه...".

معنى هذا أن فتح الحساب لدى و. ب. أ. م يقابله حتماً فتح حساب موازي لكل عميل من عملائه، تحت اسم الوسيط لدى المؤتمر المركزي على السندات، وهذا يقع على عاتق الوسيط نفسه¹، الذي يقوم بفتح حسابات التداول لعملائه على أنظمة السوق الإلكترونية المعدة لهذا الغرض². ولا يعفي هذا الحساب شركة الوساطة العضو من مسؤوليتها في الحفاظ على سجلات منظمة لحسابات عملائها، لأن هذا الحساب لا يشكل بديلاً عن حسابات التداول الموجودة لدى الشركة العضو³.

¹ - كمال عبد الجود الشافعي، مرجع سابق، ص 125.

² - إبراهيم جاسم فاروق، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2016، ص 115.

³ - كمال عبد الجود الشافعي، مرجع سابق، ص 125.

كما يجب على الوسيط فتح حساب تسوية مصرفي خاص به لدى مصرف التسوية والذي يتم من خلاله قبض ودفع قيمة الأوراق المالية من وإلى حسابات التسوية المصرفية الخاصة بوسطاء السوق¹، بالإضافة إلى حسابات نقدية للعملاء لدى المؤسسة البنكية المكلفة بمسك الحساب النقدي، لضمان التغطية النقدية للأوامر المستلمة بعد التسوية والمقاصة.

وهذا ما نستشفه من نص المادة 6/9 من نظام لجنة البورصة رقم 02/03 المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات لدى المؤتمر المركزي أو ما يعرف بالجزائرية للتسوية، وقد أشار إلى ذلك قرار شركة بورصة الجزائر رقم 07/99، المعدل للقرار 03/98 والذي استحدث تقنية تغطية الحسابات لمواجهة مشاكل الدفع وعدم كفاية الغطاءات، تتمثل في قيام كل وسيط في بورصة الأوراق المالية بتعيين بنك يسهر على تسوية حساباته، حيث تبرم اتفاقية مسبقة بين الطرفين، لضمان دفع كل مستحقات عمليات الوسيط المالي إلى الطرف المقابل، على أن يتدخل بنك الجزائر لمراقبة حركة رؤوس الأموال الموجهة لتسوية عمليات البورصة بين البنوك المسوية².

في حين لا يجوز فتح أكثر من حساب واحد لدى نفس الوسيط المالي، إلا أنه من الجائز فتح أكثر من حساب تداول لدى أكثر من وسيط³.

أما في التشريع المقارن نجد أن المشرع المصري نص في المادة 256 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، أنه يتوجب على شركة الوساطة إبرام عقد فتح حساب مع كل عميل من عملائها يتضمن طبيعة التعامل بينهما وجميع التزامات وحقوق الطرفين بما يتفق مع أحكام

¹ - إبراهيم جاسم فاروق، مرجع سابق، ص ص 215، 216.

² - المادتان 14 و15 من القرار رقم 07/99 الصادر عن شركة بورصة الجزائر بتاريخ 22 جويلية 1999، المعدل والمتمم للقرار رقم 03/98، المؤرخ في 22 مارس 1998، والمتعلق بقواعد المقاصة والتسوية لمعاملات البورصة، واللذان تتصان على ما يلي:

Article 4 : L'article 14 est modifié et complété comme suit :

" Chaque IOB doit être domicilié à une banque de la place qui sera sa banque compensatrice des soldes en fonds résultant des transactions sur titres réalisées en Bourse.

Tout IOB n'ayant pas suffisamment de fonds à sa banque compensatrice doit couvrir son solde avant la séance de règlement".

Article 5 : L'article 15 est modifié et complété comme suit :

" Les IOB doivent se présenter à la séance de règlement avec, des ordres de virement, ou des cheques de banque dûment signés. La SGBV se charge de déposer ces moyens de paiement à la chambre de compensation de la banque d'Algérie.

La banque d'Algérie procédera aux mouvements des comptes (débit ou crédit) de la banque compensatrice de chaque IOB avec date de valeur du jour de la séance de règlement".

³ - إبراهيم جاسم فاروق، مرجع سابق، ص 215.

القانون وهذه اللائحة، وذلك على وثائق تعدها الشركة لهذا الغرض، وفقاً للنموذج المحدد، على أن يتضمن العقد المشار إليه البيانات الواردة في هذه المادة، بالإضافة إلى البيانات التي نصت عليها المادة 229، في حين نصت المادة 279 على إبرام اتفاقية بين الطرفين.

كما أكد المشرع الأردني كذلك على أنه لا يجوز التداول على الأوراق المالية في بورصة عمان إلا بناءً على اتفاقية بين الوسيط والعميل¹، تبرم وفق النموذج المعد لهذه الغاية². وعلى إثرها يتم فتح حساب لأي شخص يرغب بالتداول بالأوراق المالية لدى أحد الوسطاء. كما ألزم هذا الأخير بأن يتولى كذلك فتح حساب للعميل على نظام المركز الإلكتروني قبل إجراء أي تعامل له بالأوراق المالية³.

إن هذا الإجراء الأخير يعد جدي هاماً، يتوجب على القائم به، نظراً لتطور أسلوب التداول في وقتنا الحاضر، أين انتقل من التداول التقليدي إلى التداول الإلكتروني، الذي يتطلب قيد الأوراق المالية والتعامل عليها وتسويتها إلكترونياً، لذا يتوجب التعريف بالمستثمر لدى مركز الإيداع والقيود، وإعطائه رقماً تعريفياً⁴ أو الرقم المرجعي⁵ أو ما اصطلح عليه بنظام الترميز الإلكتروني، كما ورد في أحد قرارات بورصة الأردن، أين أوجبت على شركة الوساطة القيام بإدراج العميل لديها على قاعدة بيانات العملاء بالبورصة، وذلك باستخدام نظام الترميز الإلكتروني⁶.

في حين لم يشر لا المشرع الجزائري، ولا المصري إلى إجراء تسجيل المستثمر على نظام المركز الإلكتروني، وهو ما يدل على أنه مجرد سهو فقط، لأنه لا يمكن تصور أن يمارس

¹ - المادة رقم 4 من تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان، الصادرة بالإستناد لأحكام المادة 70/ من قانون الأوراق المالية رقم 18 لسنة 2017، والمادة 8 من النظام الأساسي لشركة بورصة عمان، مقررة من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية بموجب القرار رقم 224/2018 بتاريخ 5 جويلية 2018، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية، مرجع سابق.

² - المادة 19/ من التعليمات نفسها.

³ - المادتان 22 و 30 من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها لسنة 2017، الصادرة بالإستناد لأحكام المادة 81/ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 18 لسنة 2017، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية، مرجع سابق.

⁴ - المادة 23 من التعليمات نفسها.

⁵ - أنظر تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان، مرجع سابق.

⁶ - قرار رئيس البورصة الأردنية رقم 51 لسنة 2003 الصادر في 31/4/2003، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية، مرجع سابق.

المؤتمن المركزي على السندات (مركز القيد) وظائفه المتعلقة بمتابعة حسابات الزبائن، وتسوية عمليات التداول، من غير أن يكونوا مقيدين إلكترونياً على مستواه، ولذا يتوجب استدراك هذا السهو وتضمين هذا الإجراء ضمن أنظمة البورصة.

أما بخصوص الرقم التعريفي فقد أشار إليه المشرع المصري، بينما أكد المشرع الجزائري على هذا الترميز فقط بالنسبة للأعضاء المنخرطين في المؤتمن المركزي، وهو ما نصت عليه المادة 20 من النظام 02/03 دون أن يتطرق إلى ضرورة استعماله بالنسبة للمستثمرين، وهو ما يجعل الدارس لهذا النظام يتساءل هل هو سهو فقط من المشرع الجزائري؟ أم أن هذا الترميز معمول به دون الإشارة إليه؟ أم أنه غير ضروري بالنسبة للعميل في نظر المشرع الجزائري، لهذا اكتفى بترميز الوسيط فقط كما ورد في النص؟

وفي هذا الصدد يمكن القول أن التعامل على أجهزة الحاسوب يكون من خلال برامج إلكترونية، وأن هذه الأخيرة لا يمكن التعامل عليها دون رموز تعريفية سرية، لحماية المعطيات التي تم إدخالها للجهاز، وبالتالي حماية حسابات زبائن مراكز التسوية والمقاصة من الإطلاع عليها، أو التعامل عليها دون استعمال تلك الرموز السرية المسلمة لأصحاب الحسابات فقط. وهذا ما يعني أن ل.ت.ع.ب.م قد وقعت في سهو بعدم الإشارة ضمن النظام 02/03 على الرمز التعريفي لسري لزيائنه.

وعليه يمكن القول أن مسابقة التحديثات التي وصلت إليها التشريعات البورصية في الأنظمة المقارنة، تعد عاملاً من عوامل تقدم النشاط البورصي، يتوقف عليه أمن وسلامة المعاملات المالية، وهذا ما يستدعي من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تعديل النظام 02/03، واستدراك هذه الهفوات بالتنسيق على الإجراء الأخير، باعتباره جوهري يتم من خلاله التعرف على العميل، والولوج لحسابه على مستوى المؤتمن المركزي على السندات، من أجل تنفيذ عمليات التسوية والمقاصة لوضعيته القانونية بعد إبرامه لصفقات التداول.

الفرع الثالث: تلقي الوسيط أوامر العميل.

إن توكيل العميل للوسيط المالي بموجب الاتفاقية المبرمة بينهما غير كاف للقيام بكل المهام المخولة له في السوق، إذ أنه تشترط التشريعات محل مقارنة للدخول في بعض التعاملات، بالإضافة إلى الآلية الأولى توفر آلية الأوامر، حيث من خلال هذه الأخيرة

يستطيع العميل توجيه طلبه للوسيط الوكيل، من أجل التحرك في السوق سواء للقيام بشراء أو بيع أوراق مالية معينة، وبناءً على تلك الأوامر الصادرة إلى الوسيط، يجوز له إبرام عقود تداول مع غيره من الوسطاء الذين تتوفر لديهم عروض مطابقة للعروض التي يحملها.

فما هي أوامر البورصة التي يتلقاها الوسيط المالي من عملائه قصد الشروع في عمليات التداول على الأوراق المالية لحسابهم؟

إن الإجابة على هذا التساؤل تستوجب تحديد المقصود بأوامر البورصة، مع بيان طبيعتها القانونية، ثم الوقوف على كيفية إصدار الأوامر إلى وسيط.ب.أ.م وأهم أنواعها وفقاً للتقسيم التالي:

أولاً: المقصود بأوامر البورصة.

قد يتساءل البعض حول الطبيعة القانونية للأوامر الصادرة إلى وسيط بورصة الأوراق المالية من قبل عملائه، وهذا بالنظر إلى ما ورد حول هذه الأوامر من تعاريف مختلفة، سواء من جانب الفقه أو من الناحية التشريعية، باعتبار أن الأمر في اللغة هو الطلب، ويراد به في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية: الطلب الصادر من شخص، أو جهة ما إلى الوسيط ببيع أو شراء أوراق مالية معينة¹.

ف نجد من الفقه من يرى بأن أوامر البورصة (stock market orders) عبارة عن: " تفويض أو إذن صادر من العميل إلى السمسار، يتضمن بيع أو شراء ورقة مالية في البورصة بسعر معين"²، وفي تعريف آخر هي: "عقد إنابة بين الوسيط والزيون"³ أو هي: " التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع، أو يشتري له في البورصة أوراقاً مالية معينة"⁴، وأشار البعض إلى أن أوامر البورصة هي: " إذن للسمسار من العميل لبيع أو شراء ورقة

¹ - مبارك بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 525.

² - إبراهيم جاسم فاروق، مرجع سابق، ص 193.

³ - حمليل نواره، مرجع سابق، ص 381.

⁴ - محمد يوسف ياسين، البورصة، ط 1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004، ص 99. كذلك عمر ناطق يحيى الحمداني، مرجع سابق، ص 226.

مالية في البورصة"¹ ، فيما يعرفها إتجاه آخر بأنها: " الإرادة المحركة للوسيط للقيام بعمليات على الأوراق مالية"².

من خلال التعريف الأول يتضح أن هذا الاتجاه يرى بأن أمر البورصة عبارة عن تفويض أو إذن، فهو تعريف منتقد كون الإذن أو التحويل ليس كالتفويض، لأن هذا الأخير هو مرادف لمصطلح التوكيل، حيث ورد في نص المادة 1984 من القانون المدني الفرنسي أن : " الوكالة أو التفويض تصرف يمنح به شخص لآخر سلطة فعل شيء لحساب الموكل وباسمه، ولا يتشكل العقد إلا بقبول الوكيل"³.

وعلى هذا الأساس يرى البعض أن أمر البورصة عبارة عن عقد يخضع في أحكامه لعقد الوكالة، كون الزبون يفوض الوسيط من أجل شراء أو بيع نوع من القيم المنقولة⁴، وبالتالي فلا فرق بين هذه التعاريف بحكم أنها تدور في السياق نفسه ، ما دامت ترى بأن أمر البورصة عبارة عن عقد.

وعليه يمكن انتقاد هذا الرأي، لأنه لا يتفق مع الطبيعة القانونية للأمر، كونه يمثل تعبيراً عن إرادة العميل سواء بالبيع أو الشراء، وبالتالي فهو لا يتوافق مع القواعد العامة للعقود، التي تفترض حرية التعبير عن الإرادة، وأين مثل هذه الحرية ؟

والوسيط كما هو مقرر لا يملك كقاعدة عامة حرية رفض تنفيذ أوامر العميل، فالأمر لا يعدو أن يكون التزاما يفرضه عقد الوساطة الذي ينظم العلاقة بين الطرفين، ولا يمكن وصفه بأنه عقد.

وبالتالي يكون التعريف الأخير الأقرب للصواب، حيث يصدق القول على أوامر البورصة بأنها إرادة العميل في إبرام صفقة ما، والتي لا يمكن تجسدها إلا من خلال تقديم طلب، والذي يتحرك الوسيط على إثره بقصد تنفيذ هذا الطلب الذي يعد في الأصل التزام مترتب على عاتقه بناءً على اتفاق سابق بينهما.

¹ - ريمة بالجودي، مرجع سابق، ص 116. كذلك نصر على طاحون، مرجع سابق، ص 178.

² - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 367. كذلك عمر ناطق يحي الحمداي، مرجع سابق، ص 226.

³ - Article 1984 créée par loi 1804-03-10 promulguée le 20 Mars 1804 : " Le mandat ou procuration est un acte par lequel une personne donne à une autre le pouvoir de faire quelque chose pour le mandant et en son nom. Le contrat ne se forme que par l'acceptation du mandataire", <https://www.legifrance.gouv.fr>, visite le 10/012019.

⁴ - بن عزوز فتيحة، مرجع سابق، ص 375.

أما من الناحية القانونية، فالمشرع الجزائري مثلاً لم يهتم بتعريف أوامر البورصة ضمن المرسوم التشريعي 10/93، غير أن النظام العام لبورصة القيم المنقولة نص بأن: " أمر البورصة هي تعليمة يقدمها زبون إلى وسيط في عمليات البورصة، أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير نشاط بمقابل"¹.

من خلال هذا التعريف يبدو أن لجنة ت.ع.ب.م حين اعتبرت الأوامر الصادرة من العميل إلى الوسيط تعليمات، قد سارت على خطى سلطة ضبط الأسواق المالية الفرنسية، والتي أوردت ضمن المادة 321-42 من لائحتها بأن خدمة تنفيذ الأوامر لصالح الغير تقدم من خلال بدل العناية لتزويد العميل بأفضل تنفيذ ممكن بما يتلاءم والتعليمات الصادرة منه²، وهو الرأي نفسه لدى كثير من الفقه الفرنسي الذين عرفوا أمر البورصة على أنه التعليمات الصادرة من العميل إلى وسيطه المالي³.

في حين القول بأن أوامر البورصة عبارة عن تعليمات كما ورد في النظام 03/97، لا يصح من الناحية القانونية، لأن هذا التكييف لا ينطبق على الرابطة القانونية التي تربط بين الوسيط والزبون⁴، وهي العلاقات التعاقدية بغض النظر عن طبيعة العقد المبرم بين الطرفين سواء كان عقد وكالة أو غيره من العقود الأخرى، وإنما التعليمات تصح فقط بين الرئيس والمرؤوس⁵.

أما إذا بحثنا في التشريع المقارن فنجد أن المشرع المصري كذلك لم يعرف أوامر البورصة ضمن قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، ولا ضمن اللائحة التنفيذية، ولا ضمن قانون الإيداع والقيود المركزي رقم 93 لسنة 2000.

¹ - المادة 89 من النظام 03/97، مرجع سابق.

² - رشا محمد تيسير حطاب، عقد التداول في البورصة - دراسة قانونية مقارنة، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، الجامعة الأردنية، المجلد 36، العدد 1، 2009 ص 119.

³ - بن عزوز فتيحة، مرجع سابق، ص 374.

⁴ - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

⁵ - أنظر حمليل نواره، مرجع سابق، هامش ص 382.

كما لم يعرف المشرع الأردني أوامر البورصة ضمن قانون الأوراق المالية، غير أنه قد ورد في المادة 2 من تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، بأن أمر الشراء/البيع هو الأمر المرسل إلى نظام التداول لشراء/بيع ورقة مالية معينة.

بمعنى أن الأمر هنا يقصد به الوسيلة، أو الآلية التي يتم من خلالها إدخال طلب الشراء أو البيع لنظام التداول بالبورصة، ما يفيد حسب هذا المفهوم أنها تصدر من الوسيط إلى السوق المالي بغرض إدخال طلبات الشراء والبيع لنظام البورصة.

في حين نجد في الفقرة التي تسبقها من المادة نفسها أن: " التفويض هو الطلب الذي يقدمه العميل للوسيط لشراء، أو بيع ورقة مالية بناءً على شروط محددة من قبل العميل وفقاً لأحكام هذه التعليمات". كما تنص المادة 5/أ بأنه يتوجب على الوسيط ما يلي:

" - الحصول على تفاويض خطية، أو صوتية، أو إلكترونية من عملائه تخوله التصرف بالأوراق المالية نيابة عنهم وتعتبر هذه التفاويض ملزمة للطرفين .

- تثبيت التاريخ والوقت عند استلام تفاويض عملائه لمراعاة التسلسل عند إدخال الأوامر إلى نظام التداول ...".

بالتمعن في الصياغة السابقة يتبين أن المشرع الأردني يؤكد أن التفاويض هي الطلبات التي يتقدم بها العملاء، أما الأوامر فيصدرها الوسيط لإدخال الطلبات إلى نظام التداول.

إذاً فمن خلال هذه المفاهيم الواردة في تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان، يتبين أنها أخلطت بين مفهوم الأمر والتفويض، لأن الأمر هو الطلب الذي يقدمه العميل للوسيط بغرض البيع أو الشراء، في حين التفويض هو التوكيل الذي يبرم بينهما لفتح الحساب، والمشرع الأردني هنا يقصد بالتفويض الأمر، أو الطلب المقدم من العميل للوسيط، لأنه نص في المادة 4 على إبرام اتفاقية فتح الحساب، وحدد نموذجاً في المادة 19، لذا كان من الأفضل أن يترك تقديم التعاريف للفقهاء كما فعل المشرع المصري، والمشرع الفرنسي.

وبناء على ما تم ذكره وبالرجوع إلى الصفات التي يتميز بها وسيط ب.أ.م، وبالضبط صفته في العقد باعتباره وكيلاً عن العميل، وكون الوسيط كما رأيناه في العنصر الثاني (المتعلق بالإجراءات التمهيدية لقبول التداول)، يتولى قبل بدء التفاوض لحساب العميل إبرام

اتفاقية فتح حساب، والتي على أساسها يصبح مخولاً بتنفيذ أوامر العميل داخل السوق المالي، وهذا ما يؤدي إلى القول بأن هناك عقد وكالة سابق بين الطرفين، وأن ما يصدر بعد ذلك من أوامر من العميل إلى الوسيط ما هي إلى تحصيل حاصل لما تم النص عليه في الاتفاق المبرم بينهما، وهو ما يستوجب على الطرفين تنفيذ الالتزامات الواردة في عقد الوكالة، وهو ما يؤكد كذلك بأن الأوامر ليست عقداً ثانياً، بل هي مجرد تعبير عن إرادة العميل التي يبيدها للوسيط على شكل طلبات يُعلمه بموجبها أنه يرغب في بيع أو شراء قيمة معينة من الأوراق المالية.

إذا فمقابل إلتزام المستثمر بتمكين الوسيط من عمولة محددة، يترتب على عاتق الأخير تنفيذ طلبات العميل كما أرادها وفي الوقت المحدد، غير أنه وباعتباره وكيلًا مختصًا في هذا المجال، قادر على تحليل وضع السوق المالي، ومعرفة ما إذا كان تنفيذ هذه الأوامر مفيداً أم ضاراً بالعميل، فإن السلطة التقديرية في تنفيذ هذه الصفقات التي أراد العميل القيام بها يرجع للوسيط، وأنه مسؤول عنها متى كانت مضرة بمصلحة العميل، وقام بها وهو يعلم بذلك. بمعنى أنه ملزم ببذل عناية¹ وليس بتحقيق نتيجة لتجنب الإضرار بالعميل.

وعليه يمكن القول أن هناك عقد واحد، هو اتفاقية فتح الحساب بين الطرفين، وأن ما يأتي بعدها مجرد تنفيذ للالتزامات المترتبة على هذا العقد؛ بمعنى أن سعي الوسيط إلى إبرام عقد التداول ما هو إلا التزم ملقى على عاتقه يجد مصدره في عقد التفويض المبرم بينه وبين عميله، والذي محله أمر شراء أو بيع ورقة مالية²، وبالتالي فالأحكام التي يخضع لها هذا العقد هي تلك الأحكام المطبقة على عقد الوكالة³، لذلك لا بد من أن تتوفر فيه القواعد العامة للعقود، من رضا، أهلية، محل وسبب.

هذا بالإضافة إلى الأحكام الخاصة التي تنص عليها قوانين وأنظمة الأسواق المالية، وتبعاً لذلك وباعتبار عقود الوساطة في بورصة الأوراق المالية هي عقود وكالة من طبيعة خاصة، فكان من اللازم أن تطبق عليها قواعد ذات طابع خاص.

¹ - رشا محمد تيسير خطاب، مرجع سابق، ص 119.

² - المرجع نفسه، ص 117.

³ - المواد من 571 إلى 589 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

ثانياً: كيفية إصدار الأوامر إلى وسيط بورصة الأوراق المالية وأنواعها.

يثير البحث في الأوامر الصادرة من المستثمر إلى الوسيط في بورصة الأوراق المالية التساؤل فيما إذا كان يشترط إصدارها إلى الوسيط، والتعبير عنها في شكل محدد، أم أنه يجوز إصدارها بأي وسيلة ممكنة، بالإضافة إلى الأنواع التي يمكن أن تأخذها هذه الأوامر. على أن تقسم الإجابة على ذلك إلى شطرين، حيث نبين كيفية إصدار الأوامر أولاً، ثم بيان أنواعها ثانياً.

أ - كيفية إصدار الأوامر إلى وسيط بورصة الأوراق المالية.

ما دامت أوامر البورصة ليست سوى تعبير عن إرادة العميل (بائعا أو مشتريا) في التعاقد على صك مالي ما، وهذا الأمر طبقاً للقواعد العامة لا شكل معين له¹، ومن ثم يكون من الجائز إصدار الأمر بأي وسيلة من الأشكال الحديثة، التي تستخدم في الكتابة والتخاطب، كالفاكس أو الحاسب أو الهاتف²، والأنترنيت، وفي حالة الطلبات المقدمة عبر الإنترنت يجب أن يكون لدى المصرفي نظاماً آلياً يحظر تلقائياً دخول الأوامر في حالة ما إذا كانت ناقصة أو انعدام التغطية، وخلاف ذلك تقوم مسؤولية البنك الوسيط³، إلا أنه يجب على الوسيط الحيطة من سوء النية المحتملة لزيائنه، وذلك بأن يطلب منهم تأكيداً خطياً عند الضرورة بواسطة برقية⁴، أو في حالة الأوامر الشفهية⁵.

غير أنه بالنظر في التشريع المقارن، نجد أن القاعدة العامة لدى المشرع المصري، أنه لا يجيز للسماح إجراء عمليات في السوق لحساب عملائه، إلا إذا كان مفوضاً في إجراءاتها من العميل بموجب تفويض مكتوب، وإن تمت العملية خلافاً لذلك جاز للعميل قبولها أو رفضها¹.

¹ - ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص 119. كذلك محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 60.

² - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 370.

³ - " Le banquier agit en tant que mandataire, à ce titre, il doit agir conformément au mandat qui lui a été donné par son client investisseur. Il doit exécuter l'ordre de vente ou d'achat qui lui est donné par le client sans pouvoir décider de l'opportunité de l'acte ni d'opérer le choix de les exécuter ou non , Pour le cas des ordres passés via internet, le banquier doit avoir un système automatisé qui effectue un blocage automatique des entrées de ces ordres en cas d'insuffisance de provision ou de couverture. Faute de quoi, la responsabilité du banquier est engagée ", CHAMINAH Loulla, LA RESPONSABILITE CIVILE DU BANQUIER EN DROIT MALAGASY, thes de doctorat, Ecole doctorale : Droit, Unité de recherche : Droit des affaires, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, 2015, p351.

⁴ - جاسم فاروق إبراهيم، مرجع سابق، ص 200.

⁵ - " En cas de transmission orale des ordres, le banquier exige la plupart du temps une confirmation écrite de son client ", Chaminah Loulla, op.cit, p 351.

¹ - أحكام المائدة 2/45 من قانون التجارة المصري، مرجع سابق.

غير أنه واستثناءً على هذه القاعدة، أجازت المادة 263 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، لشركة الوساطة أخذ أوامر عملائها هاتفياً وفقاً لنظام تسجيل هاتفى تعده الشركة وتوافق عليه هيئة السوق، ضماناً لعدم التلاعب والغش، على أن يتم تأكيد ذلك في ما بعد كتابة من قبل العميل.

كما نصت المادة 277 بأنه: "يكون أمر شراء أو بيع السندات مكتوباً أو شفويّاً، أو بأي وسيلة متعارف عليها، على أنه إن لم يكن مكتوباً فيجب أن يتم تأكيده كتابة".

الملاحظ أن المشرع المصري خرج عن القاعدة العامة في المجال التجاري وهي حرية الإثبات باشتراطه الكتابة، وهذا لضمان حماية مصالح العملاء من الغش والتلاعب من قبل الوسطاء الماليين، لكن لدواعي السرعة في معاملات البورصة أجاز تقديم الأوامر بوسائل الاتصال الحديثة مع التقيد بإجراءات الأمان التي نص عليها.

أما المشرع الأردني فقد أورد في المادة 5/أ من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان، بأنه يجب على الوسيط الحصول على تفاويض خطية، أو صوتية، أو إلكترونية من عملائه، تخول التصرف بالأوراق المالية نيابة عنهم، وتعتبر هذه التفاويض ملزمة للطرفين، على أن يتحقق الوسيط من صحة التفاويض وفقاً لما يراه مناسباً وذلك على مسؤوليته. وتعد التسجيلات الصوتية والإلكترونية الموجودة لدى الوسيط معتمدة في حال قيام نزاع بينه وبين عميله.

كما جاءت المادة 2/8203 من تعليمات سوق باريس أوروبكس (Paris Euronext) لتداول الأوراق المالية في السياق نفسه¹، وقد اعتمد المشرع الجزائري الأسلوب نفسه حين أجاز للوسيط والعميل تحديد الوسائل، أو الطرق التي يرونها مناسبة للتعبير عن الرغبة في التداول، وذلك أثناء إبرام اتفاقية فتح الحساب بينهما، حيث جاء في نص المادة 96 من النظام 03/97 على أنه: "يتم إرسال أمر من الأوامر إلى الوسيط في عمليات البورصة باية وسيلة ووفق الشروط المحددة بين الزبون ووسيطه في عمليات البورصة، في اتفاقية فتح الحساب الموقعة من الطرفين...".

¹ - بن رزيق محمد، النظام القانوني لأمر البورصة في القانون الجزائري، مذكرة ماجستير، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 1، 2014، ص 31.

غير أنه في حالة ما إذا تم إصدار الأمر إلى الوسيط هاتفياً، فإنه يلزم العميل بتأكيد الأمر كتابياً وفقاً لما جاء في المادة 97 من النظام نفسه. كما نصت المادة 21 من النظام 01/15 على أنه: "يجوز منح أوامر البورصة بكل الوسائل مع ترك أثر كتابي، أو على وسائل الإعلام الإلكترونية، أو تسجيل هاتفي، وفقاً للاتفاقية الموقع عليها مع الزبون".

فيما نجد بعض التشريعات الأخرى تشترط أن تكون التفويضات الواردة من العملاء كتابية، وأن يوقع كل من الوسيط والعميل على التفويض، على أن يتسلم العميل نسخة منه، كما هو الحال في التشريع الكويتي¹.

تأسيساً على ما سبق ذكره، يظهر أن المشرع الجزائري كغيره من التشريعات المقارنة، قد عمل من خلال ل.ت.ع.ب.م، التي أخذت بعين الاعتبار ضمن أنظمتها ما تتطلبه المعاملات في سوق الأوراق المالية من سرعة في تنفيذ الصفقات، وذلك حينما وسعت من أشكال التعبير عن رغبة المتعاملين في التداول، دون حصرها في المحررات لما ينجر عنها من تعقيدات تحد من سرعة إنجاز المعاملات، وإن كانت الكتابة غير مستبعدة في بعض الحالات لما لها من قوة في الإثبات أثناء المنازعات، لضمان حماية أكبر لمصالح المتعاملين من غش وتلاعب الوسطاء، وكذلك للدلالة على سوء نية المتعامل نفسه.

وسواء كان تعبير العميل عن إرادته في بيع أو شراء أوراق مالية، بطريقة الكتابة أو شفهيًا، أو بأي وسيلة إلكترونية أخرى، فإنه يشترط أن تكون الأوامر الصادرة إلى الوسيط محددة بكل وضوح، منعاً لأي لبس قد يحصل. وهذا ما يتطلب بيان نوع الأوراق المالية محل التعامل، وكميتها، السعر المطلوب أن تتم على أساسه الصفقة².

كذلك يجب بيان طبيعة الورقة المالية (سهم أم سند)، بالإضافة إلى التأكيد الدقيق على نوعها إن كانت أسهم رأس المال، أم أسهم تمتع، أم أسهم عادية، أم ممتازة ... إلخ.

¹ - كمال عبد الجواد الشافعي، مرجع سابق، ص 130.

² - محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص 100. كذلك ريان هاشم حمدون، التنظيم القانوني للتداول الإلكتروني للأوراق المالية، د، ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013، ص 50.

وهذا ما أكدته المادة 92 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03/97 والتي حددت بعض البيانات الشكلية الدقيقة، يتوجب مراعاتها ضمن الأمر المقدم للوسيط المالي، والمتمثلة في :

- بيان اتجاه العملية (شراء أم بيع).

- تحديد القيمة محل التداول، أو خصائصها.

- عدد الأوراق المالية المراد بيعها أو شراؤها.

- تحديد سعر البيع، أو الشراء.

- مراجعة صاحب الأوامر.

وبصفة عامة تقديم أي بيانات أخرى تساعد على حسن تنفيذ الصفقة، كما يمكن لشركة إدارة البورصة أن تشترط أي بيان تكميلي تراه ضروريا لذلك.

هو نفس أسلوب المشرع الأردني نفسه، حيث أشارت المادة 5/4- من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان، إلى مجموعة من البيانات يجب أن يتضمنها الأمر، وعلى الوسيط التثبت منها وهي: اسم ولقب العميل، اسم الجهة المصدر، نوع الأمر، عدد الأوراق المالية، السعر، تاريخ التفويض ووقته ومدة سريانه.

أما المشرع المصري فقد أكد على تضمين الأوامر لبيانات محددة بموجب المادة 276 من لائحة سوق رأس المال، دون أن يبين ماهية هذه البيانات، غير أنه ذكر البعض منها في دليل إجراءات التداول وهي: اسم الورقة المالية، اسم ورقم حساب العميل، الكمية المطلوب بيعها أو شراؤها، تاريخ ووقت استلام الأمر¹.

كما تقضي المادة 1/95 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 بوجود عرض أوامر العملاء، خلال الفترة المحددة وبالشروط المحددة كذلك بأوامرهم ولا سيما السعر، وقد جاء في المادة 11 من ملحق لائحة قانون الإيداع المركزي بأنه:

¹ - الدليل الاسترشادي لإجراءات التداول لشهر جويلية 2007، ص 12، على الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية، مرجع سابق.

" يصدر أمر الشراء من العميل أو نائبه القانوني ... وفقاً للنظام الذي تعده الشركة وتعتمده الهيئة، على أن يتضمن على الأخص ما يلي: - نوع وكمية الأوراق المالية التي يريد العميل شراءها؛ - اسم أمين الحفظ الذي يريد تحويل الأوراق المالية المشتراة إليه لإدارتها؛ - مدة سريان الأمر".

في حين المشرع الفرنسي ومن خلال المادة 01/4203 من تعليمات (Paris Euronext) لتداول الأوراق المالية، يبين أن كل أمر بورصة لا بد أن يتضمن على الأقل البيانات التالية: الورقة المالية التي يتعلق بها، الرمز التعريفي الموزع من قبل السوق، اتجاه الأمر (بيع أو شراء)، الكمية، السعر وطبيعة الخدمة المطلوب تنفيذها¹.

وعليه يمكن القول أن القوانين محل المقارنة، تكاد تجمع على البيانات نفسها، والشروط الشكلية الدقيقة التي يجب أن تتضمنها الأوامر، وهذا دليل على مدى أهميتها، باعتبار أن هذه الأوامر هي المحرك الأساسي لنشاط الوسيط وبورصة الأوراق المالية في حد ذاته.

هذا دون إهمال الشروط العامة الواجب توفرها في أوامر البورصة، ما دامت تعبيراً عن إرادة العميل في التعاقد. كأن تكون هذه الأوامر صادرة عن شخص يتمتع بالأهلية القانونية الواجب توفرها لصحة التصرفات الإدارية بوجه عام، وفقاً لما تقرره القواعد العامة²، كما يجب أن يصدر الأمر من العميل برضى غير مشوب بعيب من عيوب الإرادة، كالغلط، الإكراه والتدليس³.

ب - أنواع الأوامر الصادرة لوسيط بورصة الأوراق المالية.

كما سبق الإشارة إليه فإن بيع أو شراء الأوراق المالية في البورصة يتم عن طريق صدور أوامر من المستثمر إلى و.ع.ب مفوض يتولى تنفيذها، ويشترط في هذه الأوامر أياً كانت طريقة إبلاغها إلى الوسيط أن تكون صريحة وواضحة، في حين قد يصدر المستثمر أحياناً أوامر محددة السعر أو بدون تحديد، كما قد يتضمن الأمر توقيتاً محدداً لتنفيذه، وقد يخلو منه.

¹ - بن رزيق محمد، مرجع سابق، ص 30.

² - جاسم فاروق إبراهيم، مرجع سابق، ص ص 195، 196.

³ - عمر ناطق يحيى الحمداني، مرجع سابق، ص 229.

وعلى هذا فإنه يمكن تصنيف الأوامر الصادرة إلى الوسيط المالي وفقاً لمعايير متعددة نذكر من أهم هذه الأصناف:

1- الأوامر الصادرة لوسيط بورصة الأوراق المالية من حيث السعر.

يعد هذا النوع من أشهر الأوامر الصادرة للوسيط في بورصة الأوراق المالية، وله عدة صور وذلك حسب درجة تطور السوق¹، غير أن الصور الأكثر شيوعاً هي:

1-1- الأمر بسعر محدد: *price limit order*

هو ذلك الأمر الذي يحدد فيه العميل السعر الذي يتوجب عليه أن ينفذ به الصفقة، دون أن يترك للوسيط أدنى قدر من الحرية في تنفيذه²، أي أن العميل يحدد السعر الأقصى الذي يكون مستعداً لدفعه إذا كان مشترياً، والحد الأدنى الذي يقبل التنازل مقابلته على صكوكة متى كان بائعاً³.

وهذا ما عبرت عنه المادة 93 من النظام 03/97 السالف الذكر، في فقرتها الثالثة بأن: "الأمر بسعر محدد، هو الأمر الذي يحدد بمقتضاه، المستثمر السعر الأقصى الذي يقبل بدفعه لشراء السندات، أو السعر الأقصى الذي يقبل بموجبه التنازل عن السندات".

والملاحظ من خلال نص المادة يبدو أن هناك خطأ في الصياغة، حيث أنه من المفترض في حالة البيع تحديد السعر الأدنى الذي لا يقبل العميل أن يتنازل عن صكوكة، أو أوراقه المالية بأقل منه، وليس السعر الأقصى الذي يقبل بموجبه التنازل عن السندات، ولهذا فمن المستحسن إعادة صياغة هذه الفقرة لتدارك هذا السهو.

¹ - على سبيل المثال تعتمد بورصة دبي نوعين رئيسيين من أوامر البيع والشراء، وهما الأوامر من حيث السعر (أمر محدد السعر، أمر بسعر السوق)، والأوامر من حيث المدة (أمر ساري المفعول لمدة يوم واحد، أمر محدد المدة، أمر مفتوح المدة)، راجع، منشور بورصة دبي حول كيفية التداول في سوق دبي المالي وناسداك دبي، ص 18، على الموقع الإلكتروني: www.nasdaqdubai.com تاريخ الزيارة 2019/8/19.

² - جاسم فاروق إبراهيم، مرجع سابق، ص 205.

³ - Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, *Gestion financière, Manuel & Application*, 10^e Edition, Dunod, Paris, 2001, p 30.

كذلك محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص 103.

وفي هذا الصدد كذلك تشير المادة 266 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري على أنه: " تلتزم الشركة بتنفيذ أوامر عملائها في الحدود الصادرة بها، ولا يجوز لها أن تتجاوز هذه الحدود عند بيع أو شراء الأوراق المالية، ويحظر عليها تنفيذ العمليات بأسعار أو كميات تتجاوز أوامر العملاء بالزيادة أو بالنقص".

ولعل أهم مزايا هذا الأمر المحدد، هو أن العميل يعرف مقدماً الحد الأقصى لقيمة الأوراق المالية التي سيدفعها إذا كا مشترياً، والحد الأدنى للقيمة إذا كان بائعاً¹، غير أن هذه الصورة لها عيوب من أهمها أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد، وعليه فلا ينفذ الأمر ولو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً²، وحتى ولو كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد، فإن قاعدة "الأمر الوارد أولاً ينفذ أولاً" قد تؤدي إلى عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن، وذلك إذا كان ترتيبه متأخراً³ أو عدم كفاية كمية الأوراق المالية المعروضة للبيع. ولهذا فالأفضل للمستثمر إصدار أمر السوق⁴.

ومن صور الأوامر المحددة نجد الأمر بسعر الإفتتاح؛ وهو الأمر الذي يجب تنفيذه بأول سعر ينفذ على أوراق شركة ما في جلسة التداول⁵، بمعنى أن ينفذ بأول سعر تفتتح به البورصة⁶، ولهذا يعرفه البعض بأول سعر.

كذلك الأمر بسعر الإغلاق؛ ويقصد به الأمر الذي ينفذ بالسعر الأخير الذي يسبق الإغلاق⁷.

1-2 - الأمر بسعر السوق: (Market order) - (price market Order)

يعرف أمر السوق على أنه الأمر الذي يطلب المستثمر تنفيذه على سعر السوق، وعادة ما

1 - جاسم فاروق إبراهيم ، مرجع سابق، ص 207.

2 - طاهر شوقي محمد مؤمن ، مرجع سابق، ص 202.

3 - هندي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص 127. كذلك مبارك بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 530. كذلك السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 170.

4 - طاهر شوقي محمد مؤمن، مرجع سابق، ص 202.

5 - جاسم فاروق إبراهيم ، مرجع سابق، ص 206. كذلك طاهر شوقي محمد مؤمن ، مرجع سابق، ص 202.

6 - محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص 103.

7 - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

تتخذ هذه الأوامر بشكل فوري لأنها لا تتضمن سعراً محدداً¹، وهي من أكثر أنواع الأوامر شيوعاً، وهنا يكون السمسار ملتزماً ببديل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن².

إذا فهذا النوع من الأوامر وإن كان السعر غير محدد فيه، فإن نظام السوق يحوله تلقائياً إلى أمر بسعر محدد، حيث يجعل الحد هو سعر الافتتاح بالنسبة للأوامر الصادرة قبل فتح السوق، وبالنسبة للأوامر الصادرة خلال جلسة التداول يكون السعر الأمثل هو أحسن سعر مقابل لتلك الأوامر في السوق³. وعلى هذا الأساس فإن المستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة شبه تأكد أن أمره سيتم تنفيذه، وإن كانت درجة تأكيده أقل كثيراً فيما يتعلق بالسعر⁴.

وقد أكدت ذلك الفقرة الأولى من المادة رقم 93 من نظام 03/97 أعلاه والتي ورد في أحكامها بأنه لا يتضمن الأمر بسعر السوق أية إشارة إلى السعر، ويقع تنفيذه تبعاً للأوامر الموجودة في السوق، ولهذا يلزم المشرع المصري شركات الوساطة أن تبذل أقصى درجة من العناية لتحقيق أفضل الأسعار في السوق⁵، وكذلك الحال في التشريع الفرنسي من خلال المادة (3-3-1) من المرسوم التنفيذي الفرنسي الصادر في 14 أكتوبر 1997⁶.

وتجدر الإشارة أن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بينت من خلال نص المادة 93 سالفة الذكر أن مجال تطبيق أوامر السوق يكون في حال اعتماد التسعيرة المتواصلة. وإذا كان من مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمن التنفيذ⁷، إلا أنه بالمقابل قد تلحق بالعمل خسائر كبيرة في حال تغير الأسعار بشكل مفاجئ⁸.

¹ - ديماء وليد حنا الربضي، الأسواق المالية (تركيباتها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية)، الطبعة الأولى، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة، 2015، ص 13.

² - محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 43. كذلك محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في البورصة- مدخل إتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص 36، كذلك هنيدي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص 125. كذلك كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 377.

³ - Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, opcit, p 30.

⁴ - محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 43. كذلك محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في البورصة- مدخل إتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص 36.

⁵ - أحكام المادة 260 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، مرجع سابق.

⁶ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 379.

⁷ - طاهر شوقي محمد مؤمن، مرجع سابق، ص 201. هنيدي منير إبراهيم، مرجع سابق، ص 126.

⁸ - جاسم فاروق إبراهيم، مرجع سابق، ص 205. الحمداني عمر ناطق، مرجع سابق، ص 232.

1- 3- الأمر بسعر أفضل: (The Best Order or At Market Order)

يعد هذا النوع من الأوامر كسابقه، إذ لا يتضمن أية إشارة إلى السعر الذي تنفذ عنده الصفقة، فلا يحدد المشتري أي سعر أقصى، كما لا يحدد البائع أي سعر أدنى لمعاملته، ويقع تنفيذ الأمر بالأولوية، وبأحسن ما تسمح به السوق¹، غير أن الفارق بينهما أن هذا النوع يطبق في اعتماد آلية التسعيرة الثابتة، في حين يطبق الأول عند استعمال التسعيرة المتواصلة².

إذا هذا النوع من الأوامر يعطي الحرية للسماح في تنفيذ الصفقة، وتلعب مهارة الوسيط دوراً مهماً في تحديد أحسن سعر متوفر، أي أقل سعر عند الشراء وأكبر سعر عند البيع.

2 - أوامر صادرة لوسيط بورصة الأوراق المالية محددة بزمن التنفيذ.**(Time Limit of Orders)**

يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ (*Time Limit of Orders*) تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدمه، بحيث يصبح الأمر لاغياً في حال عدم تنفيذه خلال هذه المدة، وتجدر الإشارة أن الآجال المعتمدة والتي قد تنص عليها الأوامر كتحديد لصلاحياتها في البورصة الفرنسية تختلف عنها في البورصة الجزائرية وكذلك الأردنية.

إذ قد تتمثل في البورصة الفرنسية بيوم واحد، فيكون الأمر عندئذ سارياً لمدة يوم واحد، قابلاً للتنفيذ فقط خلال جلسة التداول التي تم استلامه خلالها، أو تتحدد هذه المدة بعدد من الأيام فيكون الأمر صالحاً لغاية تاريخ معين، وقد يصدر الأمر قابلاً للإلغاء، أي ساري المفعول لحين تنفيذه، أو إلغائه من قبل مصدره، وفي حال خلوه من الإشارة إلى مدة صلاحيته يكون صالحاً ليوم واحد³.

أما في بورصة الجزائر فتقسم الأوامر من حيث مدة صلاحياتها إلى:

¹ - المادة رقم 93 / 2 من النظام 03/97، مرجع سابق.

² - المادة رقم 93 / 2، 4 من النظام 03/97، مرجع سابق.

³ - بن رزيق محمد، مرجع سابق، ص ص 18، 19.

2-1- الأمر ليوم: هذا النوع من الأوامر لا يكون صالحاً إلا أثناء جلسة التداول الموالية لإصداره إلى الوسيط في عمليات البورصة¹.

2-2 - الأمر لمدة محددة:

هو أمر يتضمن أجلاً محدداً لا تتجاوز مدته ثلاثين (30) يوماً، ويعد صالحاً إلى نهاية جلسة

التداول المنصوص عليها، وفي حالة عدم الإشارة لمدة الصلاحية يعد أمراً ليوم².

2-3 - الأمر للتنفيذ:

هذا النوع من الأوامر لا يتضمن أي حد للصلاحية، وأن مدة تقديمه إلى السوق لا تتجاوز ثلاثة أسابيع³.

2-4 - الأمر الملغى:

يعد هذا النوع من الأوامر صالحاً إلى غاية آخر حصة التسعيرة للشهر الذي يرسل خلاله إلى الوسيط في عمليات البورصة⁴.

¹ - المادة رقم 94 / 2 من النظام 03/97، مرجع سابق. كذلك المادة 27/ بند الصلاحية من القرار رقم 02/98، الصادر عن شركة بورصة الجزائر بتاريخ 22 مارس 1998، والمتعلق بإدارة حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر، مرجع سابق:

Validité: a) Ordre « de jour » :

L'ordre réputé "de jour" est un ordre d'achat ou de vente valide uniquement pour la séance de bourse suivant sa transmission.

² - المادة رقم 94 / 4 من النظام 03/97، مرجع سابق. كذلك المادة 27/ بند الصلاحية من القرار رقم 02/98، مرجع سابق.

c) Ordre « à durée limitée » :

L'ordre "à durée limitée" est un ordre d'achat ou de vente qui comporte une date limite de validité d'une durée maximale de 30 jours et qui s'analyse comme valide jusqu'à l'issue de la séance de bourse mentionnée.

³ - المادة رقم 94 / 3 من النظام 03/97، مرجع سابق. كذلك المادة 27/ بند الصلاحية من القرار رقم 02/98، مرجع سابق.

d) Ordre « à exécution » :

L'ordre "à exécution" est un ordre d'achat ou de vente qui ne comporte aucune limite de validité. Sa durée de présentation au marché est limitée à trois semaines de calendrier.

⁴ - المادة رقم 94 / 1 من النظام 03/97، مرجع سابق. كذلك المادة 27/ بند الصلاحية من القرار رقم 02/98، مرجع سابق.

b) Ordre « à révocation » :

L'ordre "à révocation" est un ordre d'achat ou de vente valide jusqu'à exécution ou jusqu'à la dernière séance de négociation de bourse du mois civil en cours.

وتجدر الإشارة أن المشرع الأردني قد أخذ بالاسلوب المتبع نفسه في بورصة الجزائر¹، وكذلك المادة 9/2 من تعليمات أرونكس² رقم 4-01.

3- أوامر صادرة لوسيط عمليات البورصة مرتبطة بكمية الأوراق المتداولة.

إن من أهم المعايير المحددة لنوع الأوامر الصادرة إلى الوسيط في عمليات البورصة، نجد كذلك معيار كمية الأوراق المالية، حيث تختلف الأوامر تبعاً للكمية التي يرغب العميل في التداول عليها بيعاً أو شراءً، فتترد مقترنة بشروط تنفيذ معينة، تتخذ عدة أشكال من بينها:

3-1- الأمر بدون شرط الكمية:

هذا النوع من الأوامر ينفذ بأكبر كمية ممكنة فور دخوله السوق، وقد نص عليه المشرع الجزائري في المادة 95 من لجنة تنظيم عمليات البورصة رقم 03/97، بخصوص شروط تنفيذ الأوامر المتعلقة بالأجوبة الجزئية؛ أي الاستجابة الجزئية للأمر من حيث الكمية المطلوبة للشراء أو البيع، حيث جاء فيها: "الأوامر بدون شرط التي بمقتضاها تحلل كمية السندات بأقصى كمية". وقد أشار إليه المشرع الأردني في دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية في بورصة عمان في البند الخاص بمدة سريان الأوامر³.

3-2- أوامر الكل أو الملاشيء:

هي تلك الأوامر التي تشير إلى تنفيذ طلب العميل وفقاً للكمية المحددة، وإلا تعتبر لاغية، بمعنى أنها لا تقبل التنفيذ الجزئي، وهذا ما عبرت عنه المادة 95 السالفة الذكر في فقرتها الثانية ب: "أوامر "الكل أو لا شيء" التي لا يمكن الإجابة عليها جزئياً". وتعرف كذلك بأوامر "التنفيذ أو الإلغاء"⁴.

¹ - أنظر المادة 30 من دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية في بورصة عمان على الموقع الإلكتروني لشركة بورصة عمان: <https://www.ase.com.jo>، تاريخ الزيارة 2018/02/10.

² - بن رزيق محمد، مرجع سابق، ص 19.

³ - المادة 28/ب من دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية في بورصة عمان، على الموقع الإلكتروني لشركة بورصة عمان، مرجع سابق.

⁴ - المادة 27/بند شرط خاص من القرار رقم 02/98، مرجع سابق.

Stipulation spéciale : a) Ordre "tout ou rien": Un ordre "tout ou rien" est un ordre d'achat ou de vente qui ne peut être répondu partiellement.

- أنظر كذلك: Art.202.1 Instruction de négociation Euronext Art.4204/6-i Règles de négociation

نقلًا عن بن رزيق محمد، مرجع سابق، ص 19.

4- أوامر العميل وغير العميل:

وهي أوامر يرتبط تصنيفها بالجهة المصدرة لها، وردت في القرار رقم 02/98 والمتعلق بإدارة حصص التداول في بورصة القيم المنقولة دون ان يتناولها النظام 03/97، هذا الصنف يتضمن نوعين من الأوامر:

أوامر غير العميل؛ وهي الأوامر التي تصدر من الوسيط المالي ولحسابه.

أما النوع الثاني في أوامر العميل؛ وهي الأوامر التي يصدرها الغير للوسيط المالي بغرض تنفيذها لحسابه.

وعلى هذا الأساس تشترط البورصة في كل أمر يتم إدخاله إلى التداول من قبل الوسطاء الماليين أن يتضمن الإشارة إلى أنه أمر العميل، أو غير العميل¹.

الفرع الرابع: تنفيذ وسيط بورصة الأوراق المالية لأوامر المستثمرين.

بعد إبرام اتفاقية فتح الحساب بين العميل والوسيط في بورصة الأوراق المالية، وشروع الأخير في استلام أوامر البيع والشراء- التداول- من طرف العملاء، وتأكده من صحة البيانات الخاصة بالعميل أو ملكيته للقيم المنقولة في حالة البيع، يتكفل ممثلو الوسيط المالي داخل السوق بإدخال طلبات العميل المستثمر إلى نظام التداول الإلكتروني للبورصة، بهدف تسجيلها قصد الشروع في عمليات التداول في قاعات البورصة، حيث تتم هذه العملية عبر مراحل كما يلي:

¹ - المادة 29 من القرار 02/98، مرجع سابق.

Article 29 : Ordres clients et non-clients.

Un compte dans lequel un I.O.B. agissant pour son propre compte détient un intérêt direct ou indirect est dit "compte professionnel". Un ordre de bourse effectué pour un tel compte est un ordre "non-client".

Un ordre « client » est un ordre placé pour une tierce partie représentée par un I.O.B. en tant qu'agent pour fins de transaction en bourse.

Tout ordre de bourse doit porter la mention de client ou non-client, selon le cas.

أولاً: آليات عرض الأوامر في البورصة.

قبل الشروع في عملية التداول يجب تسعير¹ الأوراق المالية، حيث يتم التوصل إلى سعر التنفيذ بين البائع والمشتري، عن طريق الوسطاء الماليين وذلك باتباع عدة طرق وأساليب لعرض طلبات البيع والشراء، هذه الطرق منها ما هي تقليدية ومنها ما هي حديثة، علماً أن عملية التسعير تختلف من بورصة إلى أخرى، وقد تتبنى كل بورصة طريقة موحدة لكل الحصاص، كما قد تطبق عدة طرق، يمكن تلخيصها في:

أ - طريقة المناذاة:

هو أسلوب تقليدي لتداول الأوراق المالية، إذ يعلن الوسيط عن الأمر الصادر إليه بصوت مرتفع كي يسمعه الوسطاء الآخرون، فإذا ما تقدم أحدهم إلى المقصورة² الرئيسية وصرح عن رغبته في التعاقد عندئذ تنفذ الصفقة³، حيث يتميز هذا الأسلوب بأنه يعطي السمسار الحرية الكافية في التفاوض على السعر وحرية العدول عن عرضه السابق قبل تنفيذ العملية، كما أنه يزيد من التنافس بين شركات الوساطة في صورة مزاد مفتوح للوصول للسعر العادل⁴، ونظراً لكثرة الضجيج والفوضى الناتجة عن هذه الطريقة فإن السماسرة يلجأون إلى لغة الإشارة⁵. غير أن هذا الأسلوب القديم لا يتجاوب حالياً مع كثرة الأدوات المالية وحجم الصفقات المنجزة ودرجة سرعتها.

¹ - يعرف سعر البورصة بأنه: " القيمة التي يبلغها سند ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة، على أن يؤمن هذا السعر أكبر عدد ممكن من الصفقات، وإشباع أكبر عدد من العروض والطلبات"، شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 45 بتصرف.

- بصياغة أخرى: " سعر سوق الأوراق المالية هو القيمة التي يبلغها صك معين أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، وترتبط العمليات التي تجري في البورصة على إحدى الصكوك ببعضها أشد الارتباط، بحيث يقوم مجموعها بتحديد السعر وفقاً لقانون العرض والطلب"، محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص 104.

² - قاعة التداول في البورصة.

³ - عمر ناطق يحي الحمداي، مرجع سابق، ص 245.

⁴ - ريان هاشم حمدون، مرجع سابق، ص 45. كذلك كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 398.

⁵ - شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 45.

ب - أسلوب لوحات العرض:

هذا الأسلوب حديث نسبياً، حيث يقوم بموجبه الوسيط بعد تلقي الأمر الصادر إليه من المستثمر بكتابته على إحدى البطاقات، ثم يقوم بتسليم هذه البطاقة (عروض - طلبات) إلى الموظف المختص بالبورصة، وذلك قبل افتتاح جلسة التداول بمدة كافية لكي يتم تدوينه بطريقة تظهر على جميع لوحات العرض المنتشرة على جانبي المقصورة بالبورصة¹.

كما يتم تسجيل هذه الأوامر في سجل مخصص لذلك وفقاً لترتيب ورودها، وينفذ الأمر حسب ترتيبه في السجل، وتعد الصفقة متى تساوت الكمية، وكان السعر المعلن للشراء في المقصورة يساوي السعر المعروض للبيع على اللوحة أو يجاوزه، أو كان سعر البيع المعلن في المقصورة يساوي سعر الشراء المدون في اللوحة أو يقل عنه².

فإذا تمت الصفقة وجب على المتعاقدين تدوينها على بطاقة خاصة أعدت لهذا الغرض، وأن يسلمها المشتري إلى كاتب المقصورة بعد التوقيع عليها، وهذه البطاقة هي التي تتخذ أساساً لتدوين السعر على الفور في الجدول الرسمي³.

ج - أسلوب الحاسب الآلي:

بدأ استخدام نظام التداول الإلكتروني (*Electronique Trading System*) في الأسواق المالية مند ما يقارب ثلاثة عقود، وقد تزايد الاعتماد على الحاسب الآلي مع مرور الوقت ليقوم بإجراءات التداول، التي كانت تدار يدوياً في هذه الأسواق⁴، وبذلك تعد طريقة الحاسب الآلي من أحدث الطرق المتبعة في تداول الأوراق المالية، حيث تستخدم في أغلب بورصات العالم بعد أن هجرت أسلوب المناذاة ولوحات العرض.

1 - كريم عبد الباسط مولود ، مرجع سابق، ص 398.

2 - طاهر شوقي محمد مؤمن، مرجع سابق، ص 209.

3 - ريان هاشم حمدون، مرجع سابق، ص 55.

4 - محمد بن إبراهيم السحبياني، عبد الله بن حمد العمراني، قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستندتها الفقهية، مجلة دراسات اقتصادية وإسلامية، معهد البحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد 14، العدد الثاني، ديسمبر 2008، ص 67. أنظر كذلك:

- " Depuis le début des années quatre-vingt-dix les marchés financiers sont gérés automatiquement par des systèmes électroniques qui recueillent et appartiennent les ordres permettent la rédaction des contrats et diffusent information ...", Christian Gouriéroux, Gaelle le fol, Effet des modes de négociation sur les échanges, revue économique, volume 49, n° 3, p p 795-808, France, 1998, p 795.

كما يعتبر هذا الأسلوب الطريقة الأمثل في ظل التطورات الحديثة، حيث تتوافق مع كثرة الأوراق المالية وزيادة عمليات التداول في البورصات بصورة كبيرة أصبحت معها الأساليب التقليدية غير مجدية عملياً¹.

فوفق هذا الأسلوب يقوم الوسيط بعد تلقي الأوامر بتسجيلها على شاشة الحاسوب، أين يقوم هذا الأخير بطريقة آلية بالتوفيق بين العروض والطلبات²، حتى يمكن الوقوف على السعر العادل لفتح جلسة التداول (السعر الاستكشافي، أو سعر الافتتاح)³، وبعد تحديد هذا السعر يبدأ النظام الآلي في مواجهة الطلبات بالعروض المسجلة لتنفيذ الصفقات، فكلما تطابق أمران إلا ونفذا وتستمر هذه العملية طوال حصة التداول⁴.

غير أن عملية التنفيذ تتم بالأولوية حسب أفضل سعر، وفي حالة تساوي السعر يتم الترجيح بأسبعية التسجيل⁵، وينحصر دور الوسيط هنا في مد البورصة بأقرص ممغنطة تحتوي على أسماء (كود أو ما يعرف بالرقم التعريفي في بعض التشريعات) المستثمرين حتى يتم ترجمة الكود بشكل فوري عقب العملية لاستخراج شهادة نقل الملكية باسم المشتري الجديد⁶.
إذا باستقراء آلية عمل كل من الأساليب السابقة يتضح أن طريقة الحاسب الآلي هي الطريقة المثلى، لما توفره من جهد للوسطاء الماليين، تسريع وتيرة التداول، تنفيذ الصفقات داخل

¹ - طاهر شوقي محمد مؤمن، مرجع سابق، ص 210.

² - نصر على طاحون، مرجع سابق، ص 118.

³ - وهو ما أشارت إليه المادة 32 فقرة 1 من القرار رقم 02/98، والمتعلق بإدارة حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، مرجع سابق، حيث ورد فيها بأن:

" Le cours coté d'un titre désigne le niveau de prix auquel se négocie ce titre sur une base unitaire. Le cours coté résulte d'un processus de cotation dont la méthode de calcul est déterminée par la S.G.B.V.

Le cours coté d'un titre inscrit en bourse sera établi au début d'une séance de bourse si la confrontation des ordres de clients le permet. ...".

⁴ - "A défaut d'avoir obtenu un cours coté par la confrontation des ordres de clients, la S.G.B.V. procédera à une deuxième confrontation avec l'ensemble des ordres de clients et de non-clients inscrits aux registres d'ordres et, si cette deuxième confrontation le permet, à la cotation d'un cours.

Lors de cette deuxième confrontation des registres d'ordres combinés, si l'état des offres d'achat et des offres de vente d'un titre est tel, qu'un cours coté ne peut être déterminé, la S.G.B.V. réserve la cotation du titre jusqu'à la prochaine séance de négociation de bourse.

Si le volume maximal de titres négociés est constaté pour plusieurs niveaux de cours, le cours établi au fixing correspond au niveau de cours qui minimise le déséquilibre de volume entre les ordres d'achat et les ordres de vente.

S'il existe plusieurs niveaux de cours pour lesquels le volume de titres négociés est maximisé et le déséquilibre de volume entre les ordres d'achat et les ordres de vente est minimisé, le cours établi au fixing correspond au niveau de cours qui est le plus proche du dernier cours de clôture enregistré". Article 32 alinéa 1 de la Décision de la SGBV N° 98/02, op.cit.

⁵ - ريان هاشم حمدون، مرجع سابق، ص 56.

⁶ - نصر على طاحون، مرجع سابق، ص 118.

البورصة، ضمان الدقة حماية لحقوق المستثمرين، وهذا بالنظر لبطء الطرق التقليدية، وكثرة العروض والطلبات التي تجاوزت أرقام قياسية، حيث يتعذر تنفيذ كل المعاملات في آجال زمنية معقولة وفقاً للنظام التقليدي، وهو ما جعل أغلب البورصات العالمية تأخذ بالنظام الإلكتروني. فمثلاً بورصتي القاهرة والإسكندرية أخذت بهذا النظام الآلي للتداول ابتداءً من سنة 1994¹، حيث تنص المادة 263 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 على أنه: " تلتزم الشركة بإدخال عروض وطلبات البيع والشراء، وفقاً لأوامر العميل، في الحاسب الآلي المتصل بالبورصة بالوسائل المعدة لذلك، وطبقاً للقانون واللائحة وللنظم المعمول بها...".

كما تعمل به كذلك سوق الأوراق المالية الأردنية، وهو ما نستشفه من نص المادة الثانية من تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، والتي جاء في تعريفها لنظام التداول بأن: " نظام التداول الإلكتروني المعمول به في البورصة". فقد تم إدخال نظام التداول الإلكتروني في بورصة عمان كبديل لنظام التداول اليدوي، تنفيذاً للاتفاقية الموقعة بينها وبين بورصة باريس في نهاية عام 1996م، ومما يذكر بأن نقل الشركات من النظام اليدوي إلى النظام الإلكتروني قد تم بشكل تدريجي، حيث تم البدء بتداول أسهم عشر (10) شركات وتم نقل آخر مجموعة في 2000/6/15م²، وبذلك تكون بورصة عمان قد أخذت بهذا النظام اقتداءً بنظام التداول الإلكتروني المعمول به في فرنسا، وبمساعدة من بورصة باريس.

كما أخذت بورصة الجزائر كذلك بنظام التداول الإلكتروني، فوفقاً لنص المادة 25 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 02/98 المعدلة بموجب القرار رقم 06/99³ فإن إدخال الوسيط لأوامر العملاء يتم من خلال الحاسوب المركزي للتداول⁴، والذي من خلال شاشته (ورقة السوق) يمكن للوسطاء في بورصة الأوراق المالية متابعة معطيات السوق، ثم بعد ذلك وانطلاقاً من الحاسوب المركزي توزع المعلومات على الأجهزة الخاصة بكل وسيط، فيظهر

¹ - عمر ناطق يحيى الحمداني، مرجع سابق، ص 248.

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 185.

³ - القرار رقم 06/99 الصادر عن شركة بورصة الجزائر بتاريخ 199/7/22، المعدل والمتمم للقرار رقم 02/98، الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر، مرجع سابق.

⁴ - حيث تنص المادة 25 على مايلي:

Article 25 : "l'introduction des ordres de transaction en bourse s'effectue par le moyen de la saisie dans un poste informatique dit station de négociation d'un registre d'ordre où l'I.O.B. inscrit les ordres d'achat et de vente et qui est remis lors de l'ouverture de la séance de négociation".

لهم كل ما يتعلق بالقيم المعروضة للتداول، كما يظهر لهم السعر النظري الذي حدده الحاسوب بعد مقارنة الأوامر¹.

وجاء في المادة 7 من القرار 03/98 المعدلة بموجب المادة الأولى من القرار رقم 11/02 على أن ترسل إدارة البورصة عن طريق الشبكة المركزية للإعلام الآلي محاضر عمليات التداول المثبتة إلى حواسيب المعنيين بالعملية، وما على الوسيط إلا التأكد من صحة البيانات الواردة في المحضر ومقارنتها بتلك المقيدة في سجلاته.

ثانياً: إجراءات تنفيذ الأوامر.

بما أن التداول في البورصات لا يتم إلا من خلال الوسطاء الماليين كما تم توضيحه، فبعد إصدار العميل مالك الورقة المالية أو الراغب في شرائها، وأمره إلى أحد الوسطاء الناشطين في بورصة الأوراق المالية، مخولاً إياه ببيع عدد معين من الأوراق المالية العائدة إليه أو شراء أوراق مالية لحسابه²، فإنه يتوجب على شركة الوساطة المالية ضماناً لتجنب المنازعات واستقرار المعاملات، قبل الإقدام على تنفيذ أمر العميل التأكد من وجود الأوراق المالية محل الأمر مقيدة باسم العميل البائع في نظام الحفظ المركزي³ (المؤتمن المركزي على السندات في التشريع الجزائري)، أي أنها غير محجوزة، أو مرهونة، ولا يوجد أي قيد على نقل ملكيتها⁴.

وبالنسبة للمشتري التحقق من قدرته على الوفاء بالثمن، وإلا فشركة الوساطة ضامنة في جميع الأحوال بالوفاء بالأوراق المالية، في حالة البيع، أو سداد قيمة الأوراق المالية المشتراة لحساب عملائها إذا تبين أن العميل لا يمتلك الثمن¹، باعتبار أن الوسيط المالي وكيل ضامن لتنفيذ الصفقة محل التعامل في بورصة الأوراق المالية كما سبق ذكره.

¹ - حمليل نورة، مرجع سابق، ص 397.

² - سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 75.

³ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 400.

⁴ - رشا تيسير خطاب، مرجع سابق، ص 123، راجع كذلك المادة 54 / ب من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية الأردنية وتسويتها رقم 18 لسنة 2017، مرجع سابق.

¹ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 400.

وحيث أنه تم إحلال نظام التداول الإلكتروني محل التداول اليدوي في أغلب البورصات العربية (ومن قبلها البورصات في الدول المتقدمة)¹، وبذلك يقوم الوسيط المالي بإدخال أوامر الشراء، أو البيع إلى نظام التداول الإلكتروني، الذي يقوم بدوره بمقابلة أوامر الشراء والبيع المدخلة إليه، وتنفيذ عقود التداول إلكترونياً، وهذا يتطلب من الوسيط المالي التأكد من أن أمر الشراء، أو البيع المدخل إلى نظام التداول إلكترونياً يحدد عدد الأوراق المالية، وسعر البيع والشراء ورقم العميل وتاريخ صدور الأمر² ومدة سريانه، وكل المعلومات اللازمة لتنفيذ أمر العميل³.

وهو ما أكدته المادة 26 من قرار بورصة الجزائر رقم 02/98 المتعلق بإدارة جلسات التداول في بورصة القيم، بخصوص صياغة الأوامر، حيث جاء في مضمونها؛ بأنه لكي تكون الأوامر صالحة يجب أن تتضمن اسم أو رمز الأوراق المالية المتداولة، بيان يوضح ما إذا كان أمر شراء أو بيع، عدد الأوراق المالية المتداولة، ذكر طلب العميل/غير العميل، تعليمات محددة حول الدورة التي يمكن تنفيذها فيها، وتعليمات محددة فيما يتعلق بفترة صلاحية الطلب، مع حرية إضافة مراجع أخرى تتعلق بالأمر⁴.

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 185.

² - وهو ما نصت المادة 98 من النظام 03/97 بأنه: " على الوسيط في عمليات البورصة أن يسجل على كل أمر مرسل إليه من الأمر تاريخ وساعة الاستلام وذلك بمجرد استلامه".

³ - سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص ص 75، 76.

⁴ - نصت المادة 26 من قرار بورصة الجزائر رقم 02/98، مرجع سابق، بأنه:

Article 26 : "Le libellé des ordres.

Pour être valide un ordre de bourse doit comporter :

- le nom ou le symbole du titre faisant l'objet de la négociation ;
- la mention indiquant s'il s'agit d'un ordre d'achat ou de vente ;
- le nombre de titres qui seront négociés ;
- la mention d'ordre client/non-client ;
- des instructions précises quant au cours auquel il peut être exécuté ; et
- des instructions précises quant à la durée de validité de l'ordre.

L'ajout des références du donneur d'ordre est facultatif".

وهو نفس ما نصت عليه المادة 321-69 من اللائحة العامة لسوق المال الفرنسية السارية المفعول منذ 2018/06/08، على

الموقع الإلكتروني: <https://reglement-general.amf-france.org> زيارة بتاريخ 2020/02/50. حيث جاء فيها:

II. - Elle veille à ce que pour chaque opération de portefeuille concernant l'OPCVM, un enregistrement d'informations suffisant pour permettre la reconstitution des détails de l'ordre et de l'opération exécutée soit effectué sans délai. L'enregistrement mentionné à l'alinéa précédent comprend :

- le nom ou la désignation de l'OPCVM et de la personne agissant pour le compte de cet OPCVM ;
- les détails nécessaires pour identifier l'OPCVM dont il s'agit ; c) le volume ; d) le type d'ordre ou d'opération;
- le prix ; f) pour les ordres, la date et l'heure exacte de transmission de l'ordre et le nom ou la désignation de la personne à qui l'ordre a été transmis ou, pour les opérations, la date et l'heure exacte de la décision de négocier et de l'exécution de l'opération ; g) le nom de la personne transmettant l'ordre ou exécutant l'opération .

بمعنى إلزامية تأكد الوسيط المالي من توافر الأمر على شروط صلاحيته، وهي الشروط السابق ذكرها والتي أكدت عليها التشريعات المقارنة كذلك .

وتجدر الإشارة أنه بالنظر لتطور وسائل الاتصالات بإمكان المستثمرين القيام في وقتنا الحاضر بالمراحل السابقة (فتح حساب، إرسال الأمر إلى السوق) دون اتصال مباشر مع السمسار (الوسيط المالي)، وذلك من خلال الخدمات التي يقدمها عبر شبكة الإنترنت، ولذا يصطلح عليهم بالسماصرة الإلكترونية (*online brokers*)، حيث يتمثل دور السمسار في توفير البنية الأساسية التي تمكن المستثمرين من الوصول إلى السوق¹، وقد نظمت هذا النوع من التداول (التداول على الشبكة) معظم التشريعات² المقارنة، على غرار المشرعين المصري³ والأردني⁴ وكذلك المشرع الإماراتي⁵، في حين لا يوجد أي نص في التشريع الجزائري يشير إلى اعتماد البورصة الجزائرية هذا الأسلوب.

وإن كانت الدلائل تشير في الغالب إلى أن منصات التداول الإلكترونية تقدم مزايا للمستثمرين من خلال خفض تكاليف المعاملات، كما أنها تحسن جودة السوق بالنسبة للأصول التي كانت سائلة بالفعل عن طريق زيادة المنافسة، وتوسيع الوصول إلى الأسواق وتقليل الاعتماد على صناع السوق التقليديين¹، كما تزيد من سيولة السوق، مما يعزز فعاليتها بشكل

¹ - محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل الملكية في الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 14، العدد الأول، جوان 2006، ص 17.

² - تجدر الإشارة بخصوص التداول على الشبكة أن الأسواق المالية لكل من تونس، المغرب، الأردن، لبنان وعمان، تطبق نظام التداول الفرنسي (NSC UNIX)، المعمول به في كل من باريس، أمستردام، وبروكسل وغيرها من البورصات الأوروبية، في حين تطبق كل من البحرين والإمارات، فلسطين، السعودية، مصر وقطر، نظام التداول الكندي المعروف باسم (EFA)، فيما تطبق كل من الكويت وليبيا أنظمة تداول خاصة بها، نقلا عن تقرورت محمد وآخرون، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، المجلد 15، العدد 20، 2019، ص 121.

³ - راجع قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري رقم 50 الصادر بتاريخ 14 ماي 2006، بشأن تداول الأوراق المالية من خلال شبكة المعلومات الدولية (الإنترنت)، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

⁴ - راجع الباب الثاني المتعلق بخدمة التداول عبر الإنترنت من تعليمات تداول الأوراق المالية لسنة 2018 في شركة بورصة عمان، مرجع سابق.

⁵ - القرار رقم 67/ر لسنة 2007، المؤرخ في 11/02/2007، الصادر عن رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية، المتعلق بالتداول على الإنترنت، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

¹ - " ... Evidence predominantly suggests that electronic trading platforms bring advantages to investors by lowering transaction costs. They improve market quality for assets that were already liquid by increasing competition, broadening market access and reducing the dependence on traditional market-makers..." , Raul Penna,=

عام، ويقلل التكاليف عن طريق تضيق هوامشها، وإعطاء عمق بحيث تتأثر الأسعار بتداولات معينة، لأنه عادةً ما تكون الأسواق الأكثر سيولة في وضع أفضل لامتناس الصددمات من تلك الأقل سيولة¹.

لذا فإنه من المستحسن أن يحدو المشرع الجزائر حدو التشريعات المقارنة، ويدرج التداول على الشبكة ضمن النظام القانوني للبورصة، نظراً لما له من مزايا؛ انخفاض العمولة، سرعة تنفيذ العمليات² وبالتالي توفير الوقت للمستثمرين والوسطاء الماليين على حد سواء، بالإضافة إلى أن التداول على الشبكة، بإمكانه جلب أعداد هائلة من المستثمرين نظراً لسهولة.

ثالثاً: إجراءات نقل الملكية بعد تنفيذ أوامر العملاء.

بعد أن ينفذ الوسيط المالي أمر العميل؛ بمعنى انتهاء عملية التداول والتي تتم بطريقة آلية كما سبق ذكره، حيث يتم مقابلة الطلبات بالعروض المسجلة والتوفيق بينها³ لإتمام الصفقة، تبدأ إجراءات المقاصة والتسوية لنقل الملكية من خلال النظام الآلي نفسه⁴، وهذا بعد الإعلان عن النتائج المسجلة خلال حصة التداول، حيث تنشر نتائج الحصة على اللوح الإلكتروني لمقصورة البورصة، والتي تظهر القيم التي حصل عليها التداول، أسعارها، عدد العمليات المنفذة بشأنها، كما تنشر القيم التي لم يتم تداولها⁵.

وبإتمام عملية التداول لا يعود العميل مصدر أمر البورصة طرفاً في الصفقة المبرمة، وإنما يكون كذلك الوسيط المالي المرخص، وحيث أن هذا الأخير لا يتصرف إلا باعتباره وكيلاً فإن آثار الصفقة تتصرف إلى العميل الموكل، لأن الصفقة لا تنقسم إلى عمليتين منفصلتين¹.

=Markets Committee Electronic trading in fixed income markets, Report submitted by a Study Group established by the Markets Committee, Bank for International Settlements, Australia, January 2016 p 01.

¹ - "... Liquidity is essential for trading systems. It enhances the effectiveness of the market overall, reducing costs by narrowing spreads and giving depth such that prices are less affected by particular trades. Liquid markets are typically better placed to absorb shocks than less liquid ones..." , Helen Allen, John Hawkins and Setsuya Sato, Electronic trading and its implications for financial systems, BIS Papers, Bank for International Settlements, No 7, November 2001, p 42.

² - تقرورت محمد وآخرون، مرجع سابق، ص 122.

³ - سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 77.

⁴ - مبارك بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 606.

⁵ - حمليل نواره، مرجع سابق، ص 398.

¹ - رشا محمد تيسير حطاب، مرجع سابق، ص 122.

وباعتبار أن ما يبرمه الوسطاء من عمليات خلال حصص التداول هي عقود بيع وشراء للأوراق المالية، وبالتالي فإنه حتماً ستنشأ عن هذه العقود جملة من الحقوق والالتزامات على أطراف العملية منها التزام البائع بنقل ملكية الأوراق المالية المباعة والتزام المشتري بدفع الثمن.

غير أن تنفيذ هذه الالتزامات في بورصة الأوراق المالية لا يكون مباشرة من قبل البائع والمشتري، وإنما يكون وفقاً لنظام مغاير وهو نظام التسوية والمقاصة، والذي تتكفل به شركة تسيير بورصة القيم المنقولة¹، من خلال جهاز مختص في هذا النشاط يعرف بالمؤتمن المركزي على السندات² (Dépositaire Central des Titres)، أو (Algérie clearing)، والذي يعد الوسطاء الماليين من بين أعضائه³، مما يؤكد اتساع دور الوسيط ومدى أهميته، وأنه لا ينحصر فقط في مرحلة معينة من مراحل التعامل داخل بورصة الأوراق المالية.

ويقابل هذا الجهاز شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي¹، وكذلك مركز إيداع الأوراق المالية (Securites Depositary Center) في التشريع الأردني²، و LCH.Clearnet SA في

¹ - سابقاً وقبل إنشاء المؤتمن المركزي على السندات كانت عمليات التسوية والمقاصة من اختصاص شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، تتم خلال حصص خاصة بعد إتمام عمليات التداول يحضرها كل الوسطاء بصفة إجبارية للتأكد من مطابقة محاضر التداول والتوقيع عليها ثم إجراء عمليات المقاصة والتسوية، تطبيقاً لأحكام المواد 132 إلى 140 من النظام 03/97، والمادة الأولى من قرار بورصة الجزائر رقم 11/02 المعدلة للمادة 5 من القرار رقم 07/99 والقرار 03/98 مرجع سابق. لكن بعد استحداث المؤتمن المركزي بموجب القانون 04/03 وصدور النظام 01/03، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، مرجع سبق. الذي ألغى المواد من 132 إلى 140 من النظام 03/97، وبذلك أسند لهذا المركز مهام حفظ السندات، تسيير الحسابات الجارية، إجراء عمليات التسوية والمقاصة على السندات، وقد نتج عن ذلك إلغاء القرارات الثلاثة المذكورة أعلاه، حيث لم تعد لها أي قيمة.

² - تنص المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 بأنه: " يتمثل هدف الشركة فيما يأتي على الخصوص ... تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة... " والتي تمارس وفقاً لنص المادة 19 مكرر 2 من القانون 04/03 من طرف شركة المؤتمن المركزي على السندات، حيث بينت نفس المادة بأنه: " تتمثل مهام المؤتمن المركزي، التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق... "

³ - المادة رقم 6 من النظام لجنة البورصة رقم 01/03، مرجع سابق. وتقابلها المادة رقم 7 من النظام الأساسي لشركة مصر للمقاصة، مرجع سابق، والمادة الثالثة من قرار وزير التجار المصري رقم 906 لسنة 2001، المتضمن اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000، الوقائع المصرية، العدد 274 تابع (أ) الصادر في 2001/11/29. كذلك المادة 80 قانون الأوراق المالية الأردني، مرجع سابق.

¹ - المادة رقم 2 من النظام الأساسي لشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، مرجع سابق.

² - المادة الثانية من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها لسنة 2017، مرجع سابق. كذلك المادة 103 من لائحة سوق رأس المال، مرجع سابق.

التشريع الفرنسي¹ وهذا بعد إبرام اتفاقية الإنذماج الأوروبية.

إذا فالجهاز السابق في حد ذاته يعمل كوسيط بين الوسطاء الماليين خلال عملية التسوية من أجل تنفيذ الالتزامات الناشئة عن عمليات التداول²، وذلك بعد أن تقوم البورصة بتزويد مركز إيداع الأوراق المالية بالملف الإلكتروني للتداول اليومي³، الذي يتضمن كافة العمليات المنفذة في السوق وفي اليوم نفسه للتداول⁴، وهذا ما أشار إليه النظام 01/03 والذي بين بأن نظام تسوية السندات وتسليمها يسيره المؤتمن المركزي بالإنجاز الآلي والمتزامن لتسوية السندات التي كانت موضوع عمليات بين الوسطاء⁵.

وفي السياق نفسه جاء نص المادة 55 من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية في بورصة الأردن؛ والتي أكدت على قيام السوق بتزويد المركز بالملف الإلكتروني للتداول اليومي الذي يتضمن كافة العمليات المنفذة في السوق وفي يوم التداول نفسه، كما حددت جملة من البيانات يتوجب أن يتضمنها كحد أدنى، هذا بالإضافة إلى تزويد الوسيط المالي إلكترونيًا من قبل المركز بنسخة من ملف عقود التداول المنفذة من قبله، حيث يلزم بالاحتفاظ بجميع المستندات والبيانات والسجلات التي تعزز عقود التداول التي نفذها¹، كدليل على قيامه بما وكل به في حالة قيام نزاع، سواء بينه وبين المركز أو بينه وبين العميل، وذلك ضماناً لحقوق الوسيط المالي وحماية لمصالح العميل.

¹ - voir site web de l'établissement LCH.CLEARNET SA PARIS: <http://www.socete.com/etablissement/lch-claeret-sa/>, visite le 20/01/2020.

² - إسماعيل محمد علي عثمان، النظام القانوني لتداول أسهم شركات المساهمة في البورصة، د. ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2016، ص 141.

³ - عرفت بعض الأسواق المالية العربية حديثاً بخصوص أنظمة التسوية والمقاصة تطبيق نظام الربط المحكم (Tight - coupled) لعمليات التداول والتسوية، الذي يتم من خلاله تمرير أوامر من نظام التداول في البورصة إلى نظام التسجيل في مركز الإيداع، للتأكد من وجود الورقة المالية قبل التنفيذ.

ومن أمثلة البورصات التي طبقت هذا النظام، بورصة دبي، أبوظبي والسعودية، وتطبق معظم الأسواق العربية الأخرى نظام الربط الحر (Loose- coupled) الذي يتم بموجبه تمرير معلومات الصفقات من نظام التداول في البورصة إلى نظام التسجيل في مركز الإيداع مباشرة بعد تنفيذها، وذلك لتحديث وضع الوسيط خلال التداول ومراقبته في نفس يوم التداول، نقلاً عن تقررات محمد وآخرون، مرجع سابق، ص 121.

⁴ - سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 77.

⁵ - المادة 35 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/03، مرجع سابق.

¹ - المادتان رقم 57 و58 من تعليمات إيداع الأوراق المالية وتسويتها في البورصة الأردنية، مرجع سابق.

كما أكدت المادة 17 من ملحق اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع المركزي، في البورصة المصرية كذلك على واجب إرسال البورصة بيانات عمليات الشراء المنفذة بجلسة التداول إلى المركز فور انتهاء عمليات التداول، وذلك بواسطة الحاسب الآلي، فيما ألزمت المادة 16 البورصة بتسليم شركة السمسرة (وسيط بورصة الأوراق المالية) كشفا بعمليات الشراء المنفذة.

الملاحظ بخصوص الإجراء الأخير المتعلق بتبليغ نسخة من ملفات التداول إلى وسطاء بورصة الأوراق المالية، والذي أشار إليه المشرعين الأردني والمصري، منطقيا يبدو أنه لا جدوى من التنصيص عليه باعتبار أنه إجراء أساسي وجوهري، بحيث لا يمكن القول بأن هناك عملية تداول ما لم يكن الوسطاء طرفا في العقد.

ومن شروط هذا الأخير أن يطلع الوسيط على كل حيثيات العملية أثناء تنفيذها، أين كانت في السابق البورصة تطلع المتداولين على النتائج من خلال الكتابة على اللوح وفي الأخير تبلغهم كشوف ورقية، لكن حاليا باعتماد حاسب آلي مركزي مع ربط أجهزة مندوبي الوسطاء يمكنهم من متابعة كل صغيرة وكبيرة، كما يسمح لهم بأخذ نسخ إلكترونية عن مجريات عمليات التداول، ولذلك فالمشرع الجزائري على صواب لعدم تنصيصه على هذا الإجراء.

إذا فالصفقات المنفذة والمسجلة بنظام التداول، تتحول مباشرة إلى ما يعرف بعملية التقاص، بالشكل الذي يسمح بربطها بحساب الوسيط المالي، والذي سيعمل سواء كان في مركز المشتري أم البائع على متابعة تنفيذ الصفقة، وبصرف النظر عن إجراءات التنفيذ التي تختلف باختلاف طبيعة الأوراق المالية محل عقد التداول، فإن آثار التنفيذ لا تتوقف عند الوسطاء الماليين، وإنما يجب أن تنصرف إلى العملاء مصدري أوامر البورصة¹.

عندئذ يقوم مركز الإيداع (المؤتمن المركزي) بإجراء عمليات التقاص والتسوية لعقود التداول، بهدف تحديد صافي حقوق والتزامات الوسطاء، وإتمام إجراءات عمليات تسوية المراكز القانونية الناشئة عنها ونقل الملكية، بحيث يتولى مركز الإيداع تسوية عقود التداول للأوراق

¹ - رشا محمد تيسير خطاب، مرجع سابق، ص 122 .

المالية المودعة لديه على أساس تسليم الأوراق المالية مقابل تسديد أثمانها¹.

إذا بعد عملية التداول تأتي مرحلة المقاصة في المركز الثاني لمعالجة العمليات المنجزة على الأوراق المالية، والتي تتضمن كقاعدة عامة مجموعة من الوظائف السابق ذكرها على غرار استقبال وتسجيل المعاملات، حساب المراكز الصافية لأعضاء غرفة المقاصة، إدارة أنظمة المخاطر، تحديث البائعين والمشتريين، وأخيراً نقل صافي الطلبات إلى أنظمة التسوية. أما وظيفة التسليم والتسوية فهي الخطوة الأخيرة في عملية معالجة الأوراق المالية، حيث يتم من خلالها تسوية الالتزامات المتبادلة بين المشتري والبائع، أي إيصال الأوراق المالية إلى المشتري ودفع الأموال المقابلة للبائع².

لكن وقبل أن يبدأ مركز الإيداع في إجراء عمليات المقاصة والتسوية فإنه ملزم بالتأكد من توفر رصيد العميل البائع على كمية الأوراق المالية التي تم بيعها، كما يتأكد من أن الرصيد النقدي لعضو التسوية (الوسيط المالي) لدى بنك المقاصة يكفي لتسديد ثمن الصفقة³، لأن الهدف من عملية المقاصة والتسوية هو نقل ملكية الأوراق المالية مقابل تسديد ثمنها⁴.

وبالتالي فإن أهمية أنظمة تسوية الأوراق المالية مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بأنظمة الدفع، حيث تساهم في تنفيذ عمليات السياسة النقدية.

¹ - سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 77. وللإطلاع أكثر على مفهوم عملية التسوية والمقاصة راجع وظائف المؤتمر المركزي على السندات، هامش الصفحة 72.

² - "... Elle assure en règle générale les fonctions suivantes : la réception et l'enregistrement des opérations individuelles en provenance du système de négociation, le calcul des positions nettes des membres de la chambre de compensation, la gestion des dispositifs de maîtrise des risques, la substitution par novation au vendeur et à l'acheteur en tant que contrepartie centrale garantissant la bonne fin des transactions, et enfin le transfert des ordres nets vers les systèmes de règlement-livraison.

La fonction de règlement-livraison constitue la dernière étape du processus de traitement du titre. Celle-ci se traduit par le dénouement des engagements réciproques de l'acheteur et du vendeur et la passation des écritures en compte assurant le caractère définitif des transactions, c'est-à-dire la livraison des titres à l'acheteur et, en contrepartie, le versement des fonds correspondants au vendeur", Fédéric Hervo, Thomas Ros , op.cit, p 118.

³ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 27 .

⁴ - "... Settlement represents the exchange of a security and its payment. In most developed financial markets...", Linda Goldberg and him, Securities Trading and Settlement in Europe: Issues and Outlook, CURRENT ISSUES IN ECONOMICS AND FINANCE, FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, Volume 8 , Number 4, April 2002, p 2

كما تلعب أنظمة التسوية دوراً أساسياً في حسن سير الأسواق، بما يضمن تسوية المعاملات المالية في أفضل الظروف من حيث الأمن والكفاءة ويتضح هذا الدور من خلال القيم والأحجام الكبيرة التي تعالجها الأنظمة الرئيسية¹.

غير أنه إذا كان نقل ملكية الشيء المبيع في القواعد العامة لا يتم إلا بالتسليم الفعلي ووضعه تحت تصرف المشتري²، فإن انتقال ملكية القيم المنقولة في بورصة الأوراق المالية يتم بمجرد تنفيذ أمر العميل ولو تأخرت عملية تسوية الصفقة، وهو ما كان سائداً حتى قبل اعتماد التداول الإلكتروني، حيث نصت المادة رقم 130 من النظام 03/97 بأنه: "في اليوم الذي يتم فيه تنفيذ أمره يصبح الزبون المشتري مالكاً للسندات المعنية ويفقد البائع ملكيته عليها".

وباعتبار أن الأوراق المالية من الأشياء المثلية، أو غير المعينة بالذات³، وهذا نظراً لتغير شكل الأوراق المالية من صكوك ورقية مطبوعة مرقمة تسلسلياً، إلى مجرد قيود حسابية لدى المؤتمن المركزي على السندات⁴، وبالتالي يختلط بعضها ببعض، ويقوم فيها مقام بعض، ولا تنتقل ملكيتها بمجرد تمام عقد البيع⁵، لأن القاعدة تنص على أن الأشياء المعينة بالنوع لا

¹ - "... L'importance systémique des systèmes de règlement-livraison de titres est liée au fait qu'ils contribuent au bon fonctionnement des marchés financiers, qu'ils sont étroitement liés aux systèmes de paiement, et qu'ils jouent un rôle essentiel dans l'exécution des opérations de politique monétaire (traitement des opérations de remise en garantie pour la politique monétaire et le crédit intrajournalier dans les systèmes de paiement).

- Les systèmes de règlement-livraison jouent un rôle essentiel pour le bon fonctionnement des marchés, en assurant le dénouement, dans les meilleures conditions de sécurité et d'efficacité, des transactions sur les instruments financiers. Ce rôle est attesté par les valeurs et les volumes considérables traités par les principaux systèmes...", Fédéric Hervo, Thomas Ros, op.cit, p 119.

² - المادة رقم 367 من القانون المدني الجزائري، مرجع سابق.

³ - ريمة بالجودي، مرجع سابق، ص 227.

⁴ - بن بعبيش و داد، تداول الأسهم والتصرف فيها في شركات الأموال، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تخصص قانون، جامعة ملود معمري- تيزي وزو، 2017، ص 285.

⁵ - محمد صبري السعدي، الواضح في شرح القانون المدني (عقد البيع والمقايضة - دراسة مقارنة في القوانين العربية)، د ط، دار الهدى، الجزائر، 2012، ص 191. كذلك سي يوسف زهية حورية، الواضح في عقد البيع (دراسة مقارنة)، د. ط، دار هومة، الجزائر، د ت، ص 143. كذلك سمير عبد السيد تناقو، عقد البيع، د ط، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1973، ص 159.

تنتقل إلا بالفرز¹، كون الفرز² يجعل المبيع معيناً بذاته³.

وباعتبار أن نقل ملكية الأوراق المالية أصبح يتم بالقيد في الحساب فإن الفرز الذي يتحقق به تحديد الأوراق المالية وفقاً لنظام القيد المركزي، هو إتمام تسوية العمليات التي أجريت عليها، وهذا ما أخذ به التشريع المصري حديثاً⁴، بعدما كان له اتجاه المشرع الجزائري نفسه⁵، مثله مثل المشرع الأردني⁶، مما يعني انتقال ملكية الأوراق المالية في التشريع الأردني بمجرد تنفيذ عملية التداول ودون انتظار إتمام إجراءات التسوية والمقاصة.

إذا فوفقاً للتشريعين الجزائري والأردني؛ وباعتبار أن قواعد وأنظمة التداول في بورصة الأوراق المالية، والتي تقضي بأن تنفيذ أمر العميل البائع من قبل الوسيط المالي، لا يتم إلا بعد أن يتحقق هذا الأخير من توفر رصيد كاف من الأوراق المالية في حساب الزبون لدى المؤمن المركزي، وقيام أمين الحفظ بحجز الرصيد لإتمام عملية التسوية لاحقاً، يعد بمثابة فرز للأوراق المالية قبل بدء عملية التداول عليها⁷.

وبناءً على ما سبق ذكره، فإن اختلاف المشرع الجزائري مع المشرع المصري من حيث الأحكام المتعلقة بتوقيت نقل ملكية القيم المنقولة في بورصة الأوراق المالية، لا يغير من الأمر شيئاً، باعتبار أن كلا الأحكام القانونية المتبناة من قبل المشرعين تحقق النتيجة نفسها، وهي

¹ - حيث تنص المادة رقم 166 من القانون المدني الجزائري بأنه: "إذا ورد الالتزام بنقل ملكية حق عيني على شيء لم يعين إلا بنوعه فلا ينتقل الحق إلا بإفراز هذا الشيء".

² - يقصد بالفرز تحديد المبيع، بحيث يتميز عن غيره من الأشياء التي من نوعه، فهو عملية يترتب عليها تعيين الشيء بذاته بعد أن كان معيناً بنوعه، ويختلف الإفراز بحسب الطريقة التي تناسب الشيء المبيع، فقد تكون عن طريق الوزن أو العدد أو الكيل أو القياس المصحوب بما يدل على أن الشيء الذي تم فرزه هو المبيع كتجنبيه، وقد يحصل الفرز بوضع علامات عليه وتركه مختلطاً، محمد صبري السعدي، مرجع سابق، ص 192، 193.

³ - المرجع نفسه، ص 191، كذلك سي يوسف زهية حورية، مرجع سابق، ص 144.

⁴ - المادة رقم 4 من قانون الإيداع والقيد المركزي في البورصة المصرية، مرجع سابق.

⁵ - المادة رقم 100 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، مرجع سابق.

⁶ - حيث تنص المادة رقم 60 من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية في البورصة الأردنية على أنه: "يتم خصم عدد الأوراق المالية من حساب البائع وإضافتها إلى حساب المشتري في يوم التداول وفقاً لملف التداول الوارد للمركز من السوق ولا يتحمل المركز أي مسؤولية من جراء ذلك".

⁷ - بن بعبيش وداد، مرجع سابق، ص 286.

ضمان نقل الملكية سواء بمجرد تنفيذ أمر العميل، أو بعد إتمام عملية المقاصة والتسوية، مما يترتب عليه ثبوت حق العميل المشتري في التصرف في الأوراق المالية محل التعامل.

لكن ما يعاب على المشرع الجزائري في مجال تسوية المعاملات في البورصة أنه قد أغفل مسألة إنشاء صندوق خاص لضمان تسوية المعاملات المالية في البورصة، مما يحتم الاعتماد على صندوق ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبائنهم والمنصوص عليه في المادة 64 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، والتي تكفلت لجنة البورصة بتنظيمه¹.

في حين وبالرجوع إلى التشريع المصري نجد أنه قد راعى هذه المسألة وذلك بتنظيمه لصندوق ضمان التسويات، بموجب قرار مجلس إدارة هيئة السوق المالي رقم 29 لسنة 2004، حيث نصت المادة الأولى منه بأنه: " ينشأ بشركة الإيداع والقيود المركزي صندوق لضمان الوفاء بالتزامات الناشئة عن عمليات الأوراق المالية، على أن يتم تسليف الأوراق المالية للوفاء من خلال نظام تضعه الشركة طبقاً لأحكام المادة 16، من قانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية المشار إليه".

كما لم يغفل المشرع الأردني مسألة إنشاء هذا الصندوق، والذي نصت عليه المادة 88 من قانون الأوراق المالية الأردني، حيث يتوجب على الوسطاء الماليين أن يكونوا أعضاء في هذا الوعاء.

إذا فالتشريعات المقارنة ومن خلال اعتمادها هذا الوعاء تكون قد أعطت لنشاط وسطاء بورصة الأوراق المالية مصداقية أكثر، وضمنت تسوية كل المعاملات التي تم تنفيذها من قبلهم، مما يولد الثقة لدى العملاء للاستثمار أكثر في بورصة الأوراق المالية.

وعليه فمن المستحسن لبورصة الأوراق المالية في الجزائر أن تواكب التطور التشريعي الذي تعرفه التشريعات المقارنة، وذلك بخلق ضمانات أكثر للمستثمرين من خلال تنظيم وعاء يضمن تسوية معاملات البورصة، ويحقق للسوق المالية استقراراً أكثر.

¹ - النظام رقم 03/04، المتعلق بصندوق الضمان، مرجع سابق.

إذا بناءً على ما سبق ذكره، ونظراً لتغير شكل الأوراق المالية من صكوك ورقية إلى قيود حسابية؛ وعليه فإن المقاصة والتسوية تتم بالتحويل من حساب إلى حساب آخر¹ على مستوى مركز الإيداع، هذا بالنسبة للأوراق المالية باعتبار أنها تتحول تلقائياً بمجرد إيداعها لدى المؤتمن المركزي إلى قيود في حسابات دفترية بطريقة آلية²، وهذا ما نصت عليه المادة 6 من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية الأردنية، كذلك المادة 29 من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع المركزي في البورصة المصرية³، وهو ما أشار إليه كذلك النظام رقم 01/03 حيث بين بأن التحويل يتم بين الحسابات آلياً ضمن نظام تسوية السندات، وتسليمها الذي يسيره المؤتمن المركزي⁴، وذلك من خلال الحساب الجاري الذي تكفل الوسيط المالي سابقاً بفتحه على مستوى هذا المركز.

في حين أن مهمة التسديد النقدي يتم بإسنادها إلى بنوك معينة تختلف من تشريع لآخر، وقد أوكلت هذه المهمة في التشريع الجزائري لبنك الجزائر، حيث يكون ذلك بناءً على اتفاقية تبرم بين المؤتمن المركزي والبنك المعني⁵.

وأخيراً وبعد إتمام صفقات التداول يتكفل المؤتمن المركزي يومياً بالتبليغ إلى كل منخرط كشف العمليات المدرجة في دفاتر المحررات على حساباته الجارية، حيث يتضمن الكشف الحركات المسجلة على حساب المنخرط سواء كان دائناً أو مديناً، مع بيان الرصيد الجديد⁶. ويوضح الشكل البياني التالي ملخص لعمليات التداول على الأوراق المالية في البورصة الجزائرية⁷:

¹ - إسماعيل علي محمد عثمان، مرجع سابق، ص 141.

² - بن بعيش وداد، مرجع سابق، ص 273. كذلك كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 501. كذلك

- " ... participants actually hold physical certificates for the publicly traded securities they own. Rather, ownership is tracked electronically through a book-entry system maintained by a central securities depository (CSD). At the depository, ownership transfer at settlement occurs on the system's records..."، Linda Goldberg and him, P R, p 2

³ - جاء في نص المادة رقم 1/ 29 من اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع المركزي في البورصة المصرية، مرجع سابق، بأنه:

"على الشركة إجراء قيد دفترية لكل الأوراق المالية التي تم إيداعها لديها..." والقيد الدفترية وفقاً للفقرة الثانية نفس المادة هو: "... تسجيل البيانات في الدفاتر والسجلات التي تعدها الشركة لذلك، بما فيها السجلات الإلكترونية".

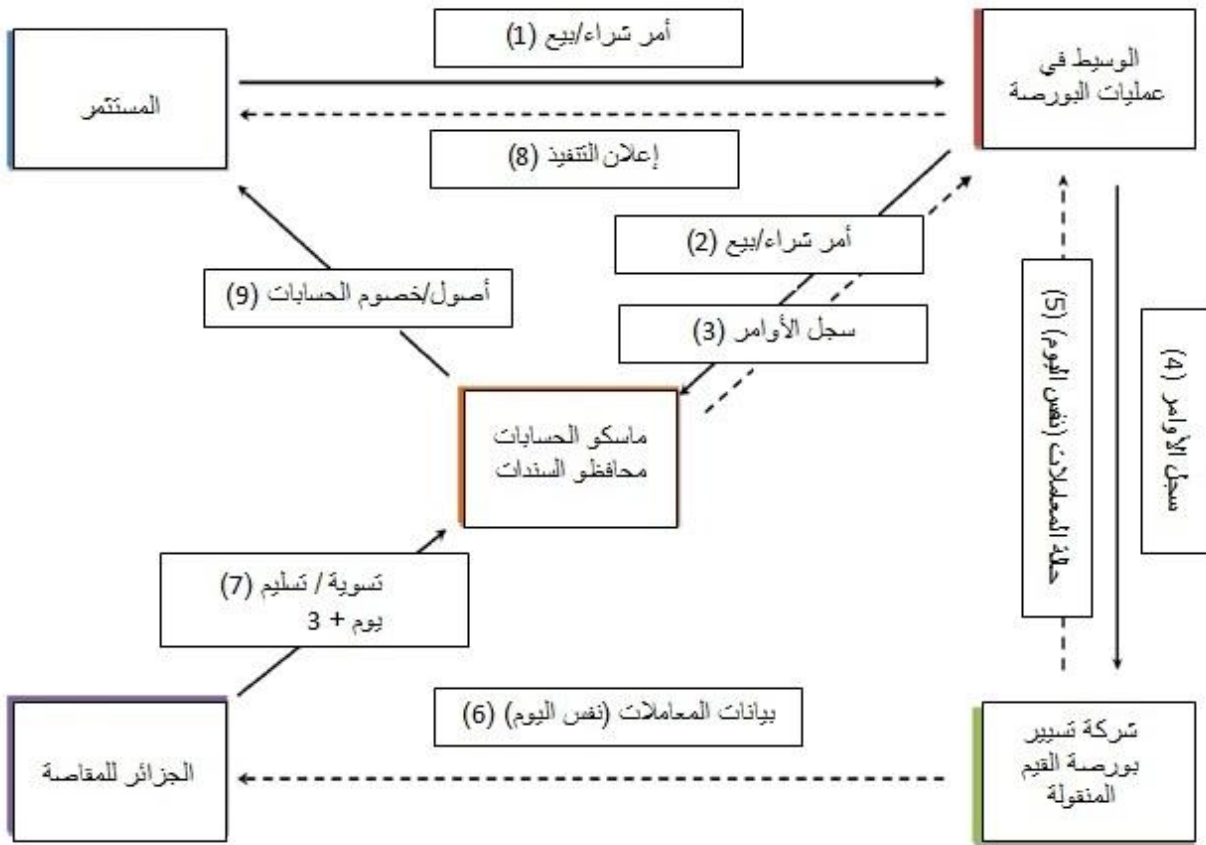
⁴ - المادة رقم 24 من النظام 01/03، مرجع سابق.

⁵ - المادة رقم 36 من النظام نفسه.

⁶ - المادة رقم 25 من النظام 01/03، مرجع سابق. وفي السياق نفسه تنص المادة 35 من ملحق اللائحة التنفيذية لقانون

الإيداع المركزي في البورصة المصرية، مرجع سابق.

⁷ - الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالجزائر، مرجع سابق، تاريخ التحميل 2019/12/10.



المطلب الثاني: تولى الوسيط تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير في البورصة.

يحتل نشاط إدارة محافظ الأوراق المالية مكانة متميزة في الأسواق المالية الأكثر حركة، نظراً للتطور الذي يشهده عالم المال والأعمال، في مجال التعامل بالأوراق المالية في البورصة، حيث أن الاستثمار فيها يكسب المتعامل حتماً كمية من الصكوك المالية، والتي من خلالها يصبح مالكاً لما يعرف بمحفظة الأوراق المالية، وهنا يتحتم على المدخر إما التكفل بإدراتها بمفرده، وهو بذلك حتماً سيصطدم بتشعب المعاملات في سوق الأوراق المالية وتداخلها، مع صعوبة الاستعلام عن مجريات السوق بسبب انعدام الخبرة، مما يصعب عليه اتخاذ أي قرار استثماري، وأن أي قرار خاطئ قد يكلفه مخاطر كبيرة تؤدي إلى نسف محفظته المالية.

إذا فتعقيد عمل الأسواق المالية بالإضافة إلى تنوع المنتجات المالية المتاحة فيها، يجعل الإدارة الرشيدة للمحفظة تتطلب تدخل خبير، وهذا هو السبب الذي يحتم على الأفراد والشركات

أن يعهدوا بإدارة محافظهم المالية إلى وكلاء مختصين¹ (الوسطاء الماليين)، لما لهم من خبرة ودراية بأسواق المال، تضمن للعملاء تنمية مدخراتهم بعيداً عن مخاطر السوق.

وبناءً على ما سبق ذكره سيتناول هذا المطلب بعض المسائل المتعلقة بهذا النشاط، كمهنة يزاولها وسطاء بورصة الأوراق المالية، وذلك بالتركيز على المقصود بتكوين وإدارة المحفظة الاستثمارية (فرع أول)، ثم ازدواجية الوصف القانوني لعقد إدارة محفظة الأوراق المالية (فرع ثان).

الفرع الأول: مفهوم تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية.

Stock Portfolio Create and Management

تنسب نظرية المحفظة الاستثمارية (The investment portfolio) إلى ماركويتز (Markowitz)² الذي وضع أسسها في بداية الخمسينات من القرن الماضي³، ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة والتطوير⁴ أمثال شارب (Sharp)، جانسن (Jansen)، ترينور (Treynor) وغيرهم.

وجاء موضوع المحافظ الاستثمارية كتطوير لعلم الاستثمار لمواجهة الاحتياجات الجديدة للمستثمرين، وخاصة من النوع المؤسسي (Institutional Investors)، ومع توسع الفرص

¹ - " La complexité du fonctionnement des marchés financiers ainsi que la variété des produits financiers disponibles, font que la gestion rationnelle d'un portefeuille nécessite l'intervention d'un expert. C'est la raison pour laquelle les particuliers pour leur épargne ou les entreprises pour leurs disponibilités confient la gestion de leur portefeuille à un mandataire", Anastasios SFYROERAS , LA REPARATION DU PREJUDICE DU CLIENT PAR LE GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE FAUTIF, Mémoire soutenu Pour l'obtention du D.E.A. de Droit des affaires, FACULTE DE DROIT ET DES SCIENCES POLITIQUES , UNIVERSITE ROBERT SCHUMAN STRASBOURG III ,1999-2000 , p56. aussi : " Les courtiers en valeurs mobilières jouent un rôle charnière au sein des marchés des capitaux. A titre d'intermédiaires, ils assistent les épargnants dans l'exécution de leurs opérations d'achat et de vente de titres. À titre de professionnels de l'investissement, ils guident et conseillent les épargnants dans leurs décisions de placement, **allant même jusqu'à gérer leurs portefeuilles dans certaines circonstances** ", Stéphane ROUSSEAU, L'obligation du courtier de connaître son client endroit canadien des valeurs mobilières, Revue de Droit bancaire et financier n° 2, France, Mars 2008, dossier 11, p01.

² - حاكم محسن الربيعي وآخرون، أثر المخاطرة القطرية في عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية المتلى (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية)، المجلة العراقية للعلوم والإدارة، كلية الاقتصاد، جامعة كربلاء، المجلد 13، عدد 52، د.ت، ص 90.

³ - يسعى ماركويتز من خلال هذه الأسس إلى إعطاء تفاصيل دقيقة حول نظرية المحفظة الاستثمارية المتلى التي تقوم على الاختيار الدقيق للاستثمارات المكونة للمحفظة، وقد قدم في مقاله المنشور في مجلة التمويل الأمريكية فكرة واضحة عن كيفية اختيار المحفظة للاطلاع أكثر أنظر:

- Harry Markowitz, Portfolio Selection, The Journal of Finance , American Finance Association, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91

⁴ - محمود محمد الحسن، أثر استخدام المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر السوقية للأسهم - دراسة تطبيقية على الأسهم الأوروبية، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، 2014، ص 26.

الاستثمارية المتاحة وتنوعها، وازدياد حجم الأموال الباحثة عن توظيفات، ظهرت الحاجة إلى أهمية المحافظ للاستفادة من خبرات المتخصصين في الاستثمار، وتقادي المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه الأموال خاصة في التقلبات التي تميز الأسواق المالية¹.

ولعل من بين التطورات الرئيسية في مجال الاستثمار خلال العقود القليلة الماضية، الاعتراف بأن إنشاء محفظة استثمارية ليست مجرد مسألة تجميع عدد من الأوراق المالية الفردية التي لها خصائص المخاطر والعوائد المرغوب فيها، فقد تبين أنه يجب النظر في العلاقة بين الاستثمارات إذا كان المستثمر يرغب في تكوين محفظة تحقق أهداف استثماره بشكل كامل².

وتعتبر المحفظة المالية من أهم الأدوات الاستثمارية التي ظهرت حديثاً، حيث تتكون من مجموعة من الأصول المالية المختلطة تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة³ (Portfolio Manager)، وقد يكون مدير المحفظة مالكاً لها كما قد يكون مأجوراً كالوسيط المالي، حيث يسعى المدير لتحقيق أهداف المستثمر، وتتوسع المحافظ الاستثمارية وفقاً لعدة معايير.

وعليه ستمحور الدراسة ضمن مفهوم المحفظة الاستثمارية على تعريفها، الأسس التي يرتكز عليها تكوين المحفظة، أهدافها وأهم أنواع المحافظ الاستثمارية.

أولاً: تعريف محفظة الأوراق المالية:

وردت تعريف عديدة للمحفظة الاستثمارية في كتب الباحثين الاقتصاديين، فمنهم من عرفها على وجه العموم، ومنهم من عرفها على وجه التخصص والعرف الاقتصادي السائد¹، ولذلك سنحاول التطرق للتعريف المتخصصة التي تركز على الأوراق المالية فقط، بصرف

¹ - بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري - دراسة حالة بنك (BNP PARIBAS)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص علوم التسيير، جامعة متوري - قسنطينة، 2007، ص 11.

² - K.Reilly, Frank & C. Brown, Krith, INVESTMENT ANALYSIS AND PORTFOLIO MANAGEMENT, SouthWestern College Publishing, usa, 6th edition, 1999, p 22.

³ - بشار الشعراي، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، سوريا، 2015، ص 33.

¹ - أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية - أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس، 2007، ص 27.

النظر عن التعاريف العامة، حيث عرفت المحفظة الاستثمارية بأنها: "الأسهام والسندات التي في الإمكان الحصول عليها بغرض تحقيق عائد دوري، أو رأسمالي أو كلاهما معاً، سواء كانت تلك الأوراق من نوع واحد، أو من أنواع متعددة، وسواء كانت داخل قطاع واحد، أو قطاعات متعددة، بحيث يتحقق أكبر عائد ممكن وأقل خطر محتمل"¹.

ومنهم من يرى بأنها: "تشكيلة من الأوراق المالية (أسهم أو سندات، أو أسهم وسندات) التي يمسكها المستثمر لتخفيض المخاطر وتعظيم العائد"²، فيما عرفها البعض الآخر بأنها: "مجموعة من الأصول المالية، أو الأوراق المالية المنقولة، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال"³.

وفي تعريف آخر: "المحفظة الاستثمارية هي أداة مركبة تتكون من أصلين، أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها، يسمى مدير المحفظة، وقد يكون مالكا لها كما قد يكون مأجوراً، وحينئذ ستفاوت صلاحياته وفقاً لشرط العقد المبرم بينه، وبين مالك أو مالكي المحفظة"⁴.

إذا من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أنها غير شاملة لمجمل الخصائص التي تتصف بها المحفظة الاستثمارية، والمتمثلة في المكان الذي تبني فيه المحفظة وهو السوق المالي، طبيعة المحفظة والمتمثلة في كونها نشاط للوسيط المالي وعقد وكالة في الوقت نفسه، كذلك من خصائص المحفظة أنه يتم تشكيلها من قبل المدخر، أو الوسيط مدير المحفظة

¹ - مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص 113.

² - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 190.

³ - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، د ط، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005، ص 267.

⁴ - محمد مطر، تيم فائز، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 179.

كذلك شقيري نوري موسى، مروان أبو عرابي، مدى استخدام البنك لسياسة التنويع للحد من المخاطر - دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الأردنية، مجلة كلية التراث الجامعة، العراق، د ع، د ت، ص 130. كذلك نبيل بوفليح، عبو ربيعة، دور التنويع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي السعودي، مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة محمد بوقرة، جامعة بومرداس، المجلد 7، العدد1، 2017، ص 44. كذلك عبد اللطيف طيبي، التطبيقات المتميزة لتقنيات التمويل والاستثمار في العمل المصرفي الإسلامي من منظور العائد والمخاطرة (نموذج بنك البركة الجزائري)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرياح - ورقلة، 2009، ص 18.

كمختص في هذا الشأن، وبالتالي فإن إدارتها قد تكون من قبل المدخر، أو يتم إسنادها إلى وسيط مالي.

هذا بالإضافة إلى خاصية التنوع في الأدوات المالية التي تتشكل منها المحفظة، حيث تعد هذه الخاصية من أهم الخصائص التي تقوم عليها.

كما يتضح من التعاريف السابقة أن نشاط إدارة المحفظة يتمحور حول المعاملات الواردة على الأوراق المالية في البورصة، والتي يعهد بإدارتها في الغالب لأشخاص مختصين في هذا الشأن، لنقص الخبرة لدى المدخرين، وهذا ما يحقق للمتعاملين الحصول على عوائد مالية مرتفعة مقابل مستوى منخفض من المخاطر.

وتجدر الإشارة كذلك إلى أن كل التعاريف التي تتعلق بالمحفظة الاستثمارية، تعالجها من وجهة نظر اقتصادية مما يدل على نقص الدراسات القانونية لهذا المجال الحساس، ومع ذلك يمكن إعطاء تعريف يكون أقرب يجمع بين كل الخصائص السابقة، حيث يمكن القول بأن: "محفظة الأوراق المالية هي أداة استثمارية مركبة من أصول مالية متنوعة، يتم تشكيلها في السوق المالي من قبل المدخر، أو الوسيط الوكيل عنه كمختص، بغرض الحصول على فوائد مرتفعة ومخاطر منخفضة".

ثانياً: تكوين محفظة الأوراق المالية.

إن تحقيق الأهداف المنتظرة من وراء تكوين محفظة الأوراق المالية، مرهون باحترام الوسيط المالي مدير المحفظة لجملة من المبادئ، تتلخص في:

أ- مبدأ حسن اختيار الأوراق المالية:

يرتكز حسن اختيار الأوراق المالية على عنصرين أساسيين وهما: جودة الورقة المالية من حيث عوائدها، وأمنها من حيث قلة المخاطر، إذ أن المستثمر يسعى إلى اختيار المحفظة الاستثمارية التي تحقق أعلى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطرة¹.

¹ - محمد مطر، تيم فايز، مرجع سابق، ص 108.

ب- مبدأ تنويع الأوراق المالية:

إن مبدأ تنويع الصكوك هو الميزة الأساسية لنشاط شركة الإدارة، مفاده تشكيل المحفظة من أوراق مالية متنوعة، وبنسب متباينة من حيث العدد ودرجة المخاطرة، وهذا من أجل التقليل من المخاطر، إذ أن الغاية من هذا المبدأ هو التقليل من المخاطر عن طريق توزيعها¹ قانونياً (صكوك ذات دخل متغير "أسهم"، وصكوك ذات دخل ثابت "سندات")، واقتصادياً (اقتناء صكوك من قطاعات اقتصادية مختلفة) وجغرافياً (صكوك من أسواق مالية داخلية وخارجية)².

ج - مبدأ الشمول:

ويقصد به أن تتكون المحفظة من كل أنواع الأوراق المالية المصدرة والمتداولة في السوق المالي، أي من أسهم وسندات وصكوك تمويل وسندات حكومية وأذونات خزنة، حتى يتم تحقيق عائد مرتفع مستقر نسبياً وبأقل مخاطرة ممكنة³.

ثالثاً: أنواع المحافظ:

تتعدد أنواع المحافظ تبعاً لتعدد المعايير المتبعة في تصنيفها، ومن بين هذه المعايير المعتمدة في التصنيف يمكن أن نميز معيار مكوناتها، أسلوب إدارتها، ورغبات المستثمرين فيها، لذلك يمكن تقسيمها وفقاً لهذه المعايير إلى:

أ - من حيث مكوناتها:

تتكون المحافظ الاستثمارية من أصليين، أو أكثر وتتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاثة أنواع، فقد تكون جميع أصولها حقيقية (*Real Assets*) مثل الذهب، العقارات، والسلع وغيرها، ويمكن أيضاً أن تكون جميع أصولها مالية (*Financial Assets*) كالأسهم، السندات، أذونات الخزينة وسوى ذلك - ما يعرف بمحفظة الأوراق المالية وهي موضوع الدراسة - غير أنها في

¹ - سلمان عادل، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي - دراسة حالة ماليزيا، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2014، ص 113.

² - حاتم ملود، النظام القانوني لقعد تسيير محفظة القيم المنقولة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، قانون خاص، جامعة ملود معمري - تيزي وزو، 2019، ص 22.

³ - بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 15. كذلك سلمان عادل، مرجع سابق، ص 112.

الغالب تكون من النوع المختلط¹، ويعرف هذا النوع الأخير لدى البعض بالمعيار المختلط² أو المحفظة المختلطة (The mixed portfolio)³.

ب - من حيث المدخر وطريقة الإدارة:

تنوع المحافظ حسب نوع المدخر إلى محافظ فردية وأخرى جماعية⁴، ويعرف النوع الأول بمحافظ العملاء، لأنها تشكل بطلب من العملاء وحسب رغبتهم، حيث يحدد المستثمر لمدير المحفظة الأدوات التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها وتعليمات إدارتها، ويكون فقط دور المدير تنفيذياً وفق توجيهات المستثمر، ويمكن أن يترك المستثمر للمدير حرية التصرف وفق ما تقتضيه المصلحة⁵.

فيما يعرف النوع الثاني بالمحافظة العامة (محافظ المؤسسات)، وهي مؤسسات استثمارية تتكون سلفاً من أدوات استثمارية متنوعة على شكل صناديق مشتركة، وقد تكون على شكل شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام - والتي تعرف هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة - وفي هذه الحالة فإن المستثمر يعد مساهماً في رأس المال، ولا يكون له دور في إدارة المحفظة إلا بالقدر الذي توفره له ملكيته من أسهم، قد يكون عضواً في مجلس الإدارة أو قد لا يكون¹، وهما المعياران الأساسيان في تقسيم المحافظ الاستثمارية.

كما أنهما الأسلوبان اللذان يتم إدارتهما من قبل المختصين في مقابل أسلوب الإدارة المباشرة الذي يتم من قبل المدخر.

¹ - بشار الشعراني، التبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، سوريا، 2015، ص 33.

² - بومدين نورين، مرجع سابق، ص 96.

³ - محمود محمد الحسن، مرجع سابق، ص 34.

⁴ - حاتم ملود، المرجع السابق، ص 21.

⁵ - ناهض خضر أبو الطيف، أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011، ص 19. كذلك جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى - بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، المجلد 14، العدد 38، 2016، ص 257. كذلك بشار الشعراني، مرجع سابق، ص 36. كذلك بن موسى كمال، مرجع سابق، ص 39.

¹ - جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، مرجع سابق، ص 258. كذلك ناهض خضر أبو الطيف، مرجع سابق، ص 19. كذلك بشار الشعراني، مرجع سابق، ص 36. كذلك بن موسى كمال، مرجع سابق، ص 39.

ج - من حيث الموقع الجغرافي:

يمكن أن نميز بين المحافظ المحلية التي تضم أدوات استثمارية تصدر من قبل شركات وطنية وتتداول فقط في السوق المالية المحلية، والمحافظ الأجنبية التي تتشكل من الأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق الدولية من وجهة نظر المستثمر المحلي¹، والمحافظ الدولية التي تضم مزيجاً من الأدوات الاستثمارية المتداولة على قاعدة واسعة من الأسواق المالية العالمية²، ويمكن التعبير عنها بمؤشرات إحدى الأسواق الدولية المعروفة، كمؤشر (EAFE) "Europe , Australie Extreme Orient" الذي يضم حوالي 450 قيمة (سهم)³.

رابعاً: أهداف المحفظة الاستثمارية. *The Goals Investment Portfolio*

هناك عدة أهداف تدفع المدخر لإنشاء محفظة استثمارية بدلا من الاستثمار الفردي، ويمكن تقسيم هذه الأهداف إلى نوعين؛ أهداف رئيسية، وأخرى ثانوية:

- بالنسبة للأهداف الرئيسية فإنها تتمثل في تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل المخاطر، وتوفير السيولة اللازمة⁴.

- بالنسبة للأهداف الثانوية تتمثل في استقرار تدفق الدخل، التنوع وقابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة، المحافظة على رأس المال الأصلي¹، لأن الاستثمار في ظروف عدم التأكد يحمل مخاطر تتعدى فقدان العائد المطلوب تجاه تآكل رأس المال، لذلك فإن المحفظة تساعد في الحفاظ على رأس المال الأصلي عن طريق تنويع الأوراق المالية، والتي بدورها تنوع

¹ - مزاهدية رفيق، الاتجاهات العشوائية والمتكاملة في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2015، ص 40.

² - جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، مرجع سابق، ص 257.

³ - مزاهدية رفيق، مرجع سابق، ص 40.

⁴ - حسين عاشور العنابي، هناء مولى جعفر، التخطيط الأمثل للمحافظ الاستثمارية لتنمية السيولة المصرفية (بحث تطبيقي لعينة من المصارف التجارية العراقية الخاصة)، مجلة كلية التراث الجامعة، العراق، العدد 20، د ت، ص 327. كذلك نبيل بو فليح، عبو ربيعة، مرجع سابق، ص 45. كذلك جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، مرجع سابق، ص 255. كذلك أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 212.

¹ - حسين عاشور العنابي، هناء مولى جعفر، مرجع سابق، ص 227، 228. كذلك . جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، مرجع سابق، ص 255.

درجة المخاطرة والعائد¹، وبالتالي ضمان عدم التعرض للخسارة في أسعار الموجودات الأصلية، ومن ثم المحافظة على رأس المال الأصلي².

كذلك نمو رأس المال المستثمر³؛ حيث يستهدف مديرو المحافظ زيادة حجم رأس المال المستثمر، من خلال عملية التنويع واختيار أوراق المنشآت ذات النمو المحتمل مستقبلاً، فالعائد الذي تحققه المحفظة لا يعكس ميله لتدنية المخاطر بل تنمية العوائد في الوقت نفسه⁴.

الفرع الثاني: ازدواجية الوصف القانوني لعقد إدارة محفظة الأوراق المالية.

ترتكز الدراسة ضمن هذا المحور على أمرين وهما: إدارة محفظة الأوراق المالية، كنشاط مهني لوسيط بورصة الأوراق المالية، محاولين إبراز مكانة هذا النشاط بين الأنشطة الاستثمارية التي يؤديها الوسيط في السوق المالي، ومدى أهمية الوسيط في تسيير المحفظة الاستثمارية، ثم إدارة محفظة الأوراق المالية كعلاقة تعاقدية، وذلك من أجل بيان طبيعة العلاقة التعاقدية بين الوسيط المالي والعميل في عقد المحفظة الاستثمارية.

أولاً: إدارة محفظة الأوراق المالية نشاط مهني لوسيط بورصة الأوراق المالية.

تفرق التشريعات المقارنة بين نوعين من خدمات الاستثمار المالي، الخدمات الأساسية والخدمات التابعة (الملحقة). حيث أنه لا يجيز القانون الفرنسي تقديم خدمات الاستثمار إلى المدخرين في أسواق المال، إلا بواسطة شركات متخصصة، أو مؤسسات ائتمان مرخص لها بذلك، ويمكن أن يقتصر الترخيص على مباشرة خدمة واحدة، أو يمتد إلى أكثر من خدمة¹.

¹ - يوسفات علي، اختيار مكونات المحفظة المالية باستخدام البرمجة التريبيعية- دراسة على بعض أسهم بورصة الجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، (Revue: Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale, ESC n°10/2011)، المدرسة العليا للتجارة، العدد 10، 2001، ص 90. كذلك الداغر محمود محمد، مرجع سابق، ص 204.

² - جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، مرجع سابق، ص 255.

³ - حسين عاشور العتابي، هناء مولى جعفر، مرجع سابق، ص 228. كذلك جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، مرجع سابق، ص 256. كذلك موسى كمال، مرجع سابق، ص 39. كذلك يوسفات علي، مرجع سابق، ص 90.

⁴ - الداغر محمود محمد، مرجع سابق، ص 204.

¹ - فضلي هشام، مرجع سابق، ص 7.

بمعنى إدارة المحفظة عن طريق شركات تمارسه كنشاط رئيسي، أو عن طريق مقدم خدمة استثمار يمتحن إدارة المحافظ الاستثمارية لحساب الغير بصفة ثانوية، أو ملحقة لنشاطه (كالبنك، شركة الاستثمار، شركة التأمين)¹.

وهذا خلافا لما أخذ به المشرع الجزائري، الذي اعتمد نوعا واحدا، وهم الوسطاء الماليون فقط، وإن كانت إدارة محفظة الأوراق المالية تعد من النشاطات التابعة لمهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية، باعتبار أن النشاط الرئيسي هو تداول الأوراق المالية لحساب الغير، وهذا استناداً لأحكام المادة 7 من القانون 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، والمادة 2 من نظام لجنة البورصة رقم 01/15، واللذان توضحان أنشطة وسيط عمليات البورصة. وكذلك المادة 27 من قانون سوق المال المصري التي حددت الأنشطة التي تباشرها الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، والتي من بينها تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.

فيما تعد إدارة المحافظ في التشريع الفرنسي إذاً من الأنشطة الأساسية طبقاً لنص المادة الرابعة من القانون الفرنسي لتطوير الأنشطة المالية² رقم 597/96 لسنة 1996، بالنسبة لشركات الاستثمار، في حين فهي نشاط تابع بالنسبة لمقدمي خدمات الاستثمار (الوسيط المالي).

وتجدر الإشارة أن نشاط إدارة محفظة الأوراق المالية في الأصل هو نشاط مركب من عمليتين؛ وهما حفظ الأوراق وإدارتها، وأن أهمية كل منهما بالنسبة للأخر يتوقف على الغرض

¹ - " L'investisseur se décharge de la gestion de son portefeuille pour la confier à un professionnel: soit à une société de gestion de portefeuille exerçant cette activité à titre principal, soit à un prestataire de services d'investissement offrant à titre accessoire un service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers (banque, entreprise d'investissement, compagnie d'assurance)", Jacques Voche, Les différents modes de gestion de portefeuille de titres, site web : <http://www.avocat-assurance-vie.fr/gestion-de-portefeuille-de-titre> , vesite le 15/02/2020.

² - Les services d'investissement portent sur les instruments financiers énumérés à l'article 1er de la présente loi et comprennent :

a) La réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers ;
b) L'exécution d'ordres pour le compte de tiers ;
c) La négociation pour compte propre ;
d) La gestion de portefeuille pour le compte de tiers ;
e) La prise ferme ;
f) Le placement. Art 4, Section 2 - Les services d'investissement et les services connexes, LOI no 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financiers, op.cit.

الرئيسي الذي ينشد العميل تحقيقه من وراء عقد إدارة الأوراق المالية¹.

وإن كان حفظ الأوراق المالية حالياً لا يدخل ضمن اختصاصات وسيط عمليات البورصة كما رأينا سابقاً، وهذا بعد اعتماد جهاز آخر يعرف بالمؤتمن المركزي على السندات، حيث أصبحت حالياً هذه المهمة من اختصاصاته، يمارسها من خلال أمناء الحفظ المركزي، وهذا بعد التخلص من الشكل المادي الملموس للأوراق المالية وتحويلها إلى قيود حسابية، تقيد في حسابات العملاء لدى هيئات القيد المركزي وفي سجلات الوسطاء الماليين، لمتابعة كل الحركات المالية التي تجري عليها².

إذا يعد عقد تكوين محافظ الأوراق المالية من الصور الحديثة لعقود إدارة المحافظ المالية، ويعرف أيضاً بعقد استثمار المحافظ المالية، وفي هذا العقد ينصب التزام العميل على تسليم نقود إلى البنك (الوسيط المالي)، لا تسليم أوراق أو صكوك مالية، على أن يستعمل البنك هذه النقود في إنشاء محفظة مالية للعميل بشراء عدد من الأسهم والسندات، وليس هناك ما يمنع أن يرتبط عقد تكوين المحفظة المالية بائتمان البنك إلى العميل. ويستوفي الوسيط مقابل الائتمان من قيمة الأوراق المالية عند بيعها، أو من الدخل الدوري الذي تنتجه³.

هذا بالنسبة للمدخر غير المتخصص، لأنه حتماً سيقابل صعوبات كثيرة ما لم يلجأ إلى المؤسسات المتخصصة في سوق أوراق المال بطلب المساعدة والمشورة⁴. حيث أن تنوع الأدوات المالية في أسواق المال جراء التطورات الحديثة في العقود الأخيرة، زاد من الصعوبات التي قد يواجهها بالفعل المستثمرون غير المحترفين في إدارة الأوراق المالية الخاصة بهم في الوقت الحالي، لانعدام الإدارة الرشيدة لدى المدخر، كالمراقبة اليومية للوضع في البورصات، وعدم معرفة أنواع الاستثمارات المختلفة، وغياب دراسة لنظام الضرائب لدى المدخرين، وعدم

¹ - دويدار هاني، مرجع سابق، ص 341.

² - " ... Le rôle d'un dépositaire central: ... un dépositaire central conserve les valeurs mobilières et exécute les livraisons des titres pour le compte de ses participants, Selon Hervo et Ros , la fonction première d'un dépositaire central est d'ordre notarialet consiste à enregistrer l'ensemble des titres existants et les opérations effectuées sur ces titres. Grâce à ses relations avec les émetteurs de titres et avec les investisseurs, il s'assure à tout moment que le nombre de titres présents sur les comptes des intermédiaires correspond au montant des titres portés au compte de l'émetteur, Il est donc teneur de comptes titres...", Catherine LAURENT KARYOTIS, op.cit , p219.

³ - دويدار هاني، مرجع سابق، ص 344.

⁴ - فضلي هشام، مرجع سابق، ص 9.

القدرة على تقدير المخاطر التي تحف بالمحفظة المالية¹.

كل هذا في حال اعتماد المدخر على الإدارة المباشرة للمحفظة الاستثمارية، حيث أنه في هذا النوع يقوم العميل بفتح حساب محفظة لدى المؤسسات المتخصصة في ذلك، ويسمى العقد عقد محفظة استثمارية بإدارة العميل، والمقصود هو أن أوامر البيع والشراء - عمليات التداول - على مكونات المحفظة تكون مختصة بالعميل فقط، ويكون دور مدير المحفظة تنفيذ أوامر العميل، إضافة إلى الخدمات العامة، كالاحتفاظ بشهادات الملكية لصالح العميل وحفظ حسابات المحفظة، كما أنه يقوم بعمل تقارير عن المحفظة حسب الطلب وتحصيل الأرباح مقابل عمولة يتفق عليها في العقد، وبالتالي فإن تصرف مدير المحفظة مقيد بأمر من العميل وليس على إطلاقه². وبالتالي فهو بحاجة لمساعدة خبير لحماية حافظته المالية من المخاطر التي تحفها في السوق المالي.

ومن بين صور المساعدة أن يتولى الوسيط المالي إدارة محفظة العميل إدارة كاملة، بحيث يكون له سلطة إصدار أوامر البيع والشراء في البورصة، وهو ما يطلق عليه إدارة المحافظ الفردية لحساب الغير³، أو ما يعرف بالإدارة بموجب وكالة التسيير⁴.

حيث أنه في هذا النوع يكون دور العميل هو فتح حساب المحفظة وتحويل الأموال إلى هذا الحساب والتعليمات الأساسية التي تكون بينه وبين مدير المحفظة فقط، ثم ينتهي دوره ويبدأ دور مدير المحفظة الذي تقع عليه مسؤولية إدارة مكونات المحفظة، والاحتفاظ بشهادات الملكية لصالح العميل، وحفظ حسابات المحفظة، كما أنه يقوم بتقديم تقرير دوري، كما أن له

¹ - " Les diversifications des instruments financiers et des marchés financiers intervenues au cours des dernières décennies n'ont pu qu'accroître les difficultés déjà ressenties par les investisseurs non professionnels dans la gestion de leurs patrimoines boursiers. Actuellement, une gestion rationnelle d'un portefeuille de titres implique de la part de l'épargnant non seulement un suivi quotidien de la situation des marchés boursiers français et étrangers, mais aussi une connaissance des divers types de placements, une étude de leur régime fiscal, une appréciation des risques qu'ils presentment", Jacques Voche, site web précité.

² - أحمد معجب العتيبي، مرجع سابق، ص 35، 36.

³ - فضلي هشام، مرجع سابق، ص 9.

⁴ - " **La gestion individuelle de portefeuille**, techniquement appelée gestion de portefeuille **pour compte de tiers**, est une forme de gestion de portefeuille qui consiste dans le fait « de gérer, de façon discrétionnaire et individualisée, des portefeuilles incluant un ou plusieurs instruments financiers dans le cadre d'un mandat donné par un tiers » (C. mon. fin., art. D321.1, 4°). La gestion individuelle de portefeuille est une « **gestion sous mandat** », car elle repose sur la conclusion d'un mandat de gestion. Cette gestion est discrétionnaire en ce sens que le **gestionnaire prend librement l'initiative des décisions** d'investissement portant sur les instruments financiers composant le portefeuille dans le respect des objectifs de gestion", Isabelle Riassetto, Gestion individuelle de portefeuille, Issu de Bulletin Joly Bourse, du 06/01/2011, p 315.

حق التصرف الكامل بالبيع والشراء دون الرجوع للعميل حسب ما هو متفق عليه، حيث تكون الإدارة مطلقة للمدير¹.

ومع ذلك وضمن هذا النوع من التسيير غير المباشر للمحفظة، يمكن للعميل أن يحتفظ لنفسه بسلطة إصدار الأوامر وقرارات التسيير للمدير، هذا العقد مؤهل باعتباره اتفاقية حساب مساعد أو بسيط، ما دام تدخل العميل في الإدارة يكون آلياً، لاحتفاظ العميل على خيار إرسال التعليمات إلى وكيله مدير المحفظة، بالرغم من احتفاظ هذا الأخير بالحرية في تنفيذ الأوامر الصادرة إليه من العميل نظراً لسلطته التقديرية في تحليل مدى نفعها للمصلحة العميل².

وقد تتخذ إدارة محفظة الأوراق المالية الشكل الجماعي أو المشترك، وذلك باللجوء إلى هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة³، وبالتالي هناك نوعان مختلفان⁴ من أشكال إدارة محافظ الأوراق المالية عن طريق شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية، وفقاً لما سبق ذكره.

إذاً فنشاط إدارة محفظة الأوراق المالية يتمحور في عمليات أساسية؛ تتمثل في بيع وشراء القيم المنقولة، أو الاحتفاظ بها لبعض الوقت، أو استبدالها بقيم أخرى، من أجل تحقيق إيرادات مالية مرتفعة مقابل مخاطر منخفضة، لأن إدارة المحفظة الاستثمارية تقوم على سياسة استثمارية محكمة التخطيط .

¹ - أحمد معجب العتيبي، مرجع سابق، ص 36.

² - " Concernant le contrat de gestion de portefeuille de valeurs mobilières, il faut dorénavant énoncer que si le contrat qui unit juridiquement le client à l'intermédiaire financier réserve au client un pouvoir de décision dans la gestion de son portefeuille, ce contrat est qualifié de convention de compte assistée ou de simple tenue de compte. Tel sera le cas aussi si l'ingérence du client à la gestion opérée par le gestionnaire est systématique. Cependant, le client a toujours la possibilité d' adresser à son mandataire des instructions. Pourtant, le gestionnaire doit conserver une liberté quant aux suites à donner aux indications de son client. Plus précisément, il doit conserver un pouvoir d'appréciation ou de discussion quant à l'exécution des ordres ponctuels que lui adresse le mandant ", Anastasios SFYROERAS, op.cit, p 57.

³ - " La gestion d'actifs pour compte de tiers recouvre en France deux techniques différentes : la gestion individuelle de portefeuille ou gestion sous mandat et la gestion collective par l'intermédiaire de différents véhicules de placement que sont les Organismes de placement collectif (OPC).t", Jacques Voche, site web précité.

⁴ - " La gestion de portefeuille recouvre deux formes juridiques différentes : la gestion individuelle et la gestion collective par l'intermédiaire de différents véhicules de placement que sont les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), les sociétés d'investissement à capital variable (Sicav) et les fonds communs de placement (FCP) (C. mon. fin., art. L214.2). Bien qu'elles soient souvent accomplies par les mêmes acteurs, les sociétés de gestion de portefeuille et selon les mêmes techniques, afin de répondre aux mêmes objectifs...", Isabelle Riassetto, op.cit, p 315.

ففي مجال إدارة المحافظ الاستثمارية مثلاً فإن اختيار الأوراق المالية يكون بوضوح، وأن أي إخفاق في ذلك قد يؤدي إلى تهديد سلامة القوة الاقتصادية للأصول المسيرة، وهذا يعد خطراً حقيقياً على الحافظة، مما يعني أن الإدارة الفعالة للمحفظة لا تتم بمعزل عن المخاطر، حيث أن هناك مخاطر لا مفر منها، مثل تقلبات السوق، وهي مخاطر يمكن التقليل من آثارها من خلال تنويع المحفظة¹. إذاً فهي تستند إلى خبرة ودراية عالية لدى الوسيط المالي مدير الحافظة، والتي من خلالها تبرز سياسته الاستثمارية.

وعليه تعرف عملية الإدارة غير المباشرة لمحافظ الاستثمار، أي الإدارة عن طريق شخص متخصص كما سبق الإشارة إليه، بأنها عملية: "تحويل إدارة حافظة شركة الاستثمار لجهة متخصصة في استثمارات القيم المنقولة كالبنوك وسماسرة الأوراق المالية، وذلك مقابل أجر متفق عليه"².

ونخلص بالقول أن نشاط إدارة المحفظة الاستثمارية وفقاً لما يراه الاقتصاديون بأنه: "العمل الفني الذي يقوم به الخبراء المتخصصون، مفاده ضم صكوك جديدة للمحفظة عن طريق الاكتتاب، أو اقتناء قيم سبق التعامل فيها عن طريق التداول، أو التخلص من قيم كانت تشمل عليها المحفظة لعدم مردوديتها، ويتم ذلك وفقاً لدراسات تحليلية مسبقة للقيم وللنشاط الاقتصادي المعني وللسوق إجمالاً وفقاً لسياسة استثمارية"¹.

ثانياً: إدارة محفظة الأوراق المالية علاقة تعاقدية.

إن توكيل العميل لوسيط من أجل إدارة حافظة الأوراق المالية يكون بناءً على عقد، وهو ما نصت عليه المادة رقم 23 من النظام 01/15 بأنه: "توكيل تسيير الحافظة الممنوح

¹ - "... Dans le domaine de la gestion de portefeuille, le choix d'une valeur mobilière à caractère nettement spéculatif ou l'omission d'aliéner une valeur qui menace l'intégrité de la puissance économique du patrimoine administré constituent des actes de disposition en ce qu'ils comportent un risque sérieux . Cependant, la gestion efficace d'un portefeuille ne s'effectue pas dans un contexte dénué de risque . Il y a les risques inévitables, tels les fluctuations boursières, et les risques dont on peut minimiser l'impact grâce à la diversification, tels les fluctuations économiques et les mouvements cycliques des affaires . C'est donc en fonction du type de risque encouru qu'il faut rechercher la nature de l'acte posé ", Lise I . Beaudoin, LA GESTION DE PORTEFEUILLE POUR AUTRUI ET LES DISPOSITIONS NOUVELLES DU CODE CIVIL DU QUÉBEC , Montréal, Revue du barreau canadien, Vol 68, N°3,1989, p 490.

² - رولا نائل سلامة، رشا حطاب، الماهية القانونية لعقد إدارة الاستثمار في سوق عمان المالي، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، المجلد 41، العدد 2، 2014، ص 1474.

¹ - طاحون نصر علي أحمد، مرجع سابق، ص 348، 349.

للسيط في عمليات البورصة يكون موضوع عقد يوقع عليه للموافقة من طرف صاحب الحساب المسيير ولقبول الوسيط في عمليات البورصة. ويجب أن تحدد في العقد طبيعة العمليات وشروط تشغيل الحساب وأجرة المسيير".

إذا فمن خلال نص المادة يفهم أن هذا العقد هو عبارة عن "وكالة تسيير"، غير أنه وبالرجوع إلى القواعد العامة للعقود في القانون المدني، لا نجد أي عقد مسمى تحت هذه التسمية، كما لم يتم الإشارة إليه ضمن أحكام القانون التجاري، مما يفهم أنه عقد من طبيعة خاصة، وهذا تبعاً لخصوصية أنشطة وسطاء عمليات بورصة الأوراق المالية، والتي تتطلب نظاماً قانونياً استثنائياً.

وهذا ما نستشفه أيضاً في التشريعات المقارنة، حيث ورد في نص المادة 10 من النظام رقم 17 لسنة 2018 والمتعلق بالترخيص واعتماد الخدمات المالية في هيئة الأوراق المالية الأردنية بأنه: "تشمل أعمال مدير الاستثمار إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير وفقاً لاتفاقية إدارة الاستثمار الموقعة بينه وبين عميله، والتي تحدد السياسة الاستثمارية للعميل وصلاحيات مدير الاستثمار وواجباته، كما تشمل هذه الأعمال إدارة صناديق الاستثمار المشترك"، فالمشروع الأردني من خلال نص هذه المادة عرف العقد المبرم بين العميل والوسيط المالي مدير المحفظة بـ "اتفاقية إدارة الاستثمار".

كما عرف المشروع الفرنسي كذلك العقد المبرم بين الوسيط والعميل بعقد وكالة تسيير (*mondat de gestion*)¹، لكن دون إخضاع هذا العقد لا في القانون، الأردني ولا في القانون الفرنسي – على غرار ما رأينا بالنسبة للتشريع الجزائري – لتنظيم شامل خاص به، وفي الواقع تجد العلاقة ما بين العميل ومدير محفظة الأوراق المالية أساسها في عقد الوكالة المبرم بينهما، إلا أن القواعد العامة لعقد الوكالة لا تكفي لإضفاء حماية كافية للعميل، الأمر الذي أدى إلى وضع قواعد خاصة بنشاط إدارة الاستثمار¹، وهذا ما يتجسد في قانون بورصة الأوراق المالية الجزائري، ومختلف أنظمة وتعليمات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي تأطر مختلف أنشطة الوسطاء الماليين، والشيء نفسه بالنسبة للتشريعات المقارنة على غرار المشروع الأردني، الفرنسي والمصري.

¹ - " les sociétés de gestion de portefeuilles agissent pour le compte d'une clientele;il s'agit d'une relation contractuelle avec un mondat de gestion", CORYNNE Jaffaux,op.cit, p 63.

¹ - رولا نائل سلامة، رشا حطاب، مرجع سابق، ص 1479.

وتظهر هذه الخصوصية التي وضعها القانون الجزائري لتعامل الوسيط مسير المحفظة مع المدخرين في عدم جواز مباشرة هذا النشاط إلا إذا كان مرخصاً بذلك، أي بعد اعتماد من لجنة ت.ع.ب.م للتأكد من توفير الضمانات الكافية لممارسة النشاط، حيث نصت المادة 2 من النظام 01/15 بأن: " الوسيط في عمليات البورصة هو كل وسيط معتمد...".

والحال كذلك في التشريع المصري، وهذا طبقاً لنص المادة 28 من قانون سوق رأس المال الذي لا يجيز مزاوله تكوين وإدارة المحافظ إلا بعد الحصول على الإجازة اللازمة من هيئة سوق المال، وكذلك الحال بالنسبة للمشرع الفرنسي، حيث يشترط على مقدمي خدمات الاستثمار من أجل تسيير محافظ الأوراق المالية الحصول على اعتماد من قبل لجنة عمليات البورصة (COB)¹ وهذا ما تؤكدته المادة 23 من القانون الفرنسي رقم 531/89 المتعلق بأمن وشفافية السوق المالي².

كما يشترط المشرع الأردني كذلك من خلال نص المادة رقم 3/ب من نظام الترخيص واعتماد الخدمات المالية رقم 17 لسنة 2018 ضرورة حصول مدير الاستثمار على ترخيص من المجلس سوق رأس المال.

كما تظهر الخصوصية في الشكلية التي تميز عقد تسيير الحافظة، حيث اشترطت أغلب التشريعات كتابة اتفاقية إدارة الاستثمار المبرمة بين المدير المسير والزبون، أين نصت المادة 2 من النظام 01/15 على أن التسيير الفردي للحافظة يكون بموجب عقد مكتوب، وتضيف المادة 23 السالفة الذكر أنه يجب أن يوقع الزبون على العقد، فيما تؤكد الفقرة الثالثة من المادة نفسها على أنه: " يجب أن تحدد في العقد طبيعة العمليات وشروط تشغيل الحساب، أو أجرة

¹ – Pour fournir un service d'investissement, les prestataires devaient obtenir un agrément délivré par le CECEI après approbation de leur programme d'activité par le CMF pour chacun des services. Dans le cas où ce service portait sur la gestion de portefeuille, l'approbation du programme d'activité était délivrée par la COB, après avis du CCGF (Comité consultatif de la gestion financière), CHAPITRE 4 < RAPPORT ANNUEL 2003 , L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, p103, sur le site web: <https://www.amf-france.org>, vesite le 15/02/2020.

² – " Nul ne peut gérer, à titre de profession habituelle, des portefeuilles de valeurs mobilières, de contrats à terme négociables ou de produits financiers pour le compte de ses clients **sans avoir obtenu l'agrément de la Commission des opérations de bourse.**

Cet agrément est réservé aux sociétés anonymes qui justifient de l'honorabilité et de l'expérience professionnelle de leurs dirigeants ainsi que d'une garantie financière suffisante...", Article 23, Titre III : Dispositions relatives à l'activité de gestion de portefeuille, Loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, JORF du 04/08/1989..

المسير..."، على أن تحدد اللجنة ضمن تعليمة الشروط التي يجب أن يتضمنها العقد النموذجي.

وتشترط التشريعات المقارنة كذلك إبرام اتفاقية بين العميل والوسيط مدير حافظة القيم المنقولة، وهذا ما رأيناه سابقاً من خلال نص المادة 10 من النظام رقم 17 لسنة 2018 والمتعلق بالترخيص واعتماد الخدمات المالية في هيئة الأوراق المالية الأردنية.

كذلك في التشريع الفرنسي، طبقاً لما ورد في نص المادة (L533-10) من التقنين النقدي والمالي¹، والمادة 21 من نظام لجنة عمليات البورصة الفرنسية رقم 96-03²، وذلك تطبيقاً لنص المادة 20 من القانون رقم 70/88، التي تنص بأنه لا يسمح بتسيير محافظ العملاء إلا بناءً على اتفاقية مكتوبة³، ويوقع عليها الطرفان وأن تتضمن الهدف المنشود من الإدارة، العمليات المصرح بها للمدير، مكافآت نشاط المدير، شروط إنهاء المدير⁴.

كما نص المشرع الكويتي أيضاً على أنه يجب على الجهة المديرة أن تقوم بإبرام عقود مع عملائها، تنظم أحكام العلاقة بين الطرفين، على أن تتضمن هذه الأحكام العديد من الجوانب، والتي لا يتسع المجال لذكرها، على غرار حدود التفويض الممنوح في شأن الإدارة، السياسة الاستثمارية، أسلوب الاتصال بالعميل، كيفية تقديم التقارير الدورية للعميل، كيفية احتساب العمولة، طريقة إنهاء العقد، وهذا طبقاً لما ورد في شركة البنك المركزي الكويتي بشأن التعليمات الخاصة بالقواعد التي تنظم إدارة محافظ الغير¹.

¹ – Article L533-10 du code monétaire et financier : « Les prestataires de services d'investissement ne peuvent fournir le service défini au 4 de l'article L. 321-1 qu'en vertu d'une convention écrite ».- publier sur le lien : http://www.lexinter.net/Legislation/regles_de_bonne_conduite1.htm , visite le 16/02/2020.

² – Article 21 du règlement n° 96-03 de la cob : " Toute gestion individuelle de portefeuille doit donner lieu à l'établissement préalable d'une convention écrite. Les obligations du prestataire vis-à-vis de son mandant sont définies dans cette convention conformément aux articles 11 et 12 relatifs au mandat de gestion individuel de portefeuille du règlement no 96-02 " sur les prestataires de service d'investissement effectuant une activité de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ", JORF n° 18 du 22 janvier 1997.

³ – " Les sociétés de bourse, les établissements de crédit et les intermédiaires en opérations de banque, les établissements visés à l'article 8 et à l'article 99 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée, les remisiers et gérants de portefeuille visés par la loi n° 72-1128 du 21 décembre 1972 précitée et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières **ne peuvent assurer la gestion des sommes, valeurs ou effets de leur clientèle qu'en vertu d'une convention écrite** ", Art 20 du la loi N° 88-70 du 22 Janvier 1988, op.cit.

⁴ – " **les contrats de gestions signés entre un client et la société** de gestion agréée par le COB prévient: -l'objectif assigné a la gestion, - les opérations autorisées au monétaire, - la rémunération de l'activité du monétaire, - les conditions de résiliation du mondat", CORYNNE Jaffeux, op.cit , p 63.

¹ – أحمد معجب العتيبي، مرجع سابق، ص ص 33، 34.

غير أن الكتابة في اتفاقية تسيير محفظة القيم المنقولة هي أداة للإثبات فقط، وهذا حماية لحقوق العملاء المدخرين، باعتبار أن عقد الوكالة من العقود الرضائية، وقد أكدت ذلك محكمة النقض الفرنسية في قرارها الصادر في 10 ماي 1994، بقبولها إثبات الاتفاقية بوسائل إثبات أخرى، حيث استعانت في إثبات الاتفاقية بالمراسلات التي تبادلها الطرفان، واعتبرتها وسيلة إثبات كتابية لإثبات عقد تسيير محفظة القيم المنقولة¹.

ويتأكد هذا الطرح من خلال قانون بورصة القيم المنقولة الجزائري، ومختلف أنظمة لجنة البورصة وكذلك من التشريعات المقارنة المنظمة للأسواق المالية والتي لم تنص على أي جزء في حال تخلف الكتابة في اتفاقيات تسيير محافظ الأوراق المالية، مما يثبت اعتبار الكتابة كشرط للإثبات وليس للانعقاد.

ومن الخصوصيات غير المألوفة كذلك في عقد الوكالة بشكله المعتاد، ما يترتب على عاتق مدير المحفظة على غرار الالتزام بالإعلام وإحاطة الموكل (العميل) بتفاصيل العمليات الاستثمارية الواردة على محفظته المالية أولاً بأول، وبتقارير شهرية لهذه العمليات، بالإضافة إلى تزويده بالوثائق والمعلومات كلما طلب ذلك، وهو ما لا ينسجم مع التزامات عقد الوكالة العادية².

لكن هناك من يرى من الفقه بأن وكالة التسيير هي الوكالة بالعمولة¹، والمتفق عليه أن الوكيل بالعمولة يتصرف باسمه ولحساب موكله، في حين أن الوسيط مدير المحفظة يتعامل باسم موكله ولحسابه باعتبار أن عملية إدارة المحفظة تتمحور حول شراء وبيع الأوراق المالية لحساب العميل، لكن حسب تقدير الوسيط وفقاً لما جاء في نص المادة 2 من النظام 01/15²،

¹ - Cass. com. 10 mai 1994, n° 1115 P, SA Didier Philippe c/ Lederman et autre. *Jolly Bourse* : v° «Gestion de portefeuille», Issu de Bulletin Jolly Bourse - jurisprudence, n°04 - du 1 juillet 1994, p 386.

² - رولا نائل سلامة، رشا خطاب، مرجع سابق، ص 1481. راجع كذلك:

- " L'investisseur qui souhaite être dégagé de toute prise de décision, **tout en ayant une connaissance périodique de l'évolution de son portefeuille**, sera orienté vers des placements en OPC correspondant à la stratégie de gestion acceptée par le client", Jacques Voche, site web, précité.

¹ - وليد محمد كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية، دراسة مقارنة، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص 160. كذلك رولا نائل سلامة، رشا خطاب، مرجع سابق، ص 1481.

² - نصت المادة 2 من نظام ل.ت.م.ع.ب رقم 01/15، المرجع السابق، بأنه: "... تسيير الحافظة لحساب الغير يتمثل في تسيير حافظات القيم المنقولة بطريقة تقديرية وفردية بموجب توكيل من الطرف الآخر".

بمعنى وفقاً لما يراه الوسيط المالي في صالح زيونه، أي دون أن يقوم العميل بإعطاء أوامر لإدخالها إلى السوق كما رأيناه سابقاً.

وتجدر الإشارة كما سبق ذكره أن المشرع المصري قد فصل بموجب نص المادة 229 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 بأن: " التزام الشركة بشراء، وبيع الأوراق المالية باسم ولحساب العميل... " ، أي أننا أمام وكالة من طبيعة خاصة وليست وكالة بالعمولة.

وقد أكد بعض الفقه الفرنسي أن مسيري محافظ القيم المنقولة يتصرفون لحساب عملائهم في إطار وكالة لا ينوب فيها المهني عن عميله، فهي بذلك وكالة ذات طبيعة خاصة لما تمتاز به من استقلالية¹، باعتبار أن المشرع الفرنسي لم يضع لوائح محددة لعقد إدارة المحافظ الاستثمارية، وبالتالي يبقى عقداً من طبيعة خاصة².

كما يرى بعض الفقه المصري أنه ما دام البنك (الوسيط المالي) يقوم بالأعمال الخاصة بالإدارة لحساب العميل، فيمكن القول بأن علاقة البنك بالعميل تندرج في إطار الوكالة³.

وفي الأخير يمكن القول أن الغاية من معرفة طبيعة العقد المبرم بين العميل المدخر والوسيط المالي مدير المحفظة، تكمن في القدرة على الإحاطة بحقوق والتزامات الطرفين (أحكام العقد)، والتي سيؤجل الخوض فيها إلى الباب الثاني من الأطروحة، حيث سيتم تناولها بصفة عامة ضمن آثار نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

¹ - حاتم ملود، مرجع سابق، ص 39.

² - " Le législateur n'a pas institué une réglementation spécifique du contrat de gestion de portefeuille, qui demeure une forme particulière de mandat", Jacques Voche, site web précité.

³ - دويدار هاني، مرجع سابق، ص 342.

ملخص الباب الأول.

ركزت الدراسة ضمن هذا الباب والمتعلق بخصوصيات الوساطة في بورصة الأوراق المالية كنشاط مقيد، على توضيح ماهية الوساطة كنشاط لوسيط في بورصة الأوراق المالية، مما استدعى تحديد مضمون هذا النشاط، ثم تعريف للقائم به في ذات الوقت، من الناحية اللغوية، الفقهية والتشريعية، فلم يرس الفقه على تعريف موحد، فيما لم تهتم أغلب التشريعات المقارنة بما في ذلك المشرع الجزائري بوضع تعريف للوسيط، وهو أمر منطقي لأن ذلك من اختصاص الفقه.

كما تم الوقوف على أصل هذه المهنة، فتبين أن ظهورها لم يكن بمعزل عن الأسواق المالية، بل كانت أسبق في الوجود من بورصة الأوراق المالية نفسها، وإن لم تظهر بصفقتها الحالية من امتهان للتخصص في الصكوك المالية، وإنما تدرجت عبر مراحل طويلة كانت سبباً في خلق هذه البورصة وتطورها.

وقد تنوعت الخصائص المميزة للوساطة كنشاط تجاري، لذلك كان التركيز على تلك الخصائص التي قل ما نجدها في نشاطات تجارية أخرى - كخاصية ضمان تنفيذ الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية، احتكار نشاط الوساطة، حظر مزاوله أنشطة موازية للوساطة - إضافة إلى بيان أهمية الوساطة المالية والمتمثلة في حماية العملاء، مساعدتهم والسهر على حسن سير السوق.

كما تم إبراز الطبيعة القانونية لهذا النشاط استناداً إلى نوع العقود المبرمة، والتي على أساسها تتحدد الحقوق والالتزامات الناشئة، وكذلك تبيان المركز القانوني الذي ينفرد به وسيط ب.أ.م عن مراكز مشابهة له في بعض النشاطات الأخرى، والذي على أساسه يمكن تحديد الأحكام القانونية الواجبة التطبيق في حالة قيام نزاع بين الوسيط وعملائه، ومن ثم تحديد الحقوق والواجبات المفروضة عليه. وبعدها تم تحديد أصناف وسطاء ب.أ.م، وهما إثنان: تصنيف فقهاء الاقتصاد والتصنيف التشريعي، ومن خلال هذا الأخير تبين أن التشريعات محل مقارنة تقسم الوسطاء إلى صنفين، يعتمد الصنف الأول في تقسيمه على الشكل القانوني الذي يتخذه الوسيط، في حين يركز الثاني على النشاط الذي يزاوله الوسيط.

وقد بينت هذه الدراسة كذلك المؤهلات الواجب توافرها في وسيط ب.أ.م ذاته كشركة، من أجل منحها الاعتماد لمزاولة النشاط في البورصة – نوع الشركة، حدود رأسمالها، مقرها الاجتماعي، الوسائل التقنية – من جهة، والمؤهلات اللازمة لقبول مندوبيه داخل قاعات البورصة من جهة أخرى، وإلى جانب ذلك بينت الإجراءات الواجب اتباعها من قبل شركات الوساطة بقصد الحصول على الاعتماد.

ثم اختتمت الدراسة في هذا الباب بالتطرق إلى نشاط وسيط ب.أ.م، وكون الوسيط المالي بإمكانه مزاولة العديد من الأنشطة في هذا السوق، فكان من اللازم التركيز على أهم هذه الأنشطة فقط، مع إجمالها في مرحلتين؛ حيث تتعلق المرحلة الأولى بإصدار الأوراق المالية وما يرتبط بها من نشاطات مكملة بحثا عن مكنتبين فيها، من خلال ما يعرف بنشاط السعي المصنفي كما اصطلح عليه المشرع الجزائري، ودور الوسيط في إرشاد ونصح العملاء في جميع المراحل، إلى غاية قيد تلك الأوراق المالية في جداول البورصة برعاية الوسيط المالي، حتى يمكن تداولها. ثم تأتي بعدها المرحلة الثانية وتتعلق بنشاطين هامين، أولهما وهو النشاط الرئيسي لوسيط ب.أ.م، ويتمثل في تداول الأوراق المالية لحساب الغير وما يترتب عنه من اكتساب لقيم منقولة، قد يحتاج أصحابها لإدارة وتسيير حافظة تلك القيم المنقولة كنشاط ثان يتولاه الوسيط المالي.

الباب الثاني:

الأحكام المترتبة على أعمال وسيط بورصة
الأوراق المالية ومسؤوليته عقب أداء مهامه
بالمخالفة لقواعد السوق

الباب الثاني: الأحكام المترتبة على أعمال و.ب.أ.م ومسؤوليته عقب أداء مهامه بالمخالفة لقواعد السوق.

بعد أن تم التطرق إلى الضوابط التي من خلالها يتم مراقبة نشاط الوساطة - الشروط الواجب توفرها في الوسطاء - وكذلك الإشارة إلى الأنشطة التي يمكن للوسيط مزاولتها في السوق المالي، والآليات التي يتوجب على وسيط بورصة الأوراق المالية اتباعها، أثناء ممارسته للأنشطة التي تم اعتماده من أجلها، وبالخصوص عمليات التداول داخل قاعات البورصة، والتي تعد كضوابط أساسية لتأطير أنشطة الوسيط المالي، حماية لعملائه من الشركات المصدرة والمدخرين والسوق المالي بصفة عامة، من أي تلاعب يهدف إلى التحكم في مجريات المعاملات المالية وتحقيق أرباح غير مشروعة، ستركز الدراسة في هذا الباب على الآثار المترتبة على مزاوله وسيط بورصة الأوراق المالية كشركة تجارية لأنشطته داخل هذا السوق، والمسؤولية الواقعة على عاتقه في حال مخالفته للقواعد المعمول بها أثناء مزاوله أعماله.

وبناءً عليه سيتضمن هذا الباب فصلين، يخصص الفصل الأول للأحكام المترتبة على أعمال وسيط.ب.أ.م. فيما يفرد الفصل الثاني لعرض المسؤولية المترتبة على عاتق الوسيط المالي الذي يلجأ لممارسة أعمال غير مشروعة في السوق، كرقابة لاحقة لردع تلك التصرفات.

الفصل الأول:

الأحكام المترتبة على أعمال وسيط بورصة
الأوراق المالية

تزاوّل شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية نشاط التداول على الأوراق المالية كنشاط رئيسي، بالإضافة إلى العديد من الأنشطة الأخرى التي لا تقل أهمية عن النشاط المحوري لهذه السوق، وأن هذه الأنشطة لا يسمح للشركات بمباشرتها إلا إذا توفرت على جملة من الشروط، وبالمقابل يترتب على ممارسة هذه الأنشطة عدة آثار، منها ما يتم الإشارة إليها في عقود الوساطة المالية، ومنها ما تنص عليها تشريعات الأسواق المالية والقواعد العامة. وبناءً على ما سبق ذكره سيخصص هذا الفصل لدراسة الالتزامات المترتبة على شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية، بنوعيتها سواء الالتزامات المترتبة على عقود الوساطة، أو الالتزامات التي تنص عليها قواعد السوق، ضماناً لحسن سير السوق واستمرارها (المبحث الأول)، إضافة إلى الحقوق التي تتمتع بها شركات الوساطة لقاء التزامها بقواعد السوق وخدماتها المالية للعملاء (المبحث الثاني).

المبحث الأول: التزامات وسيط بورصة الأوراق المالية.

تعد شركة الوساطة في بورصة الأوراق المالية وفقاً للتشريع الجزائري أو التشريعات المقارنة تاجراً، وذلك لاحترافها هذه المهنة من جهة، واتخاذها شكلاً من أشكال الشركات التجارية من جهة أخرى. ولذلك فهي ملزمة بأحكام القانون التجاري، والتفقد بالالتزامات التي تفرضها قواعد السوق المالي.

غير أن هذه الدراسة البحثية ستقتصر فقط على النوع الثاني من الالتزامات، لأن النوع الأول يعد كآثار عامة تلحق كافة التجار دون استثناء، في حين أن الالتزامات التي تنشأ بمناسبة مزاوله مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية، تعد استثنائية وغير مألوفة بالنسبة للشركات التجارية، نظراً لخطورة ما قد يترتب على مخالفتها من مضار سواء بالنسبة للاقتصاد بصفة عامة، أو المدخرين في بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة.

وهنا تجب الإشارة إلى أن التزامات شركات الوساطة، تتنوع بحسب تنوع الأنشطة التي يزاولها الوسيط المالي، وهذا تبعاً لما قد يخوله له القانون من ممارسة نشاط، أو عدة أنشطة أخرى بالموازاة مع النشاط المحوري، وهو التداول لحساب الغير، على اعتبار أن هذه الالتزامات لسيت خاصة بنوع معين من الأنشطة التي يمكن أن يمارسها الوسيط في بورصة الأوراق المالية، بل هي عامة تتعلق بجميع النشاطات، مع مراعاة بعض الاختلافات الطفيفة بين الأنشطة، حيث أن البعض منها يمكن أن يتطلب التزامات إضافية قد لا نجدها في باقي الأنشطة الأخرى. وبالتالي يترتب على ما سبق قوله أن هناك التزامات رئيسية تعد أساس ومحور البحث، في حين بالنسبة للالتزامات الفرعية فلا يمكن التطرق إليها كافة، بسبب تعددها نتيجة لتنوع الأنشطة التي قد يزاولها الوسيط المالي في بورصة الأوراق المالية.

وعليه سيتناول هذا المبحث الالتزامات الأساسية التي تنشأ بمناسبة مزاوله مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية، مع التركيز على الالتزامات المترتبة على عمليات التداول كنشاط رئيسي، على أن يتم تقسيم المبحث إلى مطلبين، حيث يتناول المطلب الأول التزامات شركات الوساطة في مواجهة إدارة البورصة، فيما يخص المطلب الثاني للالتزامات المهنية.

المطلب الأول: الالتزامات الإدارية.

المقصود بها تلك الالتزامات التي تقع على عاتق شركات الوساطة في مواجهة إدارة السوق المالي بصفة عامة، سواء تعلق الأمر بكونها عضواً في السوق المالي أو باعتبارها ناشطة فقط، مما يجعلها خاضعة لرقابة الهيئة المسؤولة على ضبط هذا القطاع الاقتصادي والمالي الحساس، فيترتب عليها حينئذ الالتزام بالضوابط والأخلاقيات التي تحكم التعامل في هذه السوق والمتمثلة في:

الفرع الأول: على الوسيط المالي أن يكون عضواً في السوق.

لا يمكن للوسيط المالي الحصول على الاعتماد النهائي لمزاولة نشاطاته في بورصة الأوراق المالية، إلا بعد المساهمة في رأس مال شركة تسيير البورصة، حيث نصت على ذلك المادة 9 من النظام 01/15 بالإضافة إلى عدة التزامات أخرى، كما بينت المادة 13 من النظام نفسه بأنه يتم تسليم اعتماد أولي بمجرد تقديم الطلب، غير أنه لا يسلم الاعتماد النهائي إلا بعد تنفيذ الالتزامات المحددة في نص المادة، ومن بينها الالتزام بالمساهمة في رأس مال شركة البورصة، وذلك تطبيقاً لنص المادة 17 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والتي نصت بأنه: "لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة فعلياً إلا بعد أن يقتني الوسيط، أو يكتب قسطاً من رأس مال شركة إدارة بورصة القيم"، وقد أكدت ذلك المادة الثانية الفقرة الأولى بند (c) من التعليمات رقم 03/16¹ المحددة للعناصر التي يتكون منها طلب الاعتماد لممارسة الوساطة في عمليات البورصة.

أما في التشريع الأردني فإن العضوية في شركة بورصة عمان تلقائية، بمجرد قبول شركة الوساطة في السوق المالية، وتسليمها ترخيص الوساطة بعد استيفاء شروطها القانونية، حيث تصبح بعد ذلك مباشرة عضواً في شركة البورصة². في حين لم ترد أي إشارة إلى الالتزام بالعضوية في شركة البورصة المصرية.

¹ - c. Lors du dépôt de la demande de l'agrément définitif :

i. une copie de l'acte constatant le versement du montant souscrit dans le capital de la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs .

² - المادة 3 من نظام العضوية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، الموقع الإلكتروني لشركة بورصة عمان، مرجع سابق.

الفرع الثاني: التزامات الوسيط المالي تجاه لجنة البورصة.

تربط الوسيط في عمليات البورصة علاقة دائمة بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إذ لا يمكن للوسيط مزاوله أي نشاط في بورصة الأوراق المالية ما لم يتحصل على اعتماد اللجنة، وعلى هذا فإنه يظل خاضعاً لرقابتها طول الحياة المهنية في السوق المالي، وأن أي تقصير منه في الالتزامات المفروضة عليه قد يكلفه عقوبات صارمة من اللجنة، ولعل أهم هذه الالتزامات تتلخص في ما يلي:

أولاً: الالتزام بأخلاقيات المهنة.

من مبادئ وأدبيات أي نشاط مهني، على غرار نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية أن يتحلى ممارس ذلك النشاط بروح المسؤولية، وأن يكون سلوكه منضبطاً ومرتزناً أثناء القيام بواجباته، وذلك وفقاً لما تفرضه أخلاقيات هذا النشاط، والمتمثلة في جملة من المبادئ والالتزامات تساهم في تسهيل ضبط هذا النشاط من قبل هيئات السوق المالي، ومن أهم هذه الالتزامات:

أ – الالتزام بمسك الدفاتر.

بخلاف الدفاتر التجارية التي يتوجب على الوسيط المالي أن يمسكها باعتباره تاجراً كما سبق ذكره، فإن لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية كذلك دفاتر، يتوجب على من يزاول هذا النشاط أن يتقيد بها وهذا وفقاً لنص المادة 42 من النظام 01/15، وقد بينت التعليمات 02/99 كفاءات مسكها، حيث يمكن للوسيط المالي مسكها بطريقة يدوية أو إلكترونية، شرط أن تكون واضحة ودقيقة، مع التزامه باتخاذ الاحتياطات اللازمة لضمان صحة المعلومات المسجلة فيها واستبعاد أو التقليل من خطر تزويرها¹، على أن يتم الاحتفاظ بها لمدة خمس

¹ – Art 2 — Les registres peuvent être tenus sous la forme manuelle ou informatique.

Des précautions suffisantes doivent être prises pour minimiser les risques de falsification de l'information, Instruction COSOB n°99-02, du 30 mars 1999, relative aux registres que doivent tenir les IOB.

التعليمات الصادرة عن لجنة ت.ع.ب.م، رقم 02/99، بتاريخ 30 مارس 1999، المتعلقة بالدفاتر التي يلتزم بمسكها وسطاء

عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني للجنة، مرجع سابق.

سنوات(05) ابتداءً من تاريخ قيدها¹، مع تمكين أعضاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من الاطلاع عليها في إطار عملهم الرقابي، أو أي شخص آخر ترخص له اللجنة بذلك²، وقد حددت المادة الخامسة من التعليمات نفسها عدد ونوع هذه الدفاتر والغاية منها.

كما نص على هذا الالتزام المشرع الأردني في المادة 56 من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 حيث أكدت على مسك السجلات والدفاتر المحاسبية بصورة منظمة وصحيحة، وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية، مع جواز مسك هذه السجلات بواسطة الحاسوب، شريطة وقايتها ضد خطر تحريف المعلومات، وأن تكون المعلومات والبيانات متيسرة وبشكل دقيق وواضح.

ومن جانبه المشرع المصري كذلك يحرص على إمساك الدفاتر والسجلات، التي تقتضيها مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية، حسب نص المادة 134 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، فيما تؤكد المادة 227 ضرورة الاحتفاظ بها، مع الزامية وضع نظام لمسك الدفاتر والسجلات وفقاً لنص المادة 5/218.

إن إصرار التشريعات المقارنة على وضع نظام لمسك الدفاتر المهنية لشركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية والاحتفاظ بها، ما هو إلا دليل على القيمة التي تكتسبها هذه السجلات والدفاتر في نطاق سوق الأوراق المالية، لما قد يعتري هذا النشاط من تلاعبات يمكن أن تؤدي إلى الإضرار بالمستثمرين والاقتصاد بصفة عامة، ولهذا اتفقت التشريعات المقارنة على ضرورة إلزام شركات الوساطة بمسك سجلات ودفاتر محاسبية لبيان الوضعية المالية لنشاط الشركة في السوق المالي، حتى يمكن الرجوع إليها من قبل هيئة الرقابة المالية للسوق إن اقتضت الضرورة لإثبات التجاوزات، أو الاستعانة بها في حال وجود نزاع حول المستحقات المترتبة على الخدمات المقدمة للمدخرين من قبل الوسطاء الماليين.

ب - الالتزام بتسهيل عملية الرقابة.

ترتكز اقتصاديات أغلب دول العالم على الأسواق المالية، لما لها من قدرة على توفير السيولة المالية للمشاريع العظمى، والتي يعتبر نشاط الوساطة المالية أهم وأخطر الأنشطة التي

¹ - Art 4 — L'intermédiaire en opérations de bourse conserve ses registres obligatoires au moins pendant cinq ans à partir de la date de leur archivage, Instruction COSOB n°99-02, cité web précité du COSOB.

² -Art 3 — Ces registres doivent permettre de fournir des informations, dans un délai raisonnable, sous une forme précise et compréhensible à toute personne autorisée par la COSOB à en faire la vérification, meme cite.

تتمحور حولها أغلب المعاملات المالية، حيث تؤثر في الأسواق المالية سلباً وإيجاباً، واتقاءً للتدخلات السلبية من طرف وسطاء الأوراق المالية، والتي قد تؤدي إلى الإضرار بالمدخرين بسبب تلاعبات الوسطاء أثناء أداء مهامهم اليومية، تفرض تشريعات الأسواق المالية رقابة محكمة على نشاط الوساطة المالية، حيث يخضع الوسطاء لنوعين من الرقابة:

يتعلق النوع الأول بالرقابة القبلية والتمثلية في فرض قواعد قانونية تنظم الدخول لمزاولة هذا النشاط، كما تضبط سلوك وتصرفات الوسطاء أثناء مزاولة مهامهم، أما النوع الثاني فيتعلق بالرقابة البعدية والتمثلية في البحث والتحري على المخالفات المرتكبة، بعد امتحان نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية لردع هذه التصرفات المخلة بالسوق.

وفي إطار ممارسة أعضاء الهيئات المكلفة بالرقابة على الأسواق المالية، فإنه يقتضي الأمر التعاون معهم من قبل شركات الوساطة المالية لتسهيل مهامهم، وذلك بتمكينهم من فحص وتفتيش سجلات وبيانات ودفاتر وأعمال الوسطاء، وتزويدهم بكل ما يطلبه أعوان الرقابة من وثائق، وإن كانت التشريعات المقارنة بما في ذلك التشريع الجزائري، لم تنص صراحة على هذا الإلتزام، إلا أنه يمكن أن نستشف ذلك من خلال إعطاء حق الرقابة المطلقة للهيئات المكلفة بالرقابة على الأسواق المالية في معظم التشريعات.

حيث تنص المادة 43 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، والتي جاء فيها بأنه: " تتولى الهيئة - فضلاً عن الاختصاصات المقررة لها في أي تشريع آخر- تطبيق أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له، ولها إبرام التصرفات واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق أغراضها وعلى الأخص: ... مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة، وأنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الاحتيال، أو الاستغلال، أو المضاربات الوهمية؛ اتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له".

إذا يفهم من عبارات نص المادة وبالأخص الأخيرة، أن المشرع المصري أعطى للهيئة العامة لسوق المال مطلق الحرية في اتخاذ الإجراءات اللازمة لتطبيق أحكام قانون سوق المالية ولوائحه التنظيمية، وفي إطار ذلك فإنه من حق اللجنة أن تطلب من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية كل ما تراه لازماً للقيام بأعمالها الرقابية، وبالمقال تكون شركات الوساطة

ملزمة قانوناً بتزويدها بكل ماتطلبه من وثائق وسجلات وتصريحات، وتمكين أعوانها من دخول كل المحلات التابعة للشركة في أي وقت.

وقد جاءت المادة 44 مؤكدة لما تم ذكره بنصها على أن: "مجلس إدارة الهيئة... له أن يتخذ ما يراه لازماً من قرارات نهائية لمباشرة اختصاصات الهيئة وتحقيق أغراضها وعلى الأخص: وضع قواعد التفتيش والرقابة على الشركات الخاضعة لأحكام هذا القانون... وضع قواعد الاستعانة بالخبراء، وطلب الاستشارات التي تعين الهيئة على قيامها بوظائفها".

وفي السياق نفسه ذهبت المادة 290 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، إلى فرض التزام على أمين الحفظ الذي يزاول أياً من نشاطي الشراء بالهامش والبيع القصير، بضرورة تسهيل أعمال الرقابة والتفتيش، فنصت على أنه: " ويقدم طلب أمين الحفظ بالموافقة على مزولة أي من النشاطين المشار إليهما إلى الهيئة، مرفقاً به ... بياناً بالنظام الفني لمعالجة المعلومات، وما يفيد وجود خط ربط إلكتروني بين الطالب والهيئة والبورصة وشركة الإيداع وال قيد المركزي، بما يحقق المتابعة والرقابة وكذلك ما يفيد وجود نظام تسجيل هاتفي على النحو الوارد بالمادة 263 من هذه اللائحة"، مما يعني أن أمين الحفظ ملزم قانونياً بترتيب نظاماً فنياً لتسهيل مراقبة أعماله من قبل هيئة سوق المال.

في حين المشرع الأردني أشار بصريح العبارة في نص المادة 18 من نظام العضوية في شركة بورصة عمان لسنة 2018 بأنه: "على العضو اللاتزام بأحكام التشريعات الصادرة عن البورصة ويوجه خاص يلتزم العضو بما يلي: ... تمكين البورصة أو من تفوضه بإجراء التفتيش في مقر عمل العضو وفي أي مكان خاص بعمله، وعليه تقديم المعلومات والمستندات اللازمة لإجراء التحقيقات اللازمة". وتضيف المادة 19 من النظام نفسه بأنه: "على العضو تزويد البورصة بجميع المعلومات والوثائق والسجلات والتقارير التي تطلبها وذلك ضمن المدد المحددة لذلك".

أما المشرع الجزائري فقد سلك سلوك المشرع المصري، إذ لم ينص صراحة على ضرورة التزام الوسطاء الماليين بتسهيل عملية الرقابة على أعوان لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وإنما نص على أحقية أعوان اللجنة في القيام بواجب الرقابة على الوسطاء الماليين، ويفهم من ذلك أنه يترتب على عاتق شركات الوساطة تمكين الأعوان من هذا الحق والتعاون معهم في

حدود ما يسمح به القانون، وهذا ما نستشفه من نص المادة 37 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والتي جاء فيها بأنه: " تجري اللجنة عن طريق مداولة خاصة وقصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والرقابة، تحقيقات لدى الشركات التي تلتجئ إلى التوفير علناً والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة... ويمكن الأعدان المؤهلين أن يطلبوا إمدادهم بأية وثائق أيا كانت دعامتها وأن يحصلوا على نسخ منها، ويمكنهم الوصول إلى جميع المحال ذات الاستعمال المهني"، ويمتد هذا الحق حتى إلى استدعاء الأشخاص إلى مقر اللجنة إن اقتضى الأمر ذلك، لإكمال التحقيقات وهذا ما أقرت به المادة 38 بأنه: " يمكن اللجنة ... أن تستدعي أي شخص من شأنه أن يقدم لها معلومات في القضايا المطروحة عليها أو تأمر أعدانها باستدعائه".

أما النظام 01/15 ومن خلال نص المادة 55 منه والتي جاء فيها بأنه: " تخضع نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة لمراقبة اللجنة. يمكن الأعدان المؤهلين إجراء تحقيقات لدى الوسطاء في عمليات البورصة، وتعطى لهم كل وثيقة ضرورية كما يمكنهم الدخول إلى المحلات ذات الصبغة المهنية خلال ساعات العمل العادية".

إن نص المادة أعلاه أوجب صراحة على الوسطاء الماليين هذا الالتزام من خلال الصياغة (وتعطى لهم)، غير أنه لا فرق بين النص على الالتزام بتمكين أعدان اللجنة من القيام بأعمالهم الرقابية بصريح العبارة، أو النص على حق اللجنة في القيام بأعمالها الرقابية على شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية، وإنما الإشكال يكون في حال ضعف القواعد القانونية فيما يتعلق بتحديد العقوبات في حال التجاوب السلبي من الوسطاء الماليين من جهة، ومن جهة أخرى عند إثبات وجود مخالفات.

حيث نجد مثلا المشرع الجزائري في نص المادة 59 من المرسوم التشريعي يفرض في حال اعتراض سبيل صلاحيات اللجنة وأعدانها المؤهلين، عقوبة الحبس من 30 يوماً إلى 3 سنوات وبغرامة مالية قدرها 30.000 دج أو إحدى العقوبتين، وهي عقوبة متواضعة بالنظر لحجم الكوارث والأزمات المالية التي قد تتجم عن تلاعب شركات الوساطة في السوق، ولهذا فإن عدم التقيد بواجب تسهيل عملية الرقابة على الهيئة المختصة بمثابة دليل قائم على وجود جرائم من قبل الوسيط المالي، يستحق عليها عقوبات قاسية بالنظر لما يحققه من مكاسب مالية من وراء تلاعباته في السوق.

في حين إذا نظرنا في التشريع الفرنسي ومن خلال القانون رقم 67-833، المؤرخ في 28 سبتمبر 1967 نجد أنه أقر عقوبة قاسية جداً لجنة الإعاقة لمهام محققي ومراقبي لجنة عمليات البورصة، تحت عنوان تجريم رفض تقديم الوثائق للاطلاع أثناء ممارسة الرقابة الميدانية، وكذا رفض الامتثال لاستدعاء لجنة عمليات البورصة¹، وهذا مقارنة بالعقوبة المنصوص عليها في التشريع الجزائري.

ج - الالتزام بقواعد الانضباط والحدز.

ورد هذا الالتزام بموجب نص المادة 9 من النظام 01/15 السالف الذكر، وأكدت على احترامه من قبل و.ع.ب المادة 51 من النظام نفسه ، ولتوضيح كيفية تطبيق هذه المادة أصدرت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التعلية رقم 01/2000، والتي تبين ما يتوجب على الوسطاء الماليين الالتزام به أثناء ممارسة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية وذلك من أجل تأمين الأصول، تغطية وتوزيع المخاطر² المحتملة في السوق على أساس المخطط الوطني المحاسبي لنشاط الوسطاء في عمليات البورصة³.

إذا فقواعد الانضباط والحدز التي يتوجب على الوسيط احترامها وبصفة دائمة هي ثلاثة:

1 - قاعدة تغطية المخاطر⁴: وتعرف هذه القاعدة بأنها علاقة بين المخاطر المرتكبة من طرف الوسيط في عمليات البورصة، في إطار العمليات المنجزة لصالحه والتفاوض لحساب الزبائن من جهة، ومن جهة أخرى بين أصوله الصافية، حيث تهدف هذه القاعدة إلى التأكد من

¹ - De 1 an à 5 ans d'emprisonnement et/ou de 2 000 francs à 100 000 francs (soit 300 à 15000 euros), V :ARSOUZE Charles, Procédures boursières, Sanction et contentieux des sanction, Edition Jolybourse, Paris,2008,p 101.

² - " Les IOB sont tenus de maintenir en permanence les règles prudentielles suivantes :

— couverture des risques ;
— division des risques ;
— et cantonnement des actifs",Art 2, Instruction COSOB n°2000-01 du 11 janvier 2000 fixant les règles prudentielles de gestion des intermédiaires en opérations de bourse, site web précité de la commission.

- التعلية الصادرة عن لجنة ت.ع.ب.م رقم 01/2000، بتاريخ 11 جانفي 2000، المحددة لقواعد الحدز في إدارة وسطاء عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني للجنة، مرجع سابق.

³ - القرار المؤرخ في 29 ماي 1999 المتعلق بتوافق مخطط المحاسبة الوطنية مع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، ج ر، عدد 63، الصادرة في 12 سبتمبر 1999.

⁴ - " La règle de couverture des risques est définie comme étant un rapport entre, d'une part, les risques encourus par l'IOB dans le cadre de la contrepartie et de la négociation pour le compte de la clientèle, et d'autres part, ses fonds propres nets. Ce rapport doit être en permanence inférieur à 100%", Art 3, Instruction n°2000-01, op.cit.

أن مجموع التزامات شركة الوساطة في البورصة لا يتجاوز أصولها الصافية، على أن تكون هذه العلاقة بصفة دائمة أقل من 100%.

2- قاعدة توزيع المخاطر:

تتمثل هذه القاعدة في تقسيم أو توزيع المخاطر التي تكبدها وسيط عمليات البورصة على عدد أوسع من الجهات المصدرة¹. بمعنى التحكم في نسبة المخاطر ونشرها بين وضعيات مختلفة ومتعددة، من أجل تفادي تراكمها على عدد قليل من المتدخلين في السوق.

والملاحظ أن هذه القاعدة ذات شقين، حيث يجب أن تكون دائماً القيمة الإجمالية للعمليات المنجزة من طرف الوسيط المالي لحسابه على مختلف القيم المصدرة من طرف المصدر نفسه أقل من 30% من أصوله الصافية، على أن لا تطبق هذه القاعدة على القيم المصدرة من طرف الدولة. ومن جانب آخر يجب أن تكون القيمة الإجمالية للعمليات المالية للعميل نفسه أقل دائماً من 30% من صافي أصول الوسيط المالي، ولا تطبق هذه القاعدة على العميل مالك أكبر عدد من الأسهم في شركة الوساطة المالية².

3- تأمين الأصول:

يلتزم الوسيط بالإدارة الحكيمة للودائع النقدية للعملاء، يجب دائماً تمثيل الودائع التي يقدمها العملاء في سياق معاملات سوق الأوراق المالية بالأصول المتاحة³.

وقد بينت الملاحق المرفقة لهذه التعلّيمية الإجراءات التقنية لاحتساب المخاطر⁴،

¹ - " La règle de division des risques consiste à répartir les risques encourus par l'IOB sur plusieurs émetteurs", Art. 5, , Instruction n°2000-01, op,cit, op.cit

² "La règle de division des risques est double :

— La valeur totale des positions nettes prises par l'IOB dans le cadre de la contrepartie sur les différentes valeurs émises par un même émetteur doit être en permanence inférieure à 30% de ses fonds propres nets.

Cette règle ne s'applique pas aux valeurs émises ou garanties par l'Etat.

— La valeur totale des positions nettes d'un même client doit être en permanence inférieure à 30% des fonds propres nets de l'IOB.

Cette règle ne s'applique pas au client actionnaire majoritaire de l'IOB ", Art. 6,meme Instruction.

³ - " Les IOB sont tenus par une gestion prudente des dépôts espèces de la clientèle. Les dépôts effectués par la clientèle dans le cadre des opérations boursières doivent en permanence être représentés par des actifs disponibles", Art. 7, meme Instruction.

⁴ -ANNEXE 1 : Etat des positions dans le cadre de la contrepartie.

-ANNEXE 2: Etat des positions nettes clientèle.

-ANNEXE 3: Etat des fonds propres nets. =

حيث تشبه هذه القواعد تلك المطبقة في تغطية مخاطر النشاط البنكي¹، على أنه في حالة مخالفة الأحكام المنصوص عليها في هذه القواعد من قبل الوسطاء الماليين يمكن تطبيق الأحكام المنصوص عليها في المادة 57 من هذا النظام²، والتي تنص بأن: "كل تقصير في أداء الواجبات المهنية واحترام أخلاقياتها وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، تعرض هؤلاء للعقوبة المنصوص عليها في المادة 55 من المرسوم التشريعي رقم 10/93...".

وتجدر الإشارة أن هذه القواعد تتفق بشأنها كل بورصات العالم، مع الإشارة أن المشرع الفرنسي يضيف قاعدة رابعة وهي ضرورة امتلاك أصول صافية تشكل رأسمال اجتماعي³.

د - الالتزام بإعلام اللجنة.

إن من أولويات المهام الموكلة إلى الهيئات المختصة بالرقابة على الأسواق المالية في كل التشريعات الدولية، هو السهر على حسن سير هذه الأسواق بصفة عامة، وعلى هذا فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في التشريع الجزائري وباعتبارها السلطة الضابطة للبورصة، وأنها هي من تتمح الاعتماد للوسطاء الماليين لمزاولة أنشطتهم، وبالتالي فهي من تقدر مدى توفر الشروط اللازمة لممارسة هذا النشاط، كما أنها هي من تراقب مدى استدامة توفر تلك الشروط طوال الحياة المهنية لشركات الوساطة المالية، ومدى التزام هذه الشركات بتوفرها⁴، ومزاولتها لأنشطتها بحسب نوع الاعتماد الممنوح لها.

وعلى هذا فإنه يتوجب على كل و.ع.ب وفي إطار الرقابة دائما التزام الوسيط بإعلام اللجنة بأي تغيير، أو تعديل يطرأ على نشاطه بعد الحصول على الاعتماد، وبكل جديد يتعلق بقدرات الشركة المالية، التقنية والبشرية، وأن يزودوا اللجنة بكل الوثائق والبيانات المحاسبية

= -ANNEXE 4: Calcul des ratios.

-ANNEXE 5: Tableau de division des risques par émetteurs dans le cadre de la contrepartie.

-ANNEXE 6: Tableau de division des risques par clients.

-ANNEXE 7: Tableau de cantonnement des actifs.

¹ - راجع المواد من 240 إلى 276 أيت وازو زينة، مسؤولية البنك المركزي في مواجهة الأخطار المصرفية في ظل القانون

الجزائري، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تخصص قانون، جامعة ملود معمري- تيزي وزو، 2012.

² - المادة 52 من النظام 01/15، مرجع سابق.

³ - هدا غنية، مرجع سابق، ص 44.

⁴ - حيث نصت المادة 7 من النظام 01/15 في الفقرة الثالثة بأنه: " يجب على الوسيط في عمليات البورصة السهر بشكل

دائم على أن تكون الوسائل والإجراءات المذكورة مجتمعة في أي وقت".

المفروضة عليهم مسبقاً، وأي وثائق أخرى تطلبها وبصفة دورية وهذا وفقاً لأحكام المادة 48 من النظام 01/15 والتي تنص على أن: " يخبر الوسيط في عمليات البورصة اللجنة دون تغيير في حالة: تغيير القانون الأساسي، تعديل توزيع رأسماله، تغيير مقره، تعيين مسيرين جدد، توقيف عمل أعوان مؤهلين، التنازل عن الأملاك التي من شأنها ان تضر بشكل أساسي بقدرة الوسيط في عمليات البورصة لممارسة نشاطه، كل قضية إدارية مدنية، أو جنائية ترفع ضده وكل تعديل بالنسبة للمعلومات التي قدمها عند حصوله على الاعتماد.

يعلم الوسيط في عمليات البورصة اللجنة 30 يوماً قبل تحقيق مشروع إدماج واستحواد سواء كان مستهدفاً أو مبادراً، مع تقديم جميع العناصر المتعلقة بالمشروع".

كما نصت المادة 56 من النظام 01/15 بأنه: "يجب على الوسطاء في عمليات البورصة تسليم اللجنة الوثائق المحاسبية، والمالية حسب فترات دورية تحددها هذه الأخيرة".

ومن جانبه أزم المشرع المصري كذلك في اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال شركات السمسرة بضرورة القيام بإخطار البورصة، وكذلك شركة المقاصة بتنفيذ العمليات خلال المواعيد القانونية¹. كما يجب على شركات الوساطة المالية وفقاً لهذا الالتزام أن تقوم بإبلاغ هيئة الأوراق المالية، وإدارة البورصة عن أي معلومات قد تتوفر لديها تتعلق بأموال مشبوهة، أو بعمليات غسل الأموال لأي من عملائها².

ويدخل كذلك ضمن المعلومات التي يجب أن تقدم لهيئة سوق رأس المال في التشريع المصري، ما نصت عليه المادة 275 من لائحة سوق رأس المال، والتي جاء فيها بأنه: "على الشركة أن تخطر الهيئة يومياً بإجمالي القيمة السوقية لما تحتفظ به من سندات وذلك في الوقت وعلى النحو الذي تحدده الهيئة، ووفقاً للنموذج الذي تعهده لهذا الغرض".

ولا يختلف المشرع الأردني عن سابقه، حيث تفرض المادة 13 من تعليمات معايير الملائمة لشركات الوساطة³ على الوسيط بأن يقوم بإعلام السوق بأية عمليات رهن أو حجز

¹ - المادة 264 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، مرجع سابق.

² - أحمد الباز، مرجع سابق، ص 149.

³ - تعليمات معايير الملائمة لشركات الوساطة العاملة في السوق الأردنية، الصادرة استناداً لقرار لجنة الإدارة رقم 95/2 بتاريخ

4 يناير 1995، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية، مرجع سابق.

لأي من موجوداته فور وقوعها، وإعلام السوق عن أية إجراءات قانونية تؤثر على سير أعمال السوق. كما تلزمه المادة 14 من التعليمات نفسها بتزويد السوق كل بياناته المالية المتعلقة بالميزانية العامة للشركة، مع بيان الأرباح والخسائر، بالإضافة إلى الكشف التي حددتها هذه التعليمات وفقاً للمخطط المسطر لذلك.

في حين فرضت تعليمات الترخيص والاعتماد لسنة 2005 التزامات مشددة تتعلق بإعداد بياناتها المالية وذلك وفقاً لتعليمات الإفصاح المعمول بها¹، كما يتوجب على شركات الوساطة تقديم نسخ مفصلة عن هذه البيانات للهيئة حسب المخطط الزمني الذي حددته اللجنة²، ومن بين هذه البيانات ما يتعلق بالوضع القانوني للشركة، نشاطها، تطور رأس مالها، الهيكل التنظيمي للشركة، الإنجازات التي حققتها، الميزانية العامة وغيرها من البيانات. كما تضيف المادة 20 بأنه يتوجب على الوسيط تزويد الهيئة بأي اتفاقية يعقدها مع البنوك فور نفاذها، وأي تعهد أو كفالة تقدم إلى أية جهة أخرى، كذلك على الوسيط إعلام الهيئة بكل الاتفاقيات والعقود التي تبرمها الشركات التابعة للوسيط، أو موظفيها والتي ترتب عليها التزاماً مادياً، أو يؤثر على وضعها المالي.

والحال كذلك بالنسبة للمشرع الفرنسي الذي يعد أكثر تشدداً بخصوص فرض واجب الالتزام بالإعلام ومن الأمور التي يؤكد عليها ضمن هذا الالتزام واجب الوسيط الماليين بإعلام هيئة الرقابة والحذر كذلك (*l'Autorité de contrôle prudentiel*) بالمعاملات الكبيرة التي تتم داخل السوق³، ناهيك عن الجوانب المتعددة التي يشملها واجب الالتزام بإعلام هيئة السوق حول وضعية شركة الوساطة القانونية والمالية وجميع معاملاتها⁴ والتي لا تعد ولا تحصى.

إذا من خلال ما سبق ذكره يتبين أن واجب الالتزام بالإعلام يعد من أهم الالتزامات المفروضة على الوسيط في بورصة الأوراق المالية، وأن التشريع الجزائري يتفق مع غيره من التشريعات من حيث فرض هذا الالتزام، بالرغم من الاختلاف من حيث مدى شمولية الالتزام

¹ - المادة 70 من تعليمات الترخيص والاعتماد الأردنية لسنة 2005، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية، مرجع سابق.

² - المواد 71، 72، 73 من التعليمات نفسها.

³ - " Les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille notifient à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution les transactions intragroupes importantes, dans les conditions définies à l'article L. 612-24" Article L533-3 du code monétaire et financier français, , op.cit.

⁴ - " Les prestataires de services d'investissement conservent, dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les informations pertinentes relatives à toutes les transactions sur instruments financiers qu'ils ont conclues", Article L533-8, Ibid.

بالإعلام لجوانب متعددة، وفقاً للنصوص التي تناوله في كل تشريع، وأن ذلك لا يقلل من فاعلية تمكين هيئات الرقابة على مستوى الأسواق المالية من القيام بواجبها، باعتبار أن القانون يخول لها الحق في طلب الحصول على أي معلومات تريدها من شركات الوساطة في أي وقت ضمناً لحماية السوق.

ثانياً: التزام الوسيط المالي بتسديد الرسوم المستحقة عليه.

لا يختلف الانخراط في نشاط الوساطة المالية عن غيره من النشاطات المهنية والتجارية الأخرى، من حيث ضرورة المساهمة في دفع بعض الرسوم والمستحقات، لقاء الحصول على بعض الحقوق والامتيازات، أو ضمناً لما يترتب على ممارسة ذلك النشاط من مخاطر، وأن هذه الرسوم الواجب المساهمة بها من قبل الوسيط في بورصة الأوراق المالية تتمثل في:

أ - دفع الأتاوى.

إن مزولة الوساطة في بورصة الأوراق المالية وباعتباره نشاط تجاري كغيره من النشاطات الأخرى، التي يمارسها التجار وتخضع لرسوم يدفعها التجار لحساب الخزينة العامة، فإنه يخضع هو كذلك لرسوم مالية تستفيد منها البورصة في مقابل الحصول على حق الاعتماد للدخول للسوق والاستفادة من خدمات لتحقيق أرباح لصالح شركات الوساطة، وهو مبدأ معتمد لدى كل الأسواق المالية الدولية، وقد نصت على هذه الأتاوى في التشريع الجزائري المادة 38 من النظام 01/15 والتي جاء فيها بأنه: " يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أداء أتاوات على الأعمال والخدمات المقدمة لهم من طرف اللجنة في حدود النظام المحدد في التنظيم طبقاً لنص المادة 27 من المرسوم التشريعي رقم 10/93..."، حيث جاء في أحكام المادة 27 بأن تلقي الوسطاء الماليين للخدمات من قبل لجنة البورصة، يكون مقابل أتاوى تحدد قواعد أساسها وكيفية احتسابها عن طريق التنظيم، وتطبيقاً لذلك صدر المرسوم التنفيذي رقم 170/98¹، محدداً الأتاوى التي تحصلها اللجنة وعلي أي أساس، فيما أسندت المادة الثالثة منه مهمة تحديد نسب هذه الأتاوى إلى التنظيم، وتطبيقاً لذلك صدر القرار رقم 170/98²

¹ - المرسوم التنفيذي رقم 170/98 المؤرخ في 20 ماي 1998، المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها، ج ر ، عدد 34، الصادرة في 24 ماي 1998.

² - قرار الوزير المكلف بالمالية المؤرخ في 2 أوت 1998، المتضمن تطبيق المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 170/98 المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سابق.

حيث فصلت المادة الثانية منه في النسبة التي يتم تقدير الأتاوى على أساسها، هذا إلى جانب العمولات التي تحصلها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن العمليات المنجزة في البورصة والتي وردت في نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03/09¹.

أما في التشريع الأردني فقد أشارت المادة 18 من نظام العضوية في شركة بورصة عمان لسنة 2018 بأنه: " على العضو الالتزام بأحكام التشريعات الصادرة عن البورصة وبوجه خاص يلتزم العضو بما يلي: ... تسديد جميع الرسوم والعمولات والبدلات المترتبة عليه ضمن الأوقات المحددة في التشريعات المعمول بها".

والحال كذلك بالنسبة للتشريع المصري، حيث تنص المادة 19 من قانون سوق رأس المال بأنه: " تمسك كل بورصة سجلاً تقيد فيه الشركات المرخص لها بالعمل في مجال الأوراق المالية التي تباشر نشاطها، ويتم القيد مقابل رسم مقداره عشرة آلاف جنيه واشتراك سنوي مقداره 1% من رأس مال الشركة بحد أقصى خمسة آلاف جنيه". وهي رسوم يتوجب دفعها من قبل شركات الوساطة مقابل الإنضمام إلى سوق الأوراق المالية المصري (رسوم العضوية) وهذا ما أكدته المادة 6 من قواعد العضوية في بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية².

ب - دفع الضمانات:

سبق القول أن وسيط عمليات البورصة يعد ضامناً لتنفيذ الصفقة، حيث يلتزم بإتمام إجراءات تسليم الأوراق المالية في حالة البيع وإتمام التسوية المالية للعمليات التي تم تنفيذها في المواعيد القانونية المقررة، فضلاً عن أنه في حالة شراء أوراق مالية لحساب العملاء وعدم تسديد الثمن من قبل العميل، فإن الشركة ملزمة بدفع الثمن من أموالها الخاصة، وفي حال تعذر الدفع يتدخل صندوق ضمان التزامات الوسطاء الماليين المنصوص عليه في المادة 9 من النظام 01/15 والتي جاء فيها بأنه: "يرفق طلب الاعتماد بما يأتي: ... الالتزام بدفع

¹ - نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03/09، المؤرخ في 18 نوفمبر 2009، المتعلق بتحديد قواعد حساب العمولات التي تتلقاها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن العمليات التي تجري في البورصة، ج ر، العدد 45، الصادرة في 8 أوت 2010.

² - تنص المادة 6 من قواعد العضوية ببورصتي القاهرة والإسكندرية المعتمدة بموجب الهيئة العامة لسوق المال بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 42 لسنة 2006، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق، بأنه: " يلتزم العضو بسداد رسم واشتراكات القيد المنصوص عليها في المادة 19 من القانون...".

المساهمة لصندوق ضمان الوطاء في عمليات البورصة"، وهذا تطبيقاً لنص المادة 64 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، حسب الحالات والكيفيات التي حددتها المادة 8 من النظام 03/04، والتي تنص بأنه: " يتم تدخل صندوق الضمان بعد معاينة اللجنة لعدم توفر السندات والنقود المحفوظة لدى الوسيط في عمليات البورصة ماسك الحساب..."، علماً أن موارد صندوق الضمان تأتي من اشتراكات الوطاء الماليين، المساهمات على سبيل الاحتمال من قبل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والغرامات المنصوص عليها في المرسوم التشريعي 10/93¹ ومن ذلك المادتين 55 و 60.

ويدخل ضمن الضمانات التزام وسيطاء عمليات البورصة بالاكتتاب في عقود تأمين تضمن مسؤولياتهم تجاه زبائنهم، وخاصة ضد مخاطر ضياع، وإتلاف، وسرقة الأموال والقيم المودعة لديهم من طرف زبائنهم طبقاً للمادة 65 من المرسوم التشريعي 10/93، كما يجب أن توضع نسخة من الاتفاقية المبرمة مع مصالح التأمين لدى اللجنة خلال يوم العمل الأول من كل سنة².

ويلتزم الوطاء بدفع المساهمات إلى صندوق الضمان بصفة دورية كل ستة أشهر (06)، حيث يتم احتساب هذه الاشتراكات على أساس وضعية الزبائن من حيث النقود والسندات. ففي ما يخص النقود يساوي الاشتراك 0,2 % من متوسط ستة (06) أشهر من وضعيات آخر اليوم من النقود التي يحتفظ بها كل وسيط في عمليات البورصة. وفي ما يخص السندات يساوي الاشتراك 0,04 % من متوسط ستة (06) أشهر من وضعيات آخر ثلاث (3) أشهر من السندات التي يحتفظ بها كل وسيط في عمليات البورصة³.

تجدر الإشارة هنا أن اللجنة أعفت البنوك من دفع الإشتراكات على الوضعية الأولى والمتعلقة بالنقود، وهذا بطبيعة الحال راجع إلى الملاءة المالية للبنوك من حيث النقود ولذا فلا إشكال من ناحيتها، وهو إجراء صائب من اللجنة.

ولا يختلف التشريع المصري في مجال دفع المساهمات لصندوق الضمان من قبل الوطاء الماليين، هذا الصندوق الذي أنشئ تطبيقاً لنص المادة 23 من قانون سوق رأس

¹ - المادة الثانية من النظام 03/04، والمتعلق بصندوق الضمان، مرجع سابق.

² - المادة 54 من النظام 01/15، مرجع سابق.

³ - المادة 5 من النظام 03/04، مرجع سابق.

المال المصري والتي جاء فيها بأنه: " ينشأ صندوق خاص تكون له الشخصية المعنوية لتأمين المتعاملين من المخاطر غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية"، حيث تلتزم الشركات العاملة في سوق رأس المال المصري بتقديم مساهمة عضوية تؤدي مرة واحدة عند بدء الاشتراك حسب النسب المحددة التي يحددها نظام الصندوق، ومن مساهمات دورية يؤديها العضو وفقاً لحجم نشاطه¹، وقد بينت المادة 5 الأساسي لهذا الصندوق مواعيد وكيفيات سداد الاشتراكات الدورية لشركات الوساطة في سوق رأس المال المصري.

إذا فمن خلال أحكام النظام الأساسي لصندوق ضمان المستثمر في سوق رأس المال المصري، وبالمقارنة مع صندوق الضمان المنصوص عليه 64 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، يتضح أن موارد صندوق ضمان المستثمر في سوق رأس المال المصري تركز فقط على مساهمات الشركات الناشطة في سوق الأوراق المالية بما في ذلك شركات المقاصة التي لا تساهم في صندوق الضمان في بورصة الجزائر، في حين أن هذا الأخير تشكل موارده كذلك من الغرامات المالية التي يحكم بها على المخالفين لأحكام التشريع المعمول به وهذا النوع من الموارد لم يعتمد عليه صندوق ضمان المستثمر في البورصة المصرية.

كما أن هناك نوعين من المساهمات يلتزم بها الوسطاء في البورصة المصرية، هما: مساهمة عضوية تدفع مرة واحدة عند البدء في النشاط ، ومساهمة دورية دائمة.

وعليه يتبين أن نظام صندوق ضمان المستثمر المصري يبدو مرهقاً نوعاً ما للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، نظراً لازدواجية المساهمة التي تلتزم بها شركات الوساطة المالية وإن كان يبدو آمناً للمستثمرين، في حين أنه وإن كانت مساهمات الوسطاء في صندوق الضمان في بورصة الجزائر أخف عليهم نوعاً ما بالنظر إلى تدعيم الصندوق بالغرامات التي تحصلها اللجنة، إلا أنه يعد أكثر ضماناً من صندوق الضمان في سوق الأوراق المالية المصري.

ومن جهته المشرع الأردني كذلك ألزم الوسطاء الماليين بالمساهمة في صندوق ضمان التسوية، حيث جعل العضوية فيه الزامية على الوسطاء، هذا الصندوق الذي أنشئ خلافاً لصندوق ضمان الوسطاء الماليين، وآلت إليه جميع حقوق والتزامات، وموجودات وسجلات

¹ - المادة 4 من قرار رئيس الهيئة العامة لسوق رأس المال المصري رقم 106 لسنة 2006، المتضمن إصدار النظام الأساسي لصندوق حماية المستثمر، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

وأموال الأخير، حيث يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي، ويهدف بصورة خاصة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- 1- تغطية العجز النقدي لدى عضو الصندوق للأوراق المالية.
- 2- تغطية العجز النقدي لدى عضو الصندوق البائع نتيجة تداول الأوراق المالية في السوق المالي¹.

كما يشترط المشرع الأردني على الوسيط المالي المرخص له، قبل بدء أي عمل من أعمال الخدمات المالية تقديم كفالة بنكية غير مشروطة، لأمر الهيئة وحسب الصيغة التي يقرها مجلس الهيئة. على أن لا يقل الحد الأدنى لقيمة الكفالة لكل عمل من عما هو وارد في التعليمات التي تصدر لهذا الغرض²، وبذلك تكون هذه الكفالة كضمانة مثل المساهمة العضوية التي يقدمها الوسيط قبل بداية عمله في البورصة المصرية.

ثالثاً: الالتزام بالمساهمة في مكافحة جريمة تبييض الأموال.

سعت تشريعات الأسواق المالية محل المقارنة إلى تكريس قواعد قانونية لمكافحة جرائم تبييض الأموال، ومن ذلك ما ورد في نص المادة 7 المرسوم التشريعي 10/93 قبل تعديلها، حيث جاء فيها بأنه: "... يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتأكدوا، فضلاً عن ذلك، من أن رؤوس الأموال التي يأتهم عليها زبائنهم لإنجاز عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانوناً"، وبالتالي يكون المشرع قد ألزم شركات الوساطة المالية بالمساهمة في الحد من انتشار جرائم تبييض الأموال، وقطع الطريق أمام هذه الأموال، وهذا ما أكدته المادة 49 من النظام 01/15³، لكن بعد تعديل المادة 7 أعلاه بموجب المادة 3 من الأمر 10/96 المتعلق ببورصة القيم المنقولة⁴ ألغيت الفقرة السابقة، وحلت محلها الفقرة التالية

1 - المادة 88 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 18 لسنة 2017، مرجع سابق.

2 - المادة 6 من نظام ترخيص واعتماد الخدمات المالية في هيئة الأوراق المالية الأردنية، مرجع سابق.

3 - حيث نصت بأنه: " يجب على الوسطاء في عمليات البورصة وضع الإجراءات والوسائل اللازمة لكشف مخاطر تبييض الأموال وتمويل الإرهاب وإرسال تصريحاتهم إلى خلية معالجة الاستعلامات المالية، وذلك تطبيقاً للأحكام التشريعية والتنظيمية".

4 - الأمر رقم 10/96، المؤرخ في 10 جانفي 1996، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر، عدد 34، الصادرة في 14 جانفي 1996.

: " علاوة على ذلك، يجب أن تتم عن طريق التحويل المصرفي، حركة رؤوس الأموال التي يودعها الزبائن لدى الوسطاء في عمليات البورصة لاستثمارها في شكل قيم منقولة".

بمعنى أنه تم إعفاء الوسطاء الماليين من الالتزام بالبحث والتحري عن مصدر أموال الزبائن، باعتبارها أصبحت تتم عن طريق البنوك، ولا تودع مباشرة عند الوسطاء، مما يدل أن المشرع لم يعد يقتنع بقدرة الوسطاء الماليين على التأكد من مصدر الأموال، وذلك قد يرجع إلى ضعف قدرات بعض الوسطاء من الشركات المتخصصة بخلاف البنوك.

وهذا ما تؤكدته الدراسات، حيث أن عدد التقارير المرسلة إلى وحدة معالجة الاستخبارات المالية (CTRF)، حول المعاملات المشبوهة في القطاع المصرفي والمالي، لا تزال محدودة مقارنة بأبعاد غسل الأموال في الجزائر، وأن ذلك يرجع إلى قلة الوعي بالمخاطر المتعلقة بغسيل الأموال ونقص التدريب المناسب للموظفين¹.

وهذا بالرغم من تطورها الملحوظ، حيث ارتفع عدد بلاغات المعاملات المشبوهة من 11 تبليغ عام 2005 إلى 2359 عام 2014 حصرياً من قبل البنوك².

غير أنه لم يستقر كذلك الحكم الأخير الذي جاءت به المادة 3 من الأمر 10/96، حيث ألغي نهائياً بموجب التعديل الأخير الذي تضمنه القانون 04/03، وهذا منطقي بعد إنشاء المؤتمر المركزي على السندات، حيث لم يعد الوسيط يستقبل إيداعات زبائنه النقدية ولو عن طريق البنوك، إذ كما أشرنا سابقاً أن عمليات المقاصة والتسوية تتم عن طريق المؤتمر المركزي على السندات، ويتكفل هذا الأخير بتحويل القيد الحسابية الجديدة إلى البنك المكلف بالدفع النقدي لتحويلها إلى حساب الوسطاء من الشركات المتخصصة.

¹ - " le nombre de déclarations de soupçon du secteur bancaire et financier reste limité par rapport à la dimension du blanchiment d'argent en Algérie. Cela est dû à la faible prise de conscience des risques relatifs au blanchiment et à la non-formation appropriée du personnel

Selon la banque d'Algérie la mauvaise compréhension des obligations de vigilance a conduit à la mise en œuvre de mesures de vigilance inadaptées et donc au risque de non détection d'anomalies dans les opérations avec la clientèle. Cela affecte au final la transmission éventuelle des déclarations de soupçon à la cellule de traitement du renseignement financier (CTRF) ", Djazira MEHDI, LES INSTRUMENTS DE LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT D'ARGENT EN ALGERIE, thèse de doctorat, faculté de droit, école doctorale « DESPEG », UNIVERSITE NICE SOPHIA ANTIPOLIS, France, 2016. p 202.

² - "Le nombre de déclarations de soupçon est passé de 11 déclarations en 2005 à 2359 déclarations en 2014. Ces déclarations sont transmises uniquement par les établissements financiers et bancaires qui occupent le premier rang en la matière.

Ces établissements sont la principale source d'information en matière de déclaration de soupçon. Entre 2007 et 2011 près de 3200 déclarations de soupçon ont été envoyées à la cellule de traitement du renseignement financier exclusivement par les banques", Ibid, p 201.

لكن التساؤل الذي يطرح نفسه هنا على أي أساس قانوني تستند المادة 49 من النظام 01/15، بعد إلغاء الحكم السابق الذي جاءت به المادة 7 من المرسوم التشريعي 10/93 بموجب الأمر 10/96 هذا بالنسبة للشركات المتخصصة من غير البنوك؟

إن إلغاء أحكام المادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، لا يمنع شركات الوساطة من البحث والتحري عن جرائم تبييض الأموال وتمويل الإرهاب، حيث أن ذلك لا يتم فقط بالاعتماد على عمليات الإيداع النقدي، وإنما يتم كذلك من خلال التعرف على هوية ونشاط العميل، وفهم الغاية من علاقة العميل وطبيعتها، والتحقق من كل ذلك من خلال الوثائق أو البيانات أو المعلومات الأصلية من مصدر موثوق ومستقل، والتعرف على هوية المستفيد الحقيقي، واتخاذ إجراءات مناسبة للتحقق من هويته، وعلى هذا يتوجب عدم التعامل مع الأشخاص مجهولي الهوية، أو ذوي الأسماء الصورية، أو الوهمية أو مع البنوك أو الشركات الوهمية¹، وهذا ما ألزم به المشرع الأردني الوسيط في عمليات البورصة وكل شركات الخدمات المالية المرخصة من الهيئة وفروعها والشركات التابعة، ما عدا البنوك الحاصلة على ترخيص من الهيئة لممارسة أعمال الخدمات المالية، وتخضع لإشراف جهة رقابية مصدرة لتعليمات مكافحة غسل تمويل الإرهاب²، ولهذا تعد عملية التعرف على العميل في بعض التشريعات التزاماً مستقلاً ضرورياً لحماية السوق والمدخرين في الوقت³ نفسه.

وعليه يمكن القول أن لجنة البورصة صائبة⁴ عند سن نص المادة 49 من النظام 01/15 بالرغم من إلغاء المادة 7 من المرسوم التشريعي 10/93، حيث أنها تستند في ذلك على المادة

¹ - المادة 4 من تعليمات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب في أنشطة الأوراق المالية الأردنية لسنة 2010 وتعديلاتها، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية، مرجع سابق.

- راجع بخصوص هذه الالتزامات تدريست كريمة، دور البنوك في مكافحة تبييض الأموال، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، قسم القانون، جامعة ملود معمري - تيزي وزو، 2014، ص 150 وما يليها.

² - المادة الثانية من تعليمات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب في أنشطة الأوراق المالية الأردنية، مرجع سابق.
³ "...l'obligation du courtier de connaître son client est étroitement liée aux grands objectifs de la réglementation sur les valeurs mobilières canadienne que sont la protection des épargnants et la promotion de l'efficacité du marché..."، Stéphane ROUSSEAU، op.cit، p 01.

⁴ - " Conformément à la loi n°05-01 relative à la lutte contre le blanchiment de l'argent et le financement du terrorisme, complétée et modifiée, les sociétés du secteur de l'assurance et les intermédiaires en opérations de bourse font parties des assujettis qui doivent mettre en place un système de prévention et de détection de blanchiment d'argent et de financement du terrorisme.

Les organismes de contrôle ... et la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB) s'assurent que les sociétés concernées sont toujours en mesure de tenir leurs engagements en la matière ", Djazira MEHDI، op.cit، p 276.

19 من القانون رقم 01/05¹، لكن ذلك غير كاف حيث أن هذا القانون يتضمن قواعد عامة لا يمكن أن تغطي كل القطاعات الاقتصادية والمالية.

أما بالنسبة للوسطاء من البنوك فإن إلتزامهم يبقى قائماً للبحث والتحري على هذا النوع من الجرائم بالإستناد على الأمر 03/11، المتعلق بالنقد والقرض، وكذلك القانون رقم 01/05، حيث تنص المادة 19 بأنه: " يخضع لواجب الإخطار بالشبهة: ... كل شخص طبيعي أو معنوي يقوم في إطار مهنته بالاستشارة و/أو بإجراء عمليات إيداع، أو مبادلات أو توظيفات أو تحويلات أو أية حركة لرؤوس الأموال، لا سيما على مستوى المهن الحرة المنظمة وخصوصاً مهن المحامين، والموثقين، ومحافظي البيع بالمزيدة، وخبراء المحاسبة، ومحافظي الحسابات، والسماصرة والوكلاء الجمركيين، وأعاون الصرف، والوسطاء في عمليات البورصة...".

ومن جانبه المشرع المصري كذلك ألزم الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بالمساهمة في مكافحة جرائم تبييض الأموال وتمويل الإرهاب، من خلال قرار مجلس إدارة الهيئة العامة المتضمن الموافقة على الضوابط الرقابية بشأن مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب، بمعنى أنه لم يكتف بجود قانون مكافحة غسل الأموال²، ولا نحتة التنفيذية³، حيث تناولت هذه الضوابط قواعد للتعرف على هوية المتعاملين الهدف منها التأكد من الشخص الذي تتعامل معه شركة الوساطة المالية، كما بينت إجراءات الإخطار عن العمليات التي يشتبه في أنها تتضمن غسل أموال أو تمويل الإرهاب، هذا بالإضافة أن هذه الضوابط تفرض على شركات الوساطة المالية وضع خطط وبرامج مستمرة لتدريب العاملين فيها سنوياً على الأقل

¹ - القانون رقم 01/05، المؤرخ في 6 فبراير 2005، المتعلق بالوقاية من تبييض الأموال وتمويل الإرهاب ومكافحتها، ج ر، عدد 11، الصادرة في 9 فبراير 2005.

² - القانون رقم 80 لسنة 2002، المتعلق بمكافحة غسل الأموال المعدل والمتمم، الصادر بتاريخ 22 ماي 2002، الجريدة الرسمية لجمهورية مصر، العدد 20 مكرر، الصادرة بتاريخ 22 مايو سنة 2002.

³ - اللائحة التنفيذية لقانون مكافحة غسل الأموال، الجريدة الرسمية لجمهورية مصر، العدد 23 مكرر(أ)، الصادرة في 9 يونيو 2003.

بهدف زيادة كفاءتهم في الالتزام الدقيق بالقواعد والنظم المقررة لمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب¹.

ومن جهته المشرع الفرنسي وفي إطار مكافحة جرائم غسل الأموال وتمويل الإرهاب، أورد في نص المادة (Article L561-4-1) من القانون النقدي والمالي، بأنه يُطبَّقُ الأشخاص المذكورون في المادة (L 561-2) تدابير العناية الواجبة التي تهدف إلى تنفيذ الالتزامات التي تقع على عاتقهم والمتعلقة بتقييم المخاطر التي تمثلها أنشطتهم في مجال غسل الأموال وتمويل الإرهاب. وتحقيقاً لهذه الغاية يلتزمون بوضع أنظمة لتحديد وتقييم مخاطر غسل الأموال وتمويل الإرهاب التي يتعرضون لها، فضلاً عن سياسة تتكيف مع هذه المخاطر. وعلى وجه الخصوص يلتزمون كذلك بوضع تصنيف للمخاطر المعنية وفقاً لطبيعة المنتجات، أو الخدمات المقدمة، وشروط المعاملات، وقنوات التوزيع المستخدمة، وخصائص العملاء، وكذلك بلد أو إقليم المنشأ أو وجهة الأموال².

كما تنص الفقرة الرابعة من المادة نفسها عند تحديد وتقييم مخاطر غسل الأموال وتمويل الإرهاب التي يتعرضون لها، أن يأخذ الأشخاص المذكورون أعلاه في الاعتبار العوامل الكامنة في العملاء والمنتجات والخدمات والمعاملات وقنوات التوزيع، وكذلك العوامل الجغرافية، المحددة بأمر من وزير الاقتصاد، وكذلك توصيات المفوضية الأوروبية الناتجة عن التقرير المنصوص عليه في المادة 6 من التوجيه 849/2015 للبرلمان الأوروبي والمجلس المؤرخ 20 مايو 2015 المتعلقة بمنع استخدام النظام المالي لغرض غسل الأموال أو تمويل الإرهاب، وكذلك تحليل المخاطر الذي يتم على المستوى الوطني في ظل شروط يحددها المرسوم³.

¹ - قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق رأس المال المصري، رقم 87 لسنة 2008، المؤرخ في 27/8/2008، المنضمين إصدار الضوابط الرقابة بشأن مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

² - " Les personnes mentionnées à l'article L. 561-2 appliquent les mesures de vigilance destinées à mettre en œuvre les obligations qu'elles tiennent du présent chapitre en fonction de l'évaluation des risques présentés par leurs activités en matière de blanchiment de capitaux et de financement du terrorisme. A cette fin, elles définissent et mettent en place des dispositifs d'identification et d'évaluation des risques de blanchiment des capitaux et de financement du terrorisme auxquels elles sont exposées ainsi qu'une politique adaptée à ces risques. Elles élaborent en particulier une classification des risques en question en fonction de la nature des produits ou services offerts, des conditions de transaction proposées, des canaux de distribution utilisés, des caractéristiques des clients, ainsi que du pays ou du territoire d'origine ou de destination des fonds"

³ - "Pour l'identification et l'évaluation des risques de blanchiment des capitaux et de financement du terrorisme auxquels elles sont exposées, les personnes mentionnées ci-dessus tiennent compte des facteurs inhérents aux clients, aux produits, services, transactions et canaux de distribution, ainsi qu'aux facteurs géographiques, =

وفي السياق نفسه تؤكد المادة 315-8 من القانون النقدي والمالي الفرنسي على ضرورة امتلاك مقدمي خدمات الاستثمار لنظام من الإجراءات، تسمح بالإستجابة لمقتضيات اليقظة لمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب¹. وعلى هذا الأساس وتطبيقاً لأحكام المادة (Article L561-5) من القانون نفسه وقبل الدخول في أي تعامل مع العملاء، يلتزم الأشخاص المذكورين في المادة 2-L561 ب :

تحديد موكلهم أو المالك المستفيد حسب الاقتضاء، بالمعنى المقصود في المادة 2-2-L561. التحقق من عناصر التعريف المتعلقة بالزبون عند تقديم أي وثيقة مكتوبة ذات طبيعة مقنعة. كما يتوجب في حالة العملاء العرضيين التحقق وفي الشروط نفسها السابقة من هويتهم، وعند الاقتضاء المستفيدين من العمليات في حال الاشتباه بأن العملية تتعلق بغسل الأموال، أو تمويل الإرهاب، أو عندما تكون العمليات ذات طبيعة معينة، أو تتجاوز كمية معينة².

إذاً بناءً على ما تم التطرق إليه من أحكام في التشريعات المقارنة يتضح أن المشرع الجزائري لم يعط أهمية كبيرة للوسطاء في عمليات البورصة من غير البنوك، في مجال المساهمة في مكافحة جرائم تبييض الأموال وتمويل الإرهاب، بالنظر لعدم سن قواعد قانونية كافية تبين التنظيم الفني، والإجرائي الواجب الالتزام به من جانب الوسطاء الماليين، قصد التصدي لهذا النوع من الجرائم، على أساس أن معظم المتعاملين على الأوراق المالية في البورصة ينفذون إليها عبر شركات الوساطة، ما يجعلها تحتل مكانة حساسة يمكن استغلالها للمساهمة بفعالية في الحد من جرائم تبييض الأموال، وإن كان ذلك يحتاج إلى تكوين كما هو معمول به في التشريعات المقارنة.

= précisés par arrêté du ministre chargé de l'économie, ainsi que des recommandations de la Commission européenne issues du rapport prévu par l'article 6 de la directive 2015/849 du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 2015 relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux ou du financement du terrorisme, ainsi que de l'analyse des risques effectuée au plan national dans des conditions fixées par décret " .

¹ - " Le prestataire de services d'investissement se dote d'une organisation et de procédures permettant de répondre aux prescriptions de vigilance et d'informations prévues au Titre VI du livre V du code monétaire et financier, relatives à la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme".

² - " I. – Avant d'entrer en relation d'affaires avec leur client ou de l'assister dans la préparation ou la réalisation d'une transaction, les personnes mentionnées à l'article L. 561-2 :

1° Identifient leur client et, le cas échéant, le bénéficiaire effectif au sens de l'article L. 561-2-2 ;

2° Vérifient ces éléments d'identification sur présentation de tout document écrit à caractère probant.

II. – Elles identifient et vérifient dans les mêmes conditions que celles prévues au I l'identité de leurs clients occasionnels et, le cas échéant, de leurs bénéficiaires effectifs, lorsqu'elles soupçonnent qu'une opération pourrait participer au blanchiment des capitaux ou au financement du terrorisme ou lorsque les opérations sont d'une certaine nature ou dépassent un certain montant...".

وعليه يفضل أن يستدرك المشرع الجزائري وكذلك لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة هذا التأخر التشريعي والتنظيمي، للحد من هذا النوع من الجرائم، بالنظر للقدرة الفائقة للسوق المالي في استقطاب تلك الأموال القذرة.

المطلب الثاني: الالتزامات المهنية.

إن التعامل بالأوراق المالية ينطوي على قدر كبير من المخاطر، إذا لم يتم إلزام المتعاملين بقواعد قانونية من شأنها منعهم من الإضرار بالعملاء، وبالنظام المالي للدولة بشكل عام. وبهدف تحقيق هذا الغرض فرضت التشريعات محل المقارنة الكثير من الالتزامات على الوسطاء في عمليات البورصة لما لهم من خبرة في هذا المجال، لتأمين سلامة ونزاهة المعاملات بما يكفل في النهاية حماية أطراف التعامل والنظام الاقتصادي بصفة عامة.

وبالنظر لتعدد هذه الالتزامات وتداخلها يمكن تصنيفها إلى قسمين لتيسير دراستها، حيث أن هناك التزامات الأصل فيها أنها ذات طبيعة عقدية، إذ يتفق عليها العميل والوسيط في العقد المبرم بينهما، وإن كانت التشريعات واللوائح التنظيمية تنص عليها فهذا من باب الحرص على المستثمرين بالنظر لانعدام الخبرة لديهم، وبالتالي حمايتهم وحماية للثقة في سوق الأوراق المالية، وهناك نوع ثان من الالتزامات لا يتناولها عقد الوساطة المالية، وبالتالي فهي من اختصاص التشريع واللوائح التنظيمية. وعليه سيتضمن هذا المطلب فرعين، يعالج الفرع الأول الالتزامات المترتبة على عقد الوساطة المالية، فيما سيتناول الفرع الثاني الالتزامات التي يفرضها القانون واللوائح التنظيمية لبورصة الأوراق المالية.

الفرع الأول: الالتزامات المترتبة على عقد الوساطة المالية.

هذه الالتزامات تفرضها طبيعة العلاقة بين الوسيط وعميله، وإن كانت التشريعات واللوائح التنظيمية لأسواق المال تهتم بتنظيمها زيادة في الثقة وحماية أكثر للمدخرين، وبالتالي تعزيز الثقة في سوق رأس المال، وهذا ما يضمن جلب مستثمرين أكثر بهدف توفير السيولة المالية، من أهم هذه الالتزامات ما يلي:

أولاً: الالتزام بفتح حساب للعميل.

إن من أبجديات التعامل على الأوراق المالية في البورصة أن يمتلك العميل المدخر حسابين، الأول يتعلق بالأوراق المالية التي ستتمحور حولها عمليات التداول. وتختلف أنواعه

بحسب الرغبات والأهداف الاستثمارية للعميل، على أن يتم فتحه من قبل الوسيط على نظام مركز الإيداع الإلكتروني¹. والثاني حساب نقدي تسدد من خلاله كل مشترياته من الأوراق المالية، والحصول على قيمة مبيعاته بالنقد، ومن الجدير بالذكر أن هذا النوع من الحسابات لا يسمح فيه للعميل بالسحب من الأموال المودعة إلا إذا كان له رصيد كافي يمكنه من ذلك².

إن فتح هذين الحسابين هو التزام يرتبه العقد المبرم بين الوسيط والعميل، ويقع على عاتق الوسيط المالي، وهذا كتمهيد للبدء في المعاملات في بورصة الأوراق المالية، باعتبار أن هذه الأمور هي من اختصاص الوسطاء في هذه الأسواق³، ورغم ذلك فإن كل التشريعات تهتم بالتنصيص على هذه الإجراءات ولا تكتفي بما تتضمنه عقود الوساطة المالية، وهذا لضمان ثقة أكبر للسوق المالية. وقد نص على ذلك المشرع الجزائري ضمن المادة 13 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والتي جاء فيها بأنه: " يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة أن يبرموا مع زبائنهم عقود تفويض". ونظراً لأهمية إبرم اتفاقية فتح حساب بين العميل والوسيط، فقد أكدت عليها المادة 1/19 من النظام 01/15 التي ورد فيها: " إن فتح حساب السندات يؤدي إلى الإمضاء على اتفاقية فتح حساب بين الوسيط في عمليات البورصة المخول لممارسة مسك الحساب - حفظ السندات، وبين زبونه، تحدد هذه الاتفاقية شروط استعمال الحساب وكذا حقوق وواجبات كل طرف".

والشيء نفسه بالنسبة للتشريعات المقارنة، حيث تنص المادة 256 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال أن المشرع المصري على أنه: " تلتزم الشركة بإبرام عقد فتح حساب مع كل عميل من عملائها يتضمن طبيعة التعامل بينهما وجميع التزامات وحقوق الطرفين بما يتفق مع أحكام القانون وهذه اللائحة، وذلك على وثائق تعدها الشركة لهذا الغرض، وفقاً للنموذج المرفق بهذا القرار على أن يتضمن العقد بالإضافة إلى البيانات الواردة في المادة (229) ما يأتي : ..."

كما أكد المشرع الأردني كذلك في المادة رقم 4 من تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة البورصة، على أنه لا يجوز التداول على الأوراق المالية في البورصة إلا بناءً على

1 - سيرسة ممدوح سسروقة، مرجع سابق، ص 87.

2 - محمد عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 151.

3 - للاطلاع أكثر راجع الإجراءات التمهيدية لقبول التداول، ص 221 وما يليها.

اتفاقية بين الوسيط والعميل، تبرم وفق النموذج المعد لهذه الغاية¹. وعلى إثرها يتم فتح حساب لأي شخص يرغب بالتداول بالأوراق المالية لدى أحد الوسطاء. كما ألزم هذا الأخير بأن يتولى كذلك فتح حساب للعميل على نظام المركز الإلكتروني قبل إجراء أي تعامل له بالأوراق المالية².

إن الهدف من إبرام اتفاقية فتح الحساب هو التعامل باسم العميل، ومن خلال الحساب الشخصي الخاص به، وليس باسم الوسيط وعلى الحساب الخاص بشركة الوساطة المالية، فباعتبار أنه حساب على القاعدة الإلكترونية لمركز الإيداع والقيود تسجل فيه كل تعاملات العميل، فلا مجال لأي لبس مع القيود الحسابية التي تتم عليه، وبالتالي يعد دليل قطعي في الإثبات في حال قيام نزاع بين الطرفين. وفي الوقت نفسه يكون مرفقا باتفاق يتضمن حقوق والتزامات كلا الطرفين، وقد وضعت له التشريعات نماذج محددة حتى لا تترك للوسطاء الماليين مجالاً للتلاعب من خلال الثغرات التي تشوب العقود غير المراقبة، وبالتالي فهو التزام جيد ومحمود أخذ به المشرع الجزائري والتشريعات المقارنة.

ثانياً: الالتزام بتنفيذ أوامر العميل.

يعد الالتزام بتنفيذ أوامر العملاء أحد الالتزامات الرئيسية والجوهرية للوسيط الوكيل بموجب القواعد العامة للوكالة، حيث يجب على الوكيل الامتثال للتعليمات الدقيقة التي قدمها له الموكل³، والتصرف وفقاً للتفويض الممنوح له من قبل عميله المستثمر، وأن ينفذ أمر البيع أو الشراء المعطى له من قبل العميل، دون أن يقدر مدى ملاءمة الفعل أو الاختيار وما إذا كان سيتم تنفيذه أم لا⁴.

ذلك لأن القانون منع المتعاملين في السوق بآعين أو مشتريين من التعامل بينهم مباشرة، وألزمهم بوجوب اللجوء إلى الوسطاء الماليين، وإصدار الأوامر إليهم لتنفيذ ما يرمون القيام به

¹ - المادة 19 / أ تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية، مرجع سابق.

² - المادتان 22 و 30 من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها لسنة 2017، الموقع الإلكتروني نفسه.

³ - " L'exécution des ordres du client est une des obligations principales du mandataire en droit commun du mandat. Le mandataire doit donc respecter les instructions précises données par le mandant", Anastasios Sfyroeras, op.cit, p 56.

⁴ - " Le banquier agit en tant que mandataire, à ce titre, il doit agir conformément au mandat qui lui a été donné par son client investisseur. Il doit exécuter l'ordre de vente ou d'achat qui lui est donné par le client sans pouvoir décider de l'opportunité de l'acte ni d'opérer le choix de les exécuter ou non ", Chaminah Loulla, p 351.

من تعاملات بشأن الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق¹. وقد أكد المشرع الجزائري على هذا الالتزام في نص المادة 43 من النظام 01/15 والتي جاء فيها بأنه: " في إطار علاقتهم تجاه الزبائن وتنفيذاً للوكالة الممنوحة إياهم، على الوسيطاء في عمليات البورصة الحرص على تنفيذ الأوامر في أحسن ظروف السوق وذلك اعتباراً لأوامر الزبائن"، والملاحظ أن المشرع لم يكتف فقط بإلزام الوسيط بتنفيذ أوامر العملاء وإنما اشترط كذلك أن تنفذ في أحسن ظروف السوق.

كما أشارت إليه كذلك المادة 266 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، حيث أكدت على أن: " تلتزم الشركة بتنفيذ أوامر عملائها في الحدود الصادرة منهم، ولا يجوز لها أن تتجاوز هذه الحدود عند بيع أو شراء الأوراق المالية، ويحظر عليها تنفيذ العمليات بأسعار أو بكميات تتجاوز أوامر العملاء بالزيادة أو بالنقصان"، وتضيف المادة 268 بأنه: " لا يجوز للشركة - شركة السمسرة - أن تحجم عمداً عن عرض أو طلب الأوراق المالية بيعاً أو شراءً...".

فمن خلال النصوص السابقة يتبين أنه لا يوجد اختلاف من حيث مضمون هذا الالتزام سواء في النظام 01/15 أو في لائحة سوق رأس المال المصري، فكل اللائحيتين تحرسان على تنفيذ أوامر العملاء وفقاً لرغباتهم مع التشديد على مراعاة مصلحة العميل دائماً.

والشيء نفسه بالنسبة للتشريع الفرنسي، الذي يفرض على الوسيط تنفيذ الأمر وفقاً لشروط عمليات البورصة، متى كان صادراً من العميل صاحب الحق في التصرف، ولا يجوز للوسيط رفض تنفيذه ما لم يوجد سبب قانوني صريح يببر له هذا الرفض، وإلا تحمل المسؤولية، كما أعطى المشرع الفرنسي لمقدم خدمات الاستثمار (الوسيط) ضمن قواعد السلوك الحميدة، الحق في الامتناع عن تحويل الأوامر إلى السوق، إذا كانت تلك الأوامر لا تتفق مع الأهداف التي يسعى العميل الأمر إلى تحقيقها².

أما في التشريع الأردني فلم ترد أية إشارة إلى إلزام الوسيط بتنفيذ أوامر العميل صراحة، أو بعدم الإحجام عن تنفيذ هذه الأوامر، غير أنه يمكن أن نستشف هذا الالتزام الواقع على

1 - فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 144.

2 - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 262.

عائق شركات الوساطة من خلال العديد من النصوص، على غرار ماورد في أحكام المادة 4 من تعليمات التداول لسنة 2004، والتي تلزم الوسيط باستخدام أموال العميل لتنفيذ عمليات لصالح العميل نفسه ، ولا يجوز استخدامها لتنفيذ عمليات لصالح الوسيط أو لصالح الغير.

أما تعليمات 2018 فقد أكدت في المادة 16/ب بأنه يجب على الوسيط تنفيذ الصفقة بناءً على تفويض عميله وفقاً لأحكام هذه التعليمات، وتضيف المادة 3/5-4 بأن الوسيط ملزم بتثبيت التاريخ والوقت عند استلام التفويض لمراعاة التسلسل عند إدخال الأوامر إلى نظام التداول، كما يثبت في أي وقت أن لديه تفويضاً يبين اسم عميله واسم الجهة المصدرة ونوع الأمر. كما ورد في أحكام المادة 6 من التعليمات نفسها بأنه يجب على الوسيط إبلاغ العميل بالعمليات المنفذة لصالح الأخير فور تنفيذ هذه العمليات أو حسب الاتفاقية المبرمة بينهما، وكذلك العمليات غير المنفذة .

وتبعاً لما سبق ذكره فالوسيط المالي ملزم بتلقي أوامر العملاء وتنفيذها بحسب ترتيب ورودها، ووفقاً لبنود الاتفاقية المبرمة مع كل عميل، مع مراعاة ما ورد في التفاويض من حيث نوع الأوراق المالية وعددها¹، والسعر المحدد من قبل العميل سواء للبيع أو الشراء، وهذا قبل إدخالها إلى نظام التداول الإلكتروني للسوق المالي.

إلا أن هناك خلاف فقهي أثير بشأن مدى إمكانية رفض الوسيط تنفيذ الأوامر الصادرة إليه من عميله، فظهر بهذا الشأن ثلاثة اتجاهات؛ أولهما يرى عدم جواز قيام الوسيط برفض تنفيذ أوامر عميله لأنها من طبيعة ملزمة ما دام العميل لا يستطيع التعامل مباشرة في السوق، أما الثاني فيرى بأن الوسيط له الحرية الكاملة في التنفيذ أو عدم التنفيذ ما لم يوجد اتفاق بخلاف ذلك، في حين يرى الاتجاه الثالث عدم جواز رفض تنفيذ أوامر العميل إلا في حالات معينة، كما لو لم يكن العميل يمتلك ثمن الأوراق المراد شرائها أو بيعها، أو كانت المعاملة تضر بالعميل² باعتباره ضامن لسلامة الصفقة.

وعليه يمكن القول أن الرأي الثالث هو الأصوب، باعتبار أن العلاقة بين العميل والوسيط أساسها الثقة والأمانة وعدم إساءة التصرف بأموال العميل، وكون العميل لا يسمح له القانون

¹ - سيرة ممدوح سسروقة، مرجع سابق، ص ص 94، 95.

² - فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص ص 144 - 146.

بالتعامل في السوق مباشرة دون توكيل وسيط، فإن من مقتضيات ذلك أن يتقيد الأخير بأوامر العميل وعدم تجاوزها مع مراعاة تعظيم مصلحته الاستثمارية، وهذا يضمن عدم قيام مسؤولية الوسيط المالي لأن كل التشريعات تلزمه بضمان سلامة العمليات التي يجريها.

ثالثا: الالتزام بإبلاغ العميل بالعمليات المنفذة وتزويده بتقارير دورية تتعلق بحساباته.

يعد هذا الالتزام شقا من الالتزام بالإفصاح وتبصير العميل بكل ما له صلة بالإدخار في الأوراق المالية داخل السوق المالي، كالتزام مترتب على عاتق الوسيط المالي، والذي يدخل حيز النفاذ قبل التعاقد مع العميل، في حين أن هذا الشق كالتزام تعاقدي، لا يمكن تنفيذه إلا بعد إبرام العقد، ووفقاً لما اتفق عليه، إضافة إلى الشروع في المعاملات على الأوراق المالية، رغم أن معظم التشريعات واللوائح تنص عليه. وباعتباره من أهم الالتزامات التي ينص عليها العقد في الغالب، سيتم دراسته ضمن هذا البند.

إذ يتوجب على الوسيط المالي بموجب هذا الالتزام إبلاغ العميل بكافة العمليات المنجزة على الأوراق المالية التي يمتلكها، كما يزوده بتقارير دورية مفصلة وكشوف عن حساباته¹ الجديدة. على أن يتم ذلك بحسب الطريقة والمدة الزمنية المتفق عليها بين الوسيط المالي والزبون عند فتح الحساب²، سواء كان ذلك بصورة يومية أو أسبوعية أو شهرية، كما يجب على شركة السمسرة أن تقدم للعميل المعلومات الضرورية عما وصلت إليه حول تنفيذ الأوامر³.

وقد أكدت ل.ت.ع.ب.م الجزائرية على هذا الالتزام من خلال المادة 44 من النظام 01/15، حيث حددت التوقيت الذي يتوجب تبليغ العميل خلاله، إضافة إلى البيانات التي يتضمنها التبليغ، غير أنه يمكنها اشتراط بيانات أخرى وفي الآجال التي يرونها مناسبة ولكن لا يمكن إعفاء الوسيط من هذا الالتزام، إذ تنص بأنه: " فور تنفيذ الأوامر يرسل الوسيط في عمليات البورصة لزيائهم خلال يومي العمل، ابتداءً من تاريخ التسديد/التسليم، إشعار بالتنفيذ يحتوي على المعلومات الآتية: تعيين الأصل المالي، عدد الأصول المالية، سعر الوحدة، المبلغ الخام للعملية، المصاريف والمصاريف الأخرى، المبلغ الصافي للعملية، تاريخ العملية، تاريخ التسديد والتسليم".

¹ - سيرة ممدوح سسروقة، مرجع سابق، ص 96.

² - محمد عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 183.

³ - إبراهيم محمد شاكر، مرجع سابق، ص 91.

أما في التشريع المقارن فتقضي المادة 264 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري بأنه: "على الشركة...إخطار العميل في خلال 24 ساعة من تنفيذ العملية التي تمت، على أن يتضمن الإخطار بياناً تفصيلياً عن ما تم التعامل عليه من أموال وأوراق مالية وما تم خصمه من عمولات، وذلك كله دون الإخلال بالتزام الشركة بإرسال بيانات دورية إلى عملائها". كما ورد في نص المادة 247 بأنه: "تلتزم الشركة بإرسال كشف حسابي تفصيلي ربع سنوي على الأقل إلى كل عميل لها، وكشف نهائي عند انتهاء تعاقدتها معه، وذلك على عنوانه الثابت بسجلاتها أو وفقاً لتعليماته، على أن يتضمن كحد أدنى بياناً بما تم تنفيذه من عمليات وبرصيد الأوراق المالية، وبالرصيد النقدي للعميل خلال الفترة التي يشملها كشف الحساب".

وتجدر الإشارة أن هذا الالتزام يجد مصدره في القواعد العامة حيث ورد في نص المادة 180 من قانون التجارة الجديد والتي تنص بأنه: "على الوكيل أن يحيط الموكل علماً بالصفقات التي يبرمها لحسابه"¹. فيما تضيف المادة 267 نوع آخر من الإخطار لا معنى له حالياً بعد إلغاء الكيان المادي الملموس للأوراق المالية، كما تُلزم الشركة على الاحتفاظ بنسخة من الإخطارات في سجلاتها كوسيلة للمراقبة، وكذلك بغرض الإثبات في حالة ما إذا ادعى العميل بعدم قيامها بالتزامها كما اتفق عليه أو عدم صحة الحساب، حيث تنص بأنه: "تلتزم الشركة... بإخطار العميل كتابة بالحضور لتسليم الأوراق المالية التي تم شراؤها لحسابه وعليها أن تحتفظ في سجلاتها بصورة من الإخطارات...".

ومن جهته المشرع الأردني كذلك أكد على هذا الالتزام من خلال تعليمات التداول لسنة 2004 المعدلة والمتممة، والتي تم إلغاؤها بموجب تعليمات 2018، باعتبار أن الأخيرة لم يرد بها أي نص يتناول هذا الالتزام، حيث كانت تنص المادة 12 من التعليمات الأولى بأنه: "أ- على الوسيط إبلاغ العميل بما يلي:

- 1- العمليات المنفذة لصالح العميل فور تنفيذ هذه العمليات أو حسب الاتفاقية المبرمة بينهما.
- 2- العمليات غير المنفذة لصالح العميل وذلك فور انتهاء مدة سريان التفاوض المقدمة للوسيط .

¹ - وليد محمد على كرسون، مرجع سابق، ص 246.

3- أن الوسيط أو أياً من الأشخاص المرتبطين به كان طرفاً في العملية المنفذة لصالح العميل ما لم تنص الاتفاقية على غير ذلك.

ب- على الوسيط المرخص كمدير استثمار إرسال كشف للعميل الذي يدير استثماراته يبين العمليات المنفذة على حساب العميل وأرصدة الحساب من الأوراق المالية مرة واحدة على الأقل كل شهر ما لم تنص الاتفاقية المبرمة بينهما على مدة أقل، وهذا ما أكدته كذلك المادة 17 من تعليمات الترخيص والاعتماد لسنة 2005.

فباستقراء نص المادة يتبين من الفقرة الأولى أن المشرع الأردني وإن نص على هذا الالتزام، إلا أنه يؤكد أن أصل هذا الالتزام هو العقد، وعليه فإن تنفيذه يكون وفقاً لما تم الاتفاق عليه، وفي حال لم يتم الإشارة إليه تسري الأحكام الواردة في التعليمات الصادرة في هذا الشأن.

فيما تؤكد المادة 61 من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005 على نفس الالتزام؛ بأنه: " أ- على الشركة إرسال كشف حساب لكل عميل من عملائها كل ثلاثة أشهر على الأقل، تبين فيه رصيده من الأوراق المالية وتفصيل حركات تعامله بها " .

أما بالرجوع إلى التشريع الفرنسي فنجد أنه قد ألقى بهذا الالتزام على عاتق مقدمي خدمات الاستثمار بدءاً من القرار الصادر عن المرسوم الملكي في أغسطس 1785 والمادة 14 من مرسوم 30 أكتوبر 1961، وآخرها قواعد السلوكات الحميدة الصادرة سنة 1998¹ .

إذا من خلال ما سبق ذكره يتبين إصرار التشريعات على التزام الوسيط في عمليات البورصة بما يتوجب عليهم، ولم تكف بما قد تتضمنه العقود المبرمة بين العملاء والوسطاء، وهذا من واجب الحرص على مصالح المدخرين في بورصة الأوراق المالية والاقتصاد ككل. وعليه فلا يجوز الاتفاق بين العميل والسماور على إعفاء هذا الأخير من تبليغه بتنفيذ الأوامر وتقديم الحساب، لأن الأخير يعد وسيلة العميل في الرقابة على السماسر¹.

وفي نهاية هذا الفرع تجب الإشارة إلى السيطرة المطلقة للطابع التنظيمي في تحديد الالتزامات المترتبة على عقود وسيط بورصة الأوراق المالية مع عملائه، مما يدل على أن

¹ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 277.

¹ - إبراهيم محمد شاكر، مرجع سابق، ص 93.

حرية التعاقد شبه مقيدة في بورصة الأوراق المالية، طالما أن العقود تكون نموذجية يحددها التنظيم.

الفرع الثاني: الالتزامات التي يفرضها القانون واللوائح التنظيمية لبورصة الأوراق المالية.

هي التزامات جوهرية بالنسبة لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية، وعلى هذا الأساس تهتم قوانين الأسواق المالية ولوائحها بتنظيمها والتأكيد عليها لسد كل الأبواب أمام أي تلاعب من قبل الوسطاء الماليين، يمكن إجمالها في:

أولاً: الالتزام بحفظ السر المهني.

أصل الالتزام بالسر المهني في الأساس هو التزام عقدي، ومثال ذلك التزام العامل بعدم افشاء سر العمل، وهو التزام ينشأ عن عقد العمل المبرم بين العامل ورب العمل، فإذا أخل العامل بهذا الالتزام يكون خطأه عقدياً، وهو التزام مفترض لا يحتاج النص عليه، إذ أنه التزام بالامتناع عن عمل بحيث تقع المخالفة بمجرد كشف أي معلومات متى يكون وصولها إلى علم الغير يضر بمصلحة صاحبها¹.

غير أنه بالنظر إلى أن أغلب تشريعات الأسواق المالية ولوائحها التنظيمية تهتم بالحرص على السر المهني أكثر مما تهتم به عقود الوساطة المالية، ومن أجل ذلك وتيسيراً للدراسة البحثية في هذا الالتزام تم تصنيفه على أساس أنه التزام تشريعي وليس عقدي.

والسر في اللغة هو: " كل ما يكتمه الإنسان في نفسه"²، أو هو: " كل ما يخفيه الفرد ويرغب في عدم كشفه والإفصاح عنه"¹، أما السر المهني فيعرفه بعض الفقه بأنه: " ما يكتمه الشخص في نفسه من معلومات وبيانات تتعلق بمهنته، أو شخصه بحيث لا يكون أمراً معروفاً أو ظاهراً أو شائعاً للكافة، وأن من شأن الاطلاع عليه إعطاء المطلع اطمئناناً أو تأكيد لم يكن لديه من قبل"².

¹ سليمان علي حمادي الحلبوسي، المسؤولية المدنية الناشئة عن إفشاء السر المهني - دراسة قانونية، منشورات الحلبي، الطبعة الأولى، 2012، ص ص 61، 62.

² المنجد في اللغة والآداب والعلوم، دار المشرق، بيروت، ط 30، 1988، ص 328.

¹ سليمان علي حمادي الحلبوسي، مرجع سابق، ص 19.

² ذكرى حسين، بشار هاشم، التزامات الحافظ الأمين الناشئة عن مزولة أعماله في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، مجلة المحقق الحلبي للعلوم القانونية والسياسة، كلية القانون، جامعة بابل، العدد الثالث، 2018، ص 244.

إذا بناءً على ما سبق يعد الالتزام بحفظ الأسرار المهنية أحد الالتزامات المهمة التي يجب أن يتقيد بها الوسيط المالي، تجاه عملائه والسوق بصفة عامة، حيث وردت فيه نصوص كثيرة بحسب تعدد النشاطات التي يمكن الوسيط أن يمارسها في بورصة الأوراق المالية، إذ أن عدم تقيد به هذا الالتزام يؤدي إلى الإضرار بالعملاء وحتى الشركات التي يساعدها الوسيط المالي على الدخول إلى السوق، ومن ثم إحداث إرتباك وفوضى في السوق المالي.

وعلى هذا يتوجب على الوسيط المالي كغيره من الأشخاص الذين يقدمون بعض الخدمات لجمهور الأشخاص بالمحافظة على سرية البيانات والمعلومات الخاصة بالمهنة، ولا سيما تلك المتعلقة بعملائه وعدم إطلاع الغير عليها، كون مهنة الوساطة من الأعمال التجارية التي تحكمها مبادئ الثقة والأمانة¹، وتقوم على المنافسة² بين المدخرين في السوق المالي، ولهذا فمن حق كل عميل أن لا يطلع الغير على بياناته الحسابية.

وبناءً على ما تقدم لم تترك التشريعات المقارنة تنظيم الأحكام المتعلقة بالمحافظة على سرية المهنة للقواعد العامة التي تحكم العقود، وإنما نظمت الأحكام الخاصة بهذا الالتزام بالنسبة لوسطاء سوق الأوراق المالية نظراً للحساسية الشديدة التي تتسم بها التعاملات داخل السوق، والدور الخطير الذي تلعبه المعلومة في اتخاذ قرار الاستثمار في أوراق مالية معينة من عدمه، ولذا تعتبر التشريعات قيام الوسيط بإفشاء الأسرار التي يطلع عليها بحكم عمله وفي غير الأحوال التي يجوز له الكشف عنها جريمة يعاب عليها³.

حيث نجد المشرع المصري ينص في المادة 230 من لائحة سوق المال المصري بأنه: "تلتزم الشركة بالمحافظة على السرية التامة لبيانات عملائها وعدم إفشاء أية معلومات عنهم، أو عن معاملاتهم إلى الغير بدون موافقتهم الكتابية المسبقة وفي حدود هذه الموافقة، وذلك باستثناء الحالات التي يلزم فيها تقديم معلومات محددة إلى البورصة أو الجهات الرقابية أو القضائية وفقاً لما تفرضه القوانين من ذلك، وعلى الشركة أن تتخذ الإجراءات التي تكفل التزام المديرين والعاملين بها بالمحافظة على سرية هذه البيانات والمعلومات ...".

¹ - فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 154.

² - وليد محمد على كرسون، مرجع سابق، ص 244.

³ - فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 154.

وعليه يمكن القول أنه باعتبار المحافظة على أسرار المهنة تعد من قبيل المصالح الخاصة بالعملاء، فإنه استثناءً يجوز التضحية بها عند وجود مصلحة عامة تتطلب ذلك، كما في حالة الكشف للسلطة القضائية عن مصادر تمويل العميل التي تهدف إلى تبييض الأموال وتمويل الإرهاب، أو تزويدها ببعض الوثائق كالسجلات أو كشوف الحساب للفصل في بعض النزاعات. أو إذا طلبت إدارة السوق أو الجهة المشرفة على الرقابة على أعمال الوسيط تقديم بعض البيانات أو المعلومات الخاصة بالعميل، فلا يجوز لشركة الوساطة المالية بالتمسك بالسر المهني في وجه هيئة الرقابة بهذا الالتزام¹. هذا بالإضافة إلى موافقة العميل على الكشف عن بعض بياناته ومعلوماته الخاصة، إلا أن هذه الموافقة ينبغي أن تكون صريحة، ومن ثم لا يجوز للوسيط إفشاء الأسرار الخاصة بالعميل بناءً على موافقة ضمنية.

وبخلاف هذه الحالات فإن القانون يعاقب وسيط بورصة الأوراق المالية على كشف أسرار عملائه حيث نصت المادة 64 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 بأنه: "مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد منصوص عليها في قانون آخر يعاقب بالحبس مدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد على عشرين مليون جنيهاً أو بإحدى هاتين العقوبتين، كل من أفشى سراً اتصل به بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هذا القانون...".

ومن جانبه المشرع الأردني كذلك حرص على حفظ أسرار المهنة في مجال عمل الوسطاء الماليين حيث تنص المادة 18 من نظام العضوية في شركة بورصة عمان لسنة 2018 بأنه: "على العضو الالتزام بأحكام التشريعات الصادرة عن البورصة وبوجه خاص يلتزم العضو بما يلي: ... عدم إفشاء الأسرار الخاصة بعملائه". كما ورد في المادة 15/ب تعليمات التداول الأردنية لسنة 2004 بأنه: "يضمن الوسيط سرية المعلومات الموجودة في الاستشارة المالية المعدة للنشر وعدم اطلاع أي شخص من موظفيه غير المختصين على هذه المعلومات إلى حين نشرها"، فيما تنص المادة 105 من قانون الأوراق المالية الأردني لسنة 2017 بأنه: "يعتبر مخالفة لأحكام هذا القانون أي مما يلي: إفشاء المعلومات الداخلية لغير مرجعه المختص أو القضاء".

¹ - المادة 49 من قانون سوق رأس المال المصري، مرجع سابق.

ولم يتخلف المشرع الجزائري على غرار بقية التشريعات المقارنة، حيث أولى اهتمامه بهذا الالتزام وأوجب على الوسيط المالي ضرورة التمسك بالسر المهني، وأنه في حال عدم التقيد بهذا الالتزام من جانب الأشخاص الوارد ذكرهم في نص المادة 12 من المرسوم التشريعي من شأنه أن يعرض شركة الوساطة المالية إلى العقوبات المنصوص عليها في قانون العقوبات، حيث تنص المادة بأنه: "يلزم الوسيط في عمليات البورصة، والقائمون بإدارتهم ومسيروهم ومديروهم وأعاونهم المسجلون وأمورهم حساباتهم بالسر المهني. ويعاقب على عدم التقيد بالسر المهني وفقاً لقانون العقوبات".

وتجدر الإشارة هنا بشأن الجزاء أنه كان من الأولى أن يتكفل المشرع الجزائري بتحديد العقوبات المناسبة لهذا النوع من المخالفات ضمن قانون بورصة القيم المنقولة، وعدم الإحالة إلى القواعد العامة، لأن درجة خطورة عدم التقيد بالسر المهني تختلف من نشاط إلى آخر، إذ تكون مضاعفة في مجال الأسواق المالية، حيث يمكن أن تؤدي إلى أزمة مالية تضرب اقتصاد الدولة بكامله.

وقد أكدت المادة 50 من النظام 01/15 كذلك على هذا الالتزام، حيث نصت بأنه: "يخضع الوسيط في عمليات البورصة أعاونه للالتزامات الآتية... كتم السر المهني فيما يتعلق بجميع المعلومات التي يقدمها الزبون".

كذلك بالنسبة للتشريع الفرنسي حيث أن التزام شركات الوساطة بالحفاظ على السرية المهنية، يرجع إلى مرسوم سنة 1890 والذي ألزم الوسيط بالحفاظ على السرية المطلقة، وبالرغم من عدم ورود قاعدة قانونية في قانون 1988 حول الالتزام بالسرية المهنية من قبل الوسيط، فإن القاعدة ظلت تطبق¹، غير أن اللائحة العامة لمجلس أسواق الأوراق المالية الفرنسي فرضت فيما بعد على الأشخاص الذين يعملون لحساب الوسيط (مقدم خدمة الاستثمار)، التقيد بهذا الالتزام سواء كانوا مرتبطين معه بعقد عمل أم لا، ولم يترك المشرع الفرنسي هذا الالتزام على إطلاقه، بل قيده في مواجهة بعض الجهات، حيث لا يجوز التمسك أمامها به، كمصلحة الضرائب، جهات الرقابة على غسيل الأموال، السلطات المشرفة على السوق². كما ورد النص في قانون العقوبات الفرنسي على التزام كل من عهد إليه بحكم مهنته

¹ - ريزان حسن مولود، مرجع سابق، ص 83.

² - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 251، 252.

بسر ألا يكشف هذا السر، إلا في الحالات التي يسمح له فيها القانون بذلك وإلا تعرض لعقوبة الحبس والغرامة¹.

ثانياً: الالتزام بالإفصاح والشفافية.

مما لا شك فيه أن القرارات التي يتخذها المتعاملون في سوق الأوراق المالية سواء بالإقدام على شراء أو بيع أوراق مالية معينة، أو بالإحجام عن الشراء أو البيع في ظروف معينة، يعتمد بشكل أساسي على مدى كفاية المعلومات والبيانات المتعلقة بتلك الأوراق المالية ودقتها². وبما أن الوسيط شخص ذو دراية وخبرة بمجال عمله، والعملاء ليسوا كلهم من الدرجة نفسها من حيث إمتلاكهم الخبرة في تجارة الأوراق المالية³، لذلك فرضت القوانين والأنظمة على الوسيط التزاماً عاماً بوجوب الإفصاح تجاه عملائه عن كافة البيانات والمعلومات المتوافرة لديه عن الأوراق المالية⁴، كذلك المرتبطة بالوضع المالي للشركة مصدرة الورقة المالية، أو طبيعة النشاط الذي تستثمر فيه تلك الشركة في ذلك الوقت، أو حركة السوق والعرض والطلب بشكل عام، ومؤشرات الأسعار وغيرها من المسائل التي يمكن أن تكون ذات أهمية بالنسبة لقرار المستثمر، والأمر الصادر منه للوسيط لشراء أو بيع الورقة المالية⁵.

لأنه كثيراً ما يتعرض المتعاملون في الأوراق المالية لعمليات غش واحتيال، أو خطأ يدفعهم إلى إبرام صفقات قد تكون على درجة كبيرة من المخاطر وغير مناسبة للعميل، خاصة عندما يكون عديم التمييز في مجال التعامل بالأوراق المالية، وذلك من قبل وسطاء التداول وقد يكونوا في غنى عنها، أو أنهم لم يكونوا ليبرموها لو لا الدعاية والترغيب الذي مارسه الوسيط لإضافة عملاء جدد إلى حسابه، رغبة في مضاعفة العمولات¹.

ويعد الالتزام بالإعلام والتبصير من أهم الالتزامات بالنسبة للبنك الوسيط مدير محفظة الأوراق المالية، حيث يتوجب عليه إعلام العميل عند إبرام العقد وأثناء تنفيذه، وفي جميع

¹ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 251.

² - فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 148.

³ - موفق خالد إبراهيم، مرجع سابق، ص 171.

⁴ - فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 148.

⁵ - ميسون المصري، نبيل الحمامي، ماهية الالتزام بالتبصير في عقد الوساطة في سوق الأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، حمص، سورية، المجلد 40، العدد 11، 2018، ص 49.

¹ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 256.

الأحوال وعندما يطلب العميل من البنك - الوسيط - إنجاز معاملات على مستوى عالٍ من الخطر، يتوجب تقديم المشورة له وتحذيره، حتى وإن كان الوسيط بإمكانه إثبات المعرفة الكافية للعميل بالمخاطر لإعفاء نفسه من المسؤولية¹. ولهذا وقبل إبرام أي صفقة أُلزم الوسيط بإعلام وتبصير العميل حتى يتمكن من اتخاذ قرار سليم عن بيّنة وبصيرة بكل المعلومات الجوهرية المتصلة بالصفقة، وعلى هذا الأساس عرف التبصير بأنه: "التزام الوسيط في سوق الأوراق المالية بوصفه مهني محترف بالإدلاء بالمعلومات والبيانات الكافية في المرحلة السابقة على إبرام عقد الوساطة والتي يمكن أن تخلق رضى سليماً ومنتوراً من قبل العميل لإبرام صفقة ما"²، فيما يرى البعض واجب الالتزام بالإعلام بأنه: "التزام بنقل معلومات يتم تحديد محتواها بموضوعية، وغالباً ما يتطلب البحث عنها، متى كان يجهلها الشخص الملزم بتقديمها. ويتعلق واجب الإعلام أولاً وقبل كل شيء بإبلاغ البيانات، أو الحقائق المعروفة بالفعل من قبل المكلف أو المهني، على أن الالتزام بتقديم هذه المعلومات يجب أن يكون في شكل إعلانات أو وثائق الدعاية، وفي تقديم الخدمة وفي وثائق ما قبل التعاقد"³.

وبالتالي "يجب على أي بائع محترف للسلع أو مقدم الخدمة قبل إبرام العقد، أن يضع المستهلك في وضع يسمح له بمعرفة الخصائص الأساسية للسلعة أو الخدمة"، وفقاً للمادة L.111-1 من قانون استهلاك الفرنسي¹، مما يعني أن الخدمات والعمليات المتعلقة بالأدوات المالية لا تقلت من النزعة الاستهلاكية²، ولذلك يمكن إخضاع الوسيط في بورصة الأوراق المالية لأحكام قانون حماية المستهلك وفقاً للنص السابق، متى أخل بواجب الالتزام بالإعلام.

¹ - " Les principales obligations à la charge du banquier est l'obligation d'information due au client et l'obligation d'exécuter le mandat en bon professionnel... Le banquier est tenu d'informer son client au début du contrat comme pendant l'exécution du contrat", CHAMINAH Loulla, op.cit, pp 348- 353.

² - عقيل فاضل أحمد الدهان، مرجع سابق، ص 130.

³ - " Le devoir d'information se définit comme l'obligation de transmission d'une information dont le contenu est déterminé de manière objective. Il consiste parfois à rechercher cette information si celui qui doit la transmettre l'ignore. Le devoir d'information porte tout d'abord sur la communication de données ou de faits déjà connus par le transmetteur, donc le professionnel. En général, cette information s'avère être obligatoire dans les publicités ou documents publicitaires, dans la présentation du service et dans les documents précontractuels", HAMMOUD May, La protection du consommateur des services bancaires et des services d'assurance, Thèse de doctorat en droit, école doctorale de droit privé, Université Panthéon-Assas, école doctorale de droit et des sciences politiques-administratives et économiques, Université libanaise, 2012, p 230.

¹ - Ibid, p 230.

² - Jean - Pierre Buyle, Gilles Laguesse, L'INFORMATION DU CONSOMMATEUR D'INSTRUMENTS FINANCIERS, le ferum de VANHAM & VANHAM - Protection de l'épargnant depuis la directive MiFID - Exigences en matière d'information financière - Transparence - Information généralisée au public - Information personnalisée du consommateur - Contrôle par la FSMA, organisé le Jeudi 18 octobre 2012 à l'Hôtel Méridien, Bruxelles, p 16.

وأن حماية المستهلك – المستثمر – هنا تكون بما يتناسب مع درجة المعلومات التي يقدمها مزود الخدمة – الوسيط – الذي يتعامل معه بهدف إبرام الصفقة¹.

غير أنه إذا رجعنا لأحكام القانون رقم 03/09 المتعلق بحماية المستهلك وقمع الغش² في التشريع الجزائري، فلا يمكن تطبيق نص المادة 17، والتي جاء فيها بأنه: " يجب على كل متدخل أن يعلم المستهلك بكل المعلومات المتعلقة بالمنتج الذي يضعه للاستهلاك بواسطة الوسم، ووضع العلامات أو بأية وسيلة أخرى مناسبة"، حيث أن المعلومات الواجب تقديمها وفقا لهذا النص، تتعلق بما يضعه المتدخل ذاته للاستهلاك من منتجات، ولا تدخل ضمنها الخدمات وهي محور نشاط ومسؤولية الوسيط في بورصة الأوراق المالية، لكن بالإستناد إلى نص المادة 3 / 10 من القانون نفسه والتي بينت بأن المنتج هو كل سلعة أو خدمة، مادام المتدخل حسب نص المادة 3 / 7 هو كل من له علاقة في عرض الخدمات والمنتجات للاستهلاك، وبالتالي يمكن إخضاع الوسيط لأحكام هذا القانون في حال الإخلال بواجب الالتزام بتقديم المعلومات.

هذا إلى جانب النصوص الخاصة بأسواق الأوراق المالية، إذ أنه ومن أجل ضمان حماية العملاء كمستهلكين للخدمات التي يقدمها الوسطاء في بورصة الأوراق المالية، تدخلت التشريعات المقارنة بالزام الوسطاء بتوفير المعلومات الكافية للعملاء المدخرين عن الصفقات المراد إبرامها. حيث نجد أن المشرع المصري ينص في المادة 273 بأنه: " على الشركة أن تفصح لعملائها كتابة وقبل تنفيذ أية عملية، عما إذا كان تعاملها على سندات لحسابها الخاص، أم لحساب عملائها وعن تعليمات التسوية والمقاصة بالإضافة إلى العمولة التي تتقاضاها الشركة، إذا كان التعامل لحساب أحد عملائها". وتضيف المادة 243 بأنه: " يحظر على الشركة إتباع أية أساليب في عملها تنطوي على الغش أو التدليس، وبصفة خاصة: ... إخفاء أو تغيير أو الإمتناع عن الإفصاح عن الحقائق الجوهرية المتعلقة بالتعامل على الأوراق المالية...".

¹ - "La tendance consumériste tend souvent à considérer la protection du consommateur de manière proportionnelle au degré d'information fournie par le prestataire de services avec qui il entre en contact dans le but de conclure une opération...", Ibid, p 16.

² - القانون رقم 03 / 09 ، المؤرخ في 25 فيفري 2009، المتعلق بحماية المستهلك وقمع الغش، ج ر، عدد 15، الصادرة في 8 مارس 2009.

فمن خلال النصين يتبين أن الإفصاح الواجب على الوسيط المالي من أجل إعلام وتبصير عميله بكل ما يتعلق بالعقد، يجب أن يكون قبل إبرام أي صفقة كشرط أساسي.

أما عن مضمون الالتزام بالإفصاح فيشمل جميع المخاطر التي تحيط بالصفقة المراد إبرامها، بما في ذلك النتائج القانونية المترتبة على تنفيذها¹، متى كانت شركة السمسرة تعلم بهذه المخاطر، أو كان في إمكانها أن تعلم بها متى بذلت في ذلك عناية الرجل المهني الحريص، وعليها أن تفصح كذلك عن كافة المعلومات التي تؤثر في تنفيذ الصفقة سواء بالسلب أو الإيجاب².

في حين بالنسبة للأساس الذي يبني عليه التزام شركة الوساطة بالشفافية والإفصاح تجاه العملاء، وفقاً لما جاء في التشريع المصري هو الأمانة والثقة وحسن النية³، حيث نجد الكثير من النصوص تفرض على الوسطاء العمل وفقاً لمبادئ العدالة والمساواة والأمانة والشرف، من بينها ما جاء في نص المادة 214 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، والتي تنص بأن: " تلتزم الشركة ... وبمراعاة مبادئ الأمانة والعدالة والمساواة والحرص على مصالح العملاء...".

كما تقضي المادة 231 من اللائحة نفسها على أن: " تلتزم الشركة في تعاملها مع عملائها بمبادئ الأمانة والحرص على مصالحهم..."، وأيضاً ما أكدته المادة 221 من اللائحة نفسها بخصوص الإعلانات الصادرة من شركة السمسرة والإفصاح عنها وضرورة وضوحها ونشرها للجميع، حيث نصت على أنه: " يجب أن يتسم كل إعلان يصدر من الشركة بالأمانة والدقة وأن يتضمن جميع البيانات التي يلزم الإفصاح عنها، أو التي تعتبر ضرورية بحسب موضوع الإعلان وطبيعة الجمهور الموجه إليه بما يتيح تفهم الإعلان وتقييم موضوعه، ويحظر على الشركة حجب أي حقائق أو معلومات جوهرية على نحو قد يؤثر على سلامة اتخاذ عملائها، أو أي من أفراد الجمهور الموجه إليه الإعلان لقراراتهم، أو

¹ - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص 24.

² - أحمد الباز، مرجع سابق، 150. كذلك إبراهيم محمد شاكر، ص 76.

³ - يرى البعض أن الالتزام بالإفصاح وأياً كان مصدره يجد أصله في المبادئ العامة التي أقرها المشرع في المعاملات العقدية، منها مبدأ حسن النية، إعادة التوازن العقدي، تكملة نظرية عيوب الإرادة، نقلا عن: باسم علوان طعمة، الإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية- دراسة مقارنة في الأبعاد الفلسفية للالتزام، مجلة رسالة الحقوق، كلية القانون، جامعة كربلاء، مجلد 5، العدد الأول، 2013، ص 86.

إحداث أي نوع من التضليل أو الالتباس لديهم، ولا يجوز أن يتضمن الإعلان أي تصريح مبالغ فيه أو ذي تأثير مضلل".

فمن خلال النصوص السابقة يتضح أن المشرع المصري وضع لشركات الوساطة معياراً يتصف بالمرونة كأساس للالتزام بتبصير وتوير العملاء، والمتمثل في مبدأ الأمانة والثقة حتى لا يترك مجالاً للوسيط بالتحجج إذا ما أخل بالتزامه.

أما المشرع الأردني فقد خصص فصلاً للالتزام بالإفصاح في تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، خاص بالشركات المصدرة للأوراق المالية وغير المصدرة، بمعنى كل من له علاقة بالخدمات المالية في بورصة الأوراق المالية، وأن الالتزام بالإفصاح المشار إليه هنا يتعلق بالوضعية الخاصة بالشركات ذاتها، ولا يوجد نص خاص يحث الوسيط على تبصير العميل بشأن إبرام الصفقات في السوق، وعلى هذا يمكن الاعتماد على نص المادة 57 من قانون الأوراق المالية الأردني لسنة 2017 والتي جاء فيها بأنه: "على المرخص له أو المعتمد وعلى الأشخاص الذين يعملون لدى أي منهما أثناء ممارستهم لأنشطتهم، التقيد بقواعد السلوك المهني وفقاً للتعليمات التي يصدرها المجلس، بما في ذلك التصرف بأمانة وإخلاص لصالح عملائهم وبشكل يؤدي إلى تعظيم مصالحهم، وتحقيق أهدافهم الاستثمارية دون تمييز بينهم، أو تحميلهم عمولات وبدل خدمات مبالغ فيها أو ضمان أرباح معينة لهم، أو وعدهم بها أو ممارسة أي من أساليب الغش والخداع معهم".

فمن خلال نص المادة يتضح أن المشرع الأردني ألزم كل من يتحصل على ترخيص لممارسة الخدمات في مجال الأوراق المالية، ومن ذلك شركات الوساطة المالية، التصرف وفقاً لمبادئ الأمانة والمحافظة على مصالح المستثمرين من أجل تعظيم مصالحهم وتحقيق غايتهم الاستثمارية، وعدم دفعهم إلى إبرام صفقات ليست في مصلحتهم، من خلال إعطائهم معلومات غير صحيحة عن وضعية الشركات صاحبة الأوراق المالية المراد شرائها أو بيعها، أو عن أسعار السوق، وهذا بغرض أن يحصل الوسيط على العمولة فقط، ومن دون مراعاة الثقة التي يضعها فيه العميل من أجل توجيهه إلى الصفقات المربحة، وهذا طبعاً متى كان الوسيط لديه من البيانات ما يفيد العميل ويبعده عن المخاطر بالاعتماد على خبرته.

وبالتالي فلا تختلف التشريعات المقارنة عن بعضها البعض من حيث الاهتمام بواجب الالتزام بالإفصاح، والشفافية أثناء ممارسة نشاط الوساطة المالية، إذ نجد أن المشرع الفرنسي يعالج هذا الالتزام ضمن قواعد حسن السيرة، في الكتاب الخامس المتعلق بمقدمي خدمات الاستثمار ضمن القانون النقدي والمالي، حيث ورد في نص المادة (Article L533-11) بأنه عند تقديم خدمات الاستثمار والخدمات ذات الصلة للعملاء، يعمل مقدمو خدمات الاستثمار بخلاف شركات إدارة المحافظ الاستثمارية بطريقة صادقة ومخلصة ومهنية، مما يخدم مصالح العميل على أفضل وجه¹، ويشترط أن تتضمن المعلومات المقدمة للعملاء من قبل مقدمي خدمات الاستثمار وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، على محتوى دقيق وواضح وغير مضلل، مع تحديد الاتصالات الترويجية بوضوح على هذا النحو، وأن تقدم المعلومات في الوقت المناسب، نوع الأدوات المالية واستراتيجيات الاستثمار المقدمة، وأماكن التنفيذ وجميع التكاليف والرسوم ذات الصلة، وهذا طبقاً لما ورد في الفقرتين الأولى والثانية من نص المادة (Article L533-12)².

كما تضيف الفقرة الثالثة من المادة نفسها بأنه يتم توفير المعلومات المذكورة في الفقرة الثانية بشكل يسمح للعملاء استيعاب طبيعة خدمة الاستثمار، والنوع المحدد للأداة المالية المقدمة بالإضافة إلى المخاطر المرتبطة بها، حتى يتمكن العملاء من اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة¹. ولم يتوقف المشرع الفرنسي عند هذا الحد من الضوابط والقيود، التي يجب أن يتقيد بها مقدمو خدمات الاستثمار وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة عند تقديم المعلومات للزبائن، وإنما هناك العديد من النصوص التي تتناول هذا الالتزام الواقع على عاتق هؤلاء الوسطاء، والتي يصعب التطرق إليها بكاملها، وهنا يكمن الفرق بين التشريع الفرنسي بخصوص

¹ - " Lorsqu'ils fournissent des services d'investissement et des services connexes à des clients, les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille agissent d'une manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des client".

² - " I. - Toutes les informations, y compris les communications à caractère promotionnel, adressées par un prestataire de services d'investissement autre qu'une société de gestion de portefeuille à des clients, notamment des clients potentiels, présentent un contenu exact, clair et non trompeur. Les communications à caractère promotionnel sont clairement identifiables en tant que telles.

II.-Les prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille communiquent en temps utile à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, des informations appropriées en ce qui concerne le prestataire de services d'investissement autre qu'une société de gestion de portefeuille et ses services, les instruments financiers et les stratégies d'investissement proposés, les lieux d'exécution et tous les coûts et frais liés...".

¹ - " ... III.-Les informations mentionnées au II sont fournies sous une forme compréhensible de manière à ce que les clients, notamment les clients potentiels, puissent raisonnablement comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause".

تنظيم نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية والتشريعات المقارنة، باعتباره من التشريعات السبّاقة إلى هذا التخصص المالي.

ويظهر التزام مقدمي خدمات الاستثمار بالإفصاح وإسداء النصح في السوق المالي الفرنسي، كذلك من خلال ما تفرضه لجنة عمليات البورصة من وجوب التقيد بالالتزام بالإفصاح بجميع المعلومات المتعلقة بالصفقة، فضلاً عن ذلك تم إنشاء قواعد مهنية في فرنسا من أجل تنظيم العمل المهني، وكذلك الإشراف الذاتي في البورصة ومن بين أهم المبادئ التي تستند إليها هذه القواعد هي أن يوفر الوسيط المعلومات الملائمة لحاجة العميل¹. كما أكّدت الأحكام القضائية الصادرة عن المحاكم الفرنسية في هذا الشأن عدة مبادئ ومن بينها ما يأتي²:

- لا تقوم مسؤولية الوسيط عن النصائح التي أسدى بها للعميل، حتى لو كذبها الواقع فيما بعد، طالما كانت مستندة إلى أسباب منطقية، ولم يثبت موضوعياً خطأ النصيحة في الوقت الذي أعطت فيه.

- إن العميل عندما يعطي أمراً للوسيط، فإنه يقبل كل المخاطر الاحتمالية التي يتعرض لها جميع المتعاملين في البورصة، والتي قد تذهب بنسبة كبيرة من رصيده ولا يمكن أن يلقي بتبعية هذه المخاطر على الوسيط.

ومن جانبه المشرع السعودي كذلك نص في المادة 40 من لائحة الأشخاص المرخص لهم على واجب الأمانة من طرف الوسيط في تصرفه مع العملاء، حيث يتوجب عليه التعامل معهم في جميع الأحوال بحسن نية ولمصلحة العميل الفرد، كما يلتزم مع العملاء بواجب الحرص والعناية والمهارة التي يمارسها في الظروف نفسها، أي شخص يملك الخبرة والمعرفة من شخص في مكانه¹.

¹ - ذكرى حسين، بشار هاشم، مرجع سابق، ص 257.

² - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 258، 259.

¹ - الملحق (5 - 4) المتعلق بواجبات الأمانة مع العملاء، من لائحة الأشخاص المرخص لهم، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية، بموجب القرار رقم 1- 83 - 2005 بتاريخ 2005/6/28م بناءً على نظام السوق المالية الصادرة بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 1442/6/2هـ، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 3-85 لسنة 2017 بتاريخ 2017/9/18، الموقع الإلكتروني لهيئة السوق المالية السعودية، مرجع سابق.

إذا فوفقاً لنص المادة وما ورد في ملحقتها، يمكن القول أن المشرع السعودي وضع للوسيط المالي مبدأً يتوجب عليه التقيد به في كل معاملاته، سواء في تبصير المتعاملين قبل إبرام الصفقات، أو أثناء تنفيذ أوامرهم وهو واجب الأمانة، وأن معيار الالتزام به هو معيار الرجل المهني الحريص.

أما إذا نظرنا في التشريع الجزائري وجدناه لا يختلف عن الأسلوب الذي أخذت به التشريعات المقارنة، حيث لم ينص صراحة على واجب الإفصاح تجاه العميل من أجل تبصيره قبل إبرام كل صفقة، ولكن يلزم الوسيط في عمليات البورصة وفقاً لما جاء في نص المادة 50 من النظام 01/15، بأن يتقيد في التعامل مع زبائنه وفق مبدأ الأمانة والشفافية، بمعنى عدم مخادعة وتغليب العملاء من خلال تقديم معلومات غير صحيحة ودفعهم لإبرام صفقات ولو كانت ضارة بهم، وبالمخالفة يمكن القول أن المشرع يلزم الوسيط بأن يقدم للعميل معلومات دقيقة وواضحة وبقدر ما يمكن توفيره من معلومات حول السوق والصفقة، وأن يقدمها للزبائن على حقيقتها، حتى يستطيع العميل أن يقرر بنفسه إن كان سيرم الصفقة أم يتخلى عنها على ضوء توجيهات الوسيط .

وأن يلتزم في ذلك الوسيط بالاحترافية لصالح الزبون، أي أن يبذل في ذلك عناية الرجل المهني الحريص، بالنظر لما يكتسبه من خبرة ودراية في مجال عمله. حيث تنص المادة المذكورة أعلاه بأنه: "يخضع الوسيط في عمليات البورصة أعوانه للالتزامات الآتية:

- التصرف بكل أمانة ونزاهة واحترافية لصالح الزبون. - معاملة كل الزبائن المعاملة نفسها.
- تقديم للزبائن معلومات دقيقة وواضحة وغير مضللة".

وعليه يمكن القول أنه وإن اختلفت التشريعات حول طريقة فرض هذا الالتزام بالنظر لأهميته، إلا أنها تتفق من حيث مضمون الالتزام الذي يتوجب على وسيط عمليات البورصة التقيد به، وأن يبذل في ذلك حرص الرجل المهني، من أجل حماية مصالح العملاء، والتي هي أساس استمرارية الأسواق المالية وضمن لمنع الأزمات الاقتصادية، وأنه متى التزم الوسيط بمبدأ الأمانة والثقة في معاملاته مع الزبائن، فإنه سيرحس حتماً على توعيتهم وتبصيرهم قبل أن يفكر في العمولة الممكن اغتنامها من الصفقات المبرمة.

ثالثاً: الالتزام بضمان سلامة العملية.

ذهبت بعض التشريعات من أجل الزيادة في الثقة والاطمئنان بين المتعاملين في بورصة الأوراق المالية إلى إلزام الوسطاء الماليين بضمان سلامة عمليات التداول التي يجرونها في السوق، ومن ذلك ما نصت عليه المادة 18 من قانون سوق رأس المال المصري، والتي جاء فيها بأنه: " ... وتضمن الشركة سلامة العملية التي تتم بواسطتها، وتبين اللائحة الأعمال التي يحظر على الشركة القيام بها". كما أكدت المادة 94 اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال على هذا الالتزام حيث نصت بأنه: " تضع البورصة نظم العمل والقواعد التي من شأنها ضمان سلامة عمليات التداول وحسن أداء البورصة لوظائفها".

غير أن بعض الفقه يرى بأنه من الصعب تحديد مضمون هذا الالتزام، بما يمكن أن نصفه بأنه مدلول جامع مانع، وأن لهذا الالتزام مدلولاً واسعاً شخصياً متعلقاً بالعميل المتعامل مع شركة السمسرة، وموضوعياً متعلقاً بالأوراق المالية محل الصفقة، ويدور التزام الشركة وضمانيها وجوداً وعدماً مع هذين المدلولين¹، فينبغي على الوسيط التحقق من شروط صحة التعاقد وعدم وجود غش، والتأكد من شخصية العميل وسند ملكيته للورقة المالية وصفته، وأن التعامل يتم على أوراق مالية جائز تداولها قانوناً، وأنها غير محجوزة أو مزيفة أو مستهلكة². وبالتالي يدخل ضمن أحكام سلامة العمليات التي يجريها الوسيط، ما أضافته المادة 261 بخصوص وجوب تأكد الشركة من مطابقة العمليات التي تجريها لأحكام القانون والقرارات المنفذة له، خاصة فيما يتعلق بشخصية العميل وسند ملكيته وصفته وأهليته للتصرف فيها، وأن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وعلى نحو خال من الغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية.

ومن دواعي السلامة كذلك الحظر الوارد في نص المادة 262 والمتعلق بمنع الشركة من تنفيذ أي أمر بيع أو شراء إلا بعد التأكد من وجود الورقة المالية محل الأمر في حيازة البائع أو مودعه باسمه في نظم الحفظ المركزي، والتحقق كذلك من قدرة المشتري على الوفاء بالثمن، وفي جميع الأحوال يعد الوسيط ضامناً في أمواله للوفاء بثمن الأوراق المالية محل الصفقة، متى تبين أن العميل لا يملك ثمنها.

¹ إبراهيم محمد شاكر، مرجع سابق، ص 88. كذلك الحمداني عمر ناطق، مرجع سابق، ص 182.

² فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 157.

وعليه يمكن القول بناءً على النصوص السابقة أن الالتزام بضمان سلامة العمليات المنجزة في السوق المالي من قبل الوسيط ، هو ضمان عام لصحة عمليات التداول التي يجريها الوسيط المالي لحساب الزبائن من كل ما يؤثر عليها، لأن كل الأفعال السابقة سواء الواجب القيام بها من قبل الوسيط أو المنهي، تهدف في الأساس إلى حسن تنفيذ أوامر العميل، وبالتالي فالالتزام بتنفيذ العملية الواقع على عاتق الوسيط والذي تم تناوله سابقاً يرتبط في الأصل بضمان سلامة العملية، أو أن كلاهما التزام واحد.

وبالمقارنة مع التشريع المصري لم ينص المشرع الأردني على الالتزام بضمان سلامة العمليات المنجزة من قبل الوسيط المالي بصريح العبارة، غير أن هناك العديد من النصوص التي تؤكد على ضرورة قيام الوسيط المالي ببعض الإجراءات السابقة الذكر، وهذا كله يصب في خدمة مصالح المدخرين بغرض تأمين عمليات التداول المنجزة لحسابهم، ومن ذلك ما نصت عليه المادة 63/ب من قانون الأوراق المالية رقم 18 لسنة 2017، والتي ورد ضمن أحكامها أن من واجبات الوسيط المالي عند إبرام أي صفقة لحساب الزبائن أن يصادق على صحة توقيعاتهم بعد التثبت من هوية العميل، أهليته للتعاقد ويعد مسؤولاً عن صحة تلك التوقيعات.

وقد أشارت إلى ذلك سابقاً المادة 53/ج من تعليمات الترخيص والاعتماد لسنة 2005، حيث بينت بأنه يتوجب على الشركة التثبت من هوية العميل، مقدرته المالية، أهليته للتعاقد سمعته، والتأكد من ملائمة عمليات الشراء أو البيع لأهداف العميل الاستثمارية التي تسعى الشركة لتحقيقها، وتضيف المادة 54/ب ضرورة المصادقة على توقيع الزبون وهذا بغرض التثبت من المعلومات الواردة في عقود التداول، كما أنها تحمل الوسيط المالي المسؤولية في حال ما إذا لم تكن التوقيعات صحيحة.

هذا في ما يخص العميل، أما بخصوص الأوراق المالية محل التداول فقد جاء في أحكام المادة 14 من التعليمات نفسها، عدم جواز بيع الأوراق المالية من قبل الوسيط المالي ما لم يتأكد من ملكيتها وبأنها غير محجوزة أو مرهونة مع عدم وجود قيد على نقل ملكيتها. ومع ذلك يجيز المشرع الأردني بيع الأوراق المالية المعلقة، حيث يتوجب على الوسيط إزالة أسباب التعليق في أجل أقصاه اليوم التالي ليوم التداول، وإلا يحل صندوق ضمان التسوية محل الوسيط لإتمام عملية شراء الأوراق المالية، ويتحمل الوسيط البائع جميع الأضرار التي تلحق بالمحال له في عقد التداول المعلق.

أما بالرجوع إلى التشريع الجزائري فلا نجد لهذا الالتزام أي أثر، لا في المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم ولا في النظام 01/15، ولا حتى في تعليمات لجنة البورصة؛ لأنه بناءً على ما ذهب إليه الفقه بخصوص مضمون الالتزام بضمان سلامة العملية الذي أشار إليه المشرع المصري في العديد من النصوص القانونية، من حيث التحقق من هوية العملاء وأهليتهم، إضافة إلى ملكية الأوراق المالية محل التداول وانعدام قيود عليها تدخل ضمن إجراءات تنفيذ الأوامر كما سبق التطرق إليها ضمن عمليات التداول.

فبالنسبة للتحقق من هوية العملاء وأهليتهم، فكل هذه الأمور تعد أساسية تدخل ضمن الالتزام بتنفيذ أوامر العميل، لأنه كما سبق الإشارة إليه بعد صدور الأمر من العميل إلى الوسيط، يتوجب على الأخير التأكد من مصدر الأمر وبعض البيانات الأخرى التي يجب أن يتضمنها الأمر على غرار الاسم، كمية الأوراق المالية ونوعها وغيرها من البيانات، كما رأيناه من قبل في التشريع الجزائري والتشريعات المقارنة، ثم مقارنة البيانات المتعلقة بالعميل مع ما ورد من معطيات ضمن اتفاقية فتح الحساب، حول هويته وهوية كل من يُخَوَّل له الزبون صلاحية إصدار الأوامر لحسابه، وهذا من أجل قبول إدخال الأوامر إلى نظام التداول الإلكتروني في البورصة، وإلا تم رفضها من قبل النظام الآلي.

أما بالنسبة للأوراق المالية، فمن بين أهم العمليات التي يتوجب على الوسيط القيام بها قبل تنفيذ الأوامر وإدخالها إلى نظام التداول الإلكتروني للسوق، هو أن يقوم بالتحقق من انعدام أية قيود على هذه الصكوك على مستوى جهة الإيداع المركزي، لأنه لا يجوز نقل ملكية تلك الصكوك ما لم يتم رفع القيود عليها، وهذا ما يعني عدم إمكانية تنفيذ الأوامر إذا كانت الصكوك عليها قيود معينة.

وعليه يمكن القول أن عدم التنصيص على هذا الالتزام من قبل المشرع الجزائري لا ينقص من واجبات الوسيط تجاه العملاء، لأن من آداب هذا النشاط السهر على حسن تنفيذ الصفقات لحساب الزبائن¹، كما أن الالتزام بضمان سلامة العملية ما هو إلا تحصيل حاصل لمجموعة من الالتزامات الأخرى، متى قام بها الوسيط المالي على أكمل وجه يكون قد ضمن تنفيذ أوامر الزبون بشكل صحيح، وبالتالي توقي بطلان الصفقة من قبل النظام الإلكتروني للسوق.

¹ - تنص المادة 43 من النظام 01/15، على أنه: " في إطار علاقتهم تجاه الزبائن وتنفيذاً للوكالة الممنوحة إياهم، على الوسطاء في عمليات البورصة الحرص على تنفيذ الأوامر في أحسن ظروف السوق..."

ومن جهته المشرع الفرنسي يؤكد في قواعد السلوك الحميدة، التي تحدد التزامات مقدمي خدمات الاستثمار في الأدوات المالية داخل الأسواق المنظمة، والمتعلقة بتحويل وتنفيذ أوامر البورصة، بأنه يتوجب على مقدم خدمة الاستثمار أن يزاوّل نشاط تلقّي وتحويل الأوامر على النحو الذي يرجح مصلحة العملاء ويضمن تنفيذ الأوامر في أحسن حال¹.

رابعاً: الامتناع عن ممارسة المحظورات.

بالإضافة إلى الالتزامات التي يتوجب على وسيط عمليات بورصة الأوراق المالية القيام بها، فإنه يحظر عليه القيام بالعديد من الأعمال، ويختلف الحظر في هذا الشأن من تشريع لآخر وهو قابل للتوسع ليشمل أفعال أخرى في التشريع نفسه، وقد يضيق لتخرج منه بعض الأفعال، بحيث لا يمكن حصر كل الأفعال المحظورة التي تناولتها التشريعات المقارنة، وعلى هذا سنكتفي بذكر بعض هذه الأفعال المحظورة فقط، والتي تعد جرائم في معظم التشريعات على أن يكون تفصيلها لاحقاً:

- يحظر على شركات الوساطة استغلال ثقة العملاء، والتي من صورها إبرام صفقات ظاهرها للعميل، وحقيقتها أنها لحساب الوسيط دون علم العميل بذلك².
- البيع الصوري أو المظهري أو التلاعب بالأسعار³؛ حيث يحظر على الوسيط تنفيذ أوامر العملاء من خلال إبرام عقود بيع صورية يقصد بها خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، ومن صور البيع المظهري قيام شخص ما ببيع أوراق مالية صورياً لأحد معارفه، ثم يقوم المشتري بإعادة بيع الورقة إلى ذات الشخص الذي سبق أن اشتراها منه، وذلك في اليوم نفسه وبسعر أكبر أو أقل حسب الاتفاق¹، كل ذلك لإيهام المتعاملين أن هناك تداول على تلك الأوراق المالية فيتهافتون على الشراء أو البيع حسب الأحوال، حيث تعد هذه الأفعال من أساليب الغش والخداع والتدليس.

¹ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 269.

² - إبراهيم محمد شاكر، مرجع سابق، ص ص 93، 94.

³ - المادة 321 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، مرجع سابق. وتقابلها المادة 56 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 18 لسنة 2017، مرجع سابق. وكذلك المادة 16/أ من تعليمات التداول الأردنية لسنة 2004، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق. وتقابلهم في التشريع الجزائري المادة 60 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم، مرجع سابق.

¹ - فاروق صابر الشبلي، مرجع سابق، ص 91.

- يحظر على الوسيط في عمليات البورصة استعمال أموال أحد الزبائن (سندات، نقود) إلا للوفاء بالتزاماته الشخصية¹.

- يحظر التعامل على معلومات امتيازية (داخلية أو غير معلنة)².

من خلال ما تم تناوله من التزامات يمكن القول أن علاقة الوسيط بعملائه أساسها الثقة والأمانة وعدم إساءة التصرف في أموال الزبائن إلا خدمة لمصالحهم، وبالتالي فالهدف من الالتزامات المفروضة على عاتق الوسطاء هو ضمان التنفيذ الحسن لأوامر العملاء، بما أن الأخير لا يمكنه التداول على الأوراق المالية في السوق إلا من خلال الوسطاء المعتمدين لذلك، ولهذا تسعى التشريعات المقارنة لضمان الحماية للمدخرين من تلاعب الوسطاء بما يضمن تحقيق أهدافهم الاستثمارية وتعظيم مصالحهم.

¹ - المادة 3/18 من النظام 01/15، مرجع سابق. وتقابلها المادة 18 من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية الأردنية لسنة 2005، مرجع سابق. وتقابلهم المادة 251 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، مرجع سابق.

² - المادتان 244 و 322 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، مرجع سابق. وتقابلها سابقاً المادة 17/أ من تعليمات التداول الأردنية لسنة 2004، مرجع سابق. أما في التشريع الجزائري فقد تم التطرق لهذا الحظر في المادة 60 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم، مرجع سابق.

المبحث الثاني: حقوق الوسيط في بورصة الأوراق المالية.

بعد ما تم التعرض في المبحث الأول من هذا الفصل إلى أن نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية، يرتب على عاتق الوسيط المالي جملة من الالتزامات، سواء في مواجهة شركة إدارة وتسيير البورصة ولجنة تنظيم ومراقبة السوق، أو تجاه العملاء المستثمرين. فإنه في مقابل ذلك الكم الهائل من الالتزامات، يُمكنه من بعض الحقوق تعدد التزامات على عاتق هيئة السوق من جهة (مزاولة الوسيط لهذا النشاط كحق امتيازي لا يخول لغيره)، نظير التزامه بقواعد السوق وخدمته، ومن جهة أخرى التزامات على عاتق العملاء (حق الحصول على العمولة وضمانات التنفيذ) لقاء ما يقدمه لهم من خدمات مالية، وهذا ما سيتم توضيحه ضمن هذا المبحث.

المطلب الأول: الحق الامتيازي لوسيط بورصة الأوراق المالية.

تمت الإشارة فيما سبق إلى أن التعامل على الأوراق المالية في البورصة يعد من بين أهم الخصائص المميزة لنشاط الوسطاء الماليين، نظراً لقصر هذا النشاط على الفئة الأخيرة دون غيرها من فئات السماسرة والتجار الآخرين، ومن جهة أخرى يعد حقاً من حقوق الوسطاء الماليين يمكنهم من احتكار التوسط في كل المعاملات الواردة على الأوراق المالية والاستئثار بها، كما لا يسمح لمالكي الأوراق المالية كذلك أن يعقدوا صفقات في السوق دون المرور على وسيط مالي معتمد من قبل إدارة البورصة. وبالتالي يمكن وصفه بأنه امتياز لشركات الوساطة دون غيرها من الأشخاص الطبيعية والمعنوية الأخرى، نظير استيفائها لجملة من المتطلبات والشروط التي اقتضتها هذه المهنة وفقاً لما تم التطرق إليه في الباب الأول من هذه الدراسة.

فيما يرى البعض بأنه ليس امتيازاً أو احتكاراً، وإنما الضرورة تتطلب بأن لا يمارس هذا النشاط إلا المختصون في السوق؛ وذلك يرجع لحساسية السلعة محل التعامل في هذا السوق ومدى خطورتها في التداول، فهي دقيقة من ناحية تحديد سعرها بالضبط، وخطرة لصعوبة إدراك ما قد يلحق بها نتيجة أي خطأ محتمل¹، ويبرر اشتراط تدخل الوسطاء في بيع وشراء الأوراق المالية بأمور، منها²:

¹ - مبارك بن سليمان محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 432.

² - المرجع نفسه، ص 431.

- حماية المستثمرين من استغلال المضاربين المحترفين، وذلك بجعل التعامل يتم عن طريق أشخاص تتوفر لديهم الملاءة والخبرة في أعمال البورصة، كما تتوفر لديهم ما يسمى بأخلاقيات المهنة، بالإضافة إلى التخصص والعلم بأصول سوق الأوراق المالية.

- أن ذلك يشكل ضماناً لحسن سير سوق الأوراق المالية وحمايته، وتوحيد القواعد السائدة فيه.

والواقع أنه حتى وإن كانت الضرورة هي التي تطلبت منع ممارسة هذا النشاط إلا من قبل الوسطاء الماليين حماية للسوق، فإنه بالنتيجة أصبح هذا النشاط حقاً استثنائياً محتكراً من قبل الوسطاء دون غيرهم، ولا يسمح حتى لأصحاب الشأن (بائع، مشتري) التعامل فيما بينهم دون اللجوء إلى الوسطاء، وقد تكفلت تشريعات الأسواق المالية بضمان حماية هذا الحق، وهذا ما نستشفه باستقراء ما ورد من أحكام تضمن حماية هذا الحق في التشريعات المقارنة. وعليه سوف يقسم هذا المطلب إلى فرعين يتناول الفرع الأول نطاق هذا الحق الامتيازي، فيما يتضمن الفرع الثاني ضمان الحماية لهذا الحق الامتيازي.

الفرع الأول: نطاق الحق الامتيازي.

شهدت البورصات الفرنسية صدور قوانين عديدة حول تنظيمها وبيان أحكام تداول الأوراق المالية فيها، بتدخل من الوسيط من عدمه، فقبل صدور قانون التجارة الفرنسي لعام 1807 كان يجب تدخل الوسيط في تداول الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة، أما بعد صدور التقنين التجاري السالف الذكر، اقتصر تدخل الوسيط في شراء وبيع الأوراق المالية المقيدة بالبورصة فقط¹، أما بعد مجيء قانون 29 يوليو 1961 أوجب تدخل وسطاء الأوراق المالية في بيع تلك الأوراق في البورصات سواء كانت هذه الأوراق مقيدة أم غير مقيدة بالبورصة²، على أن تكون ممارسة ذلك النشاط حكراً على الوسطاء الماليين دون غيرهم وهذا وفقاً لنص المادة 76 من

¹ - عبد الله الطائي، مرجع سابق، ص ص 169، 170.

² - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 213.

القانون التجاري¹، وكذلك المادة 7 من قانون "ventôse" رقم 28 للسنة التاسعة المنظم لعضوية البورصات التجارية ومؤسسات سمسرة الأوراق المالية².

كما أكد قانون بورصات الأوراق المالية الفرنسي الصادر في 22 يناير 1988، على وجوب تداول الأوراق المالية بواسطة شركات البورصة بشرط أن تكون هذه الأوراق مقيدة بالبورصة³، وبذلك عاد المشرع - بشأن تحديد نطاق الاحتكار - إلى الحالة التي كانت قائمة قبل صدور قانون 1961 وقصره على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة، أما الأوراق غير المقيدة بالبورصة والتي يتم قيدها في كشوف الصفقات خارج الجداول الرسمية فلا تحتكر شركات البورصة التوسط بشأنها.

واستثناءً على ذلك وطبقاً للائحة مجلس بورصات الأوراق المالية في فرنسا يجوز لمؤسسات الائتمان وصندوق الودائع والأمانات أن تقوم بأعمال الوساطة بدلاً من شركات البورصة في الإتجار بالسندات المقيدة بالبورصة⁴.

وحرصاً من المشرع الفرنسي على عدم تحول كميات كبيرة من الصكوك من السوق، فإنه مد إحتكار شركات البورصة إلى الحوالات المباشرة التي تتم بين بائع ومشتري يعرف كل منهما الآخر من دون الحاجة إلى البحث عن طرف آخر لإتمام الصفقة عن طريق البورصة، وقد نصت المادة الأولى من قانون بورصة الأوراق المالية الفرنسي الصادر في 22 يناير 1988، وفي فقرتها الثالثة على أن: "شركات البورصة هي المختصة وحدها بإتمام الحوالات المباشرة وغير المباشرة للأوراق المالية"⁵، وفيما يتعلق بالأوراق المقيدة فإن المشرع الفرنسي أورد عدة

¹ - " Attendu que de telles négociations rentrent dans les fonctions de l'agent de change; qu'elles n'appartiennent qu'à lui seul, en vertu d'un droit exclusif, aux termes de l'article 76 du Code de Commerce...", Badon Pascal, le Monopole des agents de change et l'article 76 du code de commerce, Gallica - bibliotheque nationale de France, 8^e année, 1894, p7.

² - "... que l'article 7 de la loi du 28 ventôse an IX, organique des Bourses de commerce et de l'institution des agents de change, et le même article 76 ne donnent pareillement qu'à eux seuls le droit de constater le cours du change et celui des effets publics ; qu'ainsi, sous ces deux premiers rapports, l'arrêt attaqué a justement regardé comme établi que les demandeurs s'étaient immiscés dans les attributions des agents de change", Ibid, P7.

³ - " Les sociétés de bourse sont seules chargées de la négociation des valeurs mobilières admises aux négociation par le conseil des bourses de valeur ...", article 1 de la Loi n°88-70 du 22 janvier 1988, op.cit.

⁴ - ريزان حسن مولود، مرجع سابق، ص 71. كذلك كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 213.

⁵ - " Les personnes visées au premier alinéa du présent article sont seules chargées des cessions directes ou indirectes de valeurs mobilières ...", article 1/3 de la Loi n°88-70, op.cit. .

استثناءات بمقتضاها لا يطبق الاحتكار على الحالات الآتية¹: حوالة الأوراق المالية التي تتم بين شخصين طبيعيين، حوالة الأوراق المالية التي تتم بين شركتين عندما تحوز إحدهما 20 بالمائة على الأقل من رأس مال الأخرى، حوالة الأوراق المالية بين شركات التأمين التي تنتمي إلى مجموعة شركات واحدة، الحوالات المدرجة ضمن اتفاق لا يأخذ صورة البيع، وتكون الحوالة أحد العناصر الأساسية لهذا الاتفاق، الحوالات التي تتم بين هيئات التقاعد أو المعاشات والأشخاص المعنوية التي تتولى إدارة أموالها.

وبعد صدور قانون تحديث الأنشطة المالية رقم 597 لسنة 1996، والذي تم تنظيمه فيما بعد ضمن أحكام التقنين النقدي والمالي رقم 1223 لسنة 2000 الصادرة رقم 14 ديسمبر 2000، والذي حظر بموجبه المشرع الفرنسي تقديم خدمات الاستثمار كحرفة معتادة على أي شخص آخر، بخلاف الشركات التي خولها القانون الفرنسي بأن تكون وسيطاً في مجال تقديم خدمات الاستثمار، والمتعلقة بالمعاملات على الأوراق المالية وفقاً لما سبق ذكره، وهذا تطبيقاً لنص المادة 21 من القانون رقم 597²، واستثناءً على هذا المبدأ أجاز المشرع الفرنسي للأشخاص الطبيعيين أو الأشخاص المعنوية الأعضاء في سوق منظمة للأدوات المالية، والمرخص لهم من قبل مجلس الأوراق المالية مزولة عمليات محدودة ومؤقتة، وليست بصفة منتظمة ومعتادة، وفي مجال تنفيذ الأوامر لحساب الغير والتداول والاتجار لحساب الغير حصراً³، ويعد ذلك حكماً استثنائياً على احتكار مؤدي خدمات الاستثمار (شركات الوساطة) في التعامل بالأدوات المالية في القانون الفرنسي، وأن الجهات المنوط بها تأدية خدمات الاستثمار كما سبق ذكره، هي أساساً مشروعات الاستثمار، ومؤسسات الائتمان (البنوك) التي تحصل على موافقة الجهات المختصة⁴.

¹ - " ... à l'exception des cessions effectuées entre deux personnes physiques, de celles effectuées entre deux sociétés lorsque l'une d'elles possède au moins 20 p. 100 du capital de l'autre, de celles qui, incluses dans une convention autre qu'une vente pure et simple, en constituent un élément nécessaire, de celles effectuées entre une personne morale autre qu'une société et une société lorsque la personne morale possède au moins 20 p. 100 du capital de la société, de celles effectuées entre sociétés d'assurances appartenant au même groupe et de celles effectuées entre personnes morales et organismes de retraite ou de prévoyance dont elles assurent la gestion", article 1/3 de la Loi n°88-70, op.cit.

² - "... Il est interdit à toute personne autre qu'un prestataire de services d'investissement de fournir à des tiers des services d'investissement, à titre de profession habituelle", Art. 21 de la LOI no 96-597 du 2 juillet 1996, op.cit.

³ - عبد الله الطائي، مرجع سابق، ص 171.

⁴ - كريم عبد الباسط مولود، ص 215.

أما المشرع المصري فقد قصر الوساطة في الأوراق المالية على الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية فقط، حيث نصت المادة 27 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، بأنه: " تسري أحكام هذا الباب على جميع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ويقصد بها الشركات التي تباشر نشاطاً من الأنشطة التالية:

أ- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.

ب- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.

ج- رأس المال المخاطر.

د- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

هـ- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.

و- السمسرة في الأوراق المالية".

فيما أضافت المادة 28 من القانون نفسه بأنه لا يجوز مزاولة الأنشطة المنصوص عليها في المادة السابقة إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من الهيئة والقيد بالسجل المعد لديها لهذا الغرض.

وبهذا يمكن القول أن المشرع المصري قد قصر حق التعامل على الأوراق المالية في البورصة على الشركات المقيدة من قبل هيئة سوق المال، والمرخص لها بممارسة هذا النشاط دون غيرها.

غير أن لفظ (التعامل) الذي أورده المشرع المصري أحدث خلافاً فقهياً، لأنه جاء عاماً ولم يحدد المقصود منه، وعلى هذا الأساس ذهب بعض الفقه إلى تفسير المقصود بـ (التعامل) تفسيراً ضيقاً، ويقول بأن التعامل الإجباري على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة من خلال شركة الوساطة مقصور على عمليات البيع والشراء فقط، أي نقل ملكية الأوراق المالية بمقابل، وبالتالي تخرج عمليات إنتقال الملكية للورقة المالية عن طريق الإرث والتبرع والرهن وتقديم الورقة المالية كحصة في إحدى الشركات، من احتكار الوساطة¹.

ويستند هذا الرأي إلى أن التفسير الواسع لاصطلاح (التعامل)، بحيث يشمل أنواع التصرفات التي ترد على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة، سواء كانت هذه التصرفات بعوض

¹ - كريم عبد الباسط مولود، ص 210.

أم بغير عوض، لا يتفق مع الهدف الذي من أجله أوجب المشرع المصري توسط شركات الوساطة في التعامل على الأوراق المالية وهو حماية للمدخرين والسوق المالي ذاته، أما في حالة التبرع مثلاً فأى حماية تتحقق إذا تدخلت شركات الوساطة، إذا كان لا يوجد مقابل أصلاً، كذلك في حالة انتقال الورقة بطريق الإرث¹.

بينما ذهب رأي آخر إلى أن لفظ (التعامل) قد ورد بصورة مطلقة، وبالتالي فإن جميع المعاملات على الأوراق المالية المقيدة في البورصة المصرية تخضع لاحتكار الوسطاء الماليين، وبذلك تشتمل هذه التعاملات على حالات: الهبة، الوصية والمناقلة عن طريق الإرث وهذا منعاً لأي تلاعب قد يلجأ إليه بعض المضاربين، على غرار البيع في صورة هبة للتهرب من تدخل الوسطاء الماليين².

الملاحظ أن الرأي الأول هو الأقرب إلى الصواب، كون المشرع المصري يهدف من وراء قصر التعامل على الأوراق المالية في البورصة إلى تنظيمها، وهو ما يحقق ويضمن الحماية للمدخرين والسوق المالي في حد ذاته، هذا بالإضافة إلى أن شركات الوساطة المالية وفي إطار تقديمها للخدمات المالية للزبائن، وسهرها على حسن خدمتهم وتحقيقهم لمكاسب مالية، فهي كذلك تسعى لتحقيق الربح كونها شركات تجارية وليست هيئات تطوعية، ولهذا فلا يعقل أن تتدخل هذه الشركات في عمليات التبرع والمناقلة عن طريق الإرث، كما أنه لا توجد ضمن قانون رأس المال المصري ولا ضمن لائحته التنفيذية، أحكام تبين الإجراءات التي يفترض أن تقوم بها شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية إن كان لها دور في إتمام عمليات التبرع ونقل الملكية بطريق الإرث أو الوصية.

إذا فوفقاً للأحكام السابقة والمتعلقة بخضوع التعامل على الأوراق المالية في البورصة المصرية من بيع وشراء، وانتقال الملكية مقابل ثمن لاحتكار الوسطاء الماليين ووجوب تدخلهم لاتمام التعاملات، يدل على أن المشرع أخرج من نطاق هذا الاحتكار الممنوح للوسطاء، الأوراق المالية غير المقيدة في البورصة، ويمكن أن نستشف ذلك من خلال ما نصت عليه المادة 18 من قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 والتي جاء فيها بأنه: "... يكون التعامل

¹ - كريم عبد الباسط مولود، ص 211.

² - المرجع نفسه، ص ص 210، 211.

في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً...".

حيث أن نص المادة يوضح بأن احتكار التعامل في البورصة من قبل الوسطاء الماليين يشمل فقط الأوراق المالية المقيدة في جداول أسعارها، وهو ما أكدت عليه لاحقاً المادة 17 من قانون التجارة المصري لسنة 1999 والتي جاء فيها بأنه: " لا يجوز التعامل في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الصكوك المدرجة بجداول أسعارها إلا بواسطة سمسار مقبول للعمل بها وإلا كان التعامل باطلاً".

وتجدر الإشارة بصدد عمليات التداول التي تتم على الأوراق المالية غير المقيدة في البورصة، أن المشرع المصري لا يشترط إلا إخطار البورصة فقط بشأنها، من قبل كل من البائع والمشتري أو كلاهما، بطريقة واضحة، وهذا تطبيقاً لأحكام المادة 17 من قانون رأس المال والتي تنص بأنه: "...ويتم الإعلان في البورصة عن عمليات الأوراق المالية غير المقيدة، وذلك وفقاً للقواعد التي يصدر بتنظيمها قرار من مجلس إدارة الهيئة".

ومن جهته المشرع الأردني كذلك لم يحد عن القاعدة السابق ذكرها، وهي حصر حق الوساطة في تداول الأوراق المالية في البورصة من قبل الوسطاء المخولين بذلك فقط، حيث تنص المادة 3 من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، بأنه: "يحظر على أي شخص اعتباري ممارسة عمل أو أكثر من الأعمال التالية إلا بعد الحصول على ترخيص من المجلس: 1- الوساطة المالية: أ- الوسيط المالي، ب- الوسيط لحسابه...". وهذا تطبيقاً لأحكام قانون الأوراق المالية الأردني سواء الملغى أو الحالي رقم 17 لسنة 2018، والذي تنص المادة 3 منه بأنه: " يحظر على أي شخص اعتباري ممارسة عمل أو أكثر من أعمال الخدمات المالية المبينة أدناه إلا بعد الحصول على ترخيص من المجلس: 1- الوسيط المالي. 2- الوسيط لحسابه...".

وكما هو الحال في التشريعين الفرنسي والمصري بخصوص نطاق الاحتكار بالنسبة للتعاملات الواردة على الأوراق المالية، والتي تتم في السوق المالي من قبل الوسيط، حيث استثنى المشرع الأردني من نطاق هذا الاحتكار الحالات التالية¹:

¹ - علي فوزي الموسوي، مرجع سابق، ص 154.

- 1- عمليات البنوك المركزية لحماية الأوراق المالية الحكومية أو المكفولة من الدولة.
- 2 - عمليات تداول الأوراق المالية الأردنية في مرحلة الاكتتاب الأولي بما في ذلك الاكتتاب العام عند زيادة رأس المال من قبل الشركات المساهمة) أو الإصدار الأولي للسندات الحكومية أو المكفولة من الدولة).
- 3- عمليات تداول الأوراق المالية التي تتم ما بين الزوجين وما بين الأقارب لغاية الدرجة الثالثة.
- 4- عمليات التحويل التي تتم خارج حدود المملكة.
- 5- عمليات التحويل الإرثي.
- 6- أية عمليات أخرى ترى اللجنة استثناءها من التداول داخل القاعة وفقاً للحالات التي تراها مناسبة.

غير أنه وفي غياب تنصيص صريح في تشريعات الأسواق المالية الأردنية، للدلالة على أن احتكار التعامل من قبل الوسطاء الماليين في البورصة يكون على الأوراق المالية المقيدة في السوق دون غيرها، يمكن أن نستشف ذلك من الفقرة 9 من المادة الثانية من القانون نفسه والتي ورد ضمن أحكامها بأن بيع وشراء الأوراق المالية يكون من خلال السوق المالي فقط. وفي السياق نفسه جاءت الفقرة الثانية من المادة 12 من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها لسنة 2005، فيما تضيف الفقرة الثامنة من المادة الثانية من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها لسنة 2017، بأن التداول هو بيع وشراء الأوراق المالية في السوق.

إذا فبناءً على النصوص آنفة الذكر، يتبين أن المشرع الأردني حظر على الأشخاص غير المرخصين من قبل الجهات المعنية القيام بأي تعاملات تتعلق بالأوراق المالية داخل بورصة الأوراق المالية، وهذا ما يعزز الحق في احتكار وسطاء السوق المالي الأردني لتلك التعاملات، دون غيرهم من الأشخاص الآخرين.

ومن جانبه المشرع الجزائري كذلك أكد على قاعدة احتكار وسطاء البورصة للتعاملات الواردة على الأوراق المالية داخل السوق، وهذا ما نستشفه من أحكام المادة 4 والتي جاء فيها بأنه: " يقوم بالمفاوضات والمعاملات داخل البورصة وسطاء في عمليات البورصة"، وكذلك المادة 5 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 .

غير أن المادة الأخيرة أضافت شرطاً آخر، حيث حصرت حق الاحتكار في الأوراق المالية المقيدة في جداول أسعار السوق دون غيرها، مما يعني أن الأوراق المالية غير المقيدة في البورصة تخرج من نطاق الاحتكار، إذ يمكن تداولها دون حاجة إلى وسيط مالي، حيث نصت بأنه: " لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيماً منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة".

إذ يفهم من هذين النصين أن نطاق الاحتكار في التشريع الجزائري من حيث الأشخاص مقصور على الوسطاء الماليين دون غيرهم، أما من حيث قيد الأوراق المالية فيشتمل على الأوراق المالية المقيدة في جداول أسعار السوق دون غيرها، في حين لم يشر المشرع إلى وجود أي استثناء على حق الاحتكار بالنسبة للتعاملات الواردة على الأوراق المالية داخل السوق، وكون المشرع لم يورد أي نصوص تشريعية أو تنظيمية، تؤكد تدخل الوسطاء الماليين في عمليات نقل القيم المنقولة داخل السوق عن طريق الهبة أو الإرث أو الوصية، فهذا يعني أن عمليات نقل ملكية القيم المنقولة في مثل هذه الحالات تخرج من نطاق حق الاحتكار.

الملاحظ أيضاً أن معظم تشريعات الأسواق المالية الحديثة، تقصر حق احتكار التعامل بالأوراق المالية المقيدة في البورصات، على الوسطاء الماليين المرخصيين من قبلها فقط، ومن ذلك المشرع الكويتي، وهذا وفقاً لأحكام المادة 4 من المرسوم المتعلق بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 1983، والتي جاء فيها بأنه: "يجب أن يتم تداول الأوراق المالية المقيدة في السوق، والمقبول التعامل فيها، وفقاً للشروط والقواعد التي تقرها لجنة السوق، ويجب أن يتم التداول داخل قاعة السوق وبواسطة أحد الوسطاء المقيدين لديه وإذا أجريت بعض المعاملات على هذه الأوراق خارج قاعة السوق فيجب أن يتم ذلك وفقاً للضوابط والمعايير المحددة من قبل لجنة السوق، وفي جميع الأحوال يتحتم تسجيل كافة المعاملات التي تجري على هذه الأوراق عند انتقال ملكيتها في سجلات السوق..."¹، وكذلك المادة الأولى من مرسوم إدراج الوسطاء ومعاونيهم في سوق الكويت للأوراق المالية²، وكذلك المادة 31 من اللائحة التنفيذية لسوق الكويت للأوراق المالي³.

¹ - الموقع الإلكتروني: <http://law-library.syriaforums.net> تاريخ الزيارة 2020/4/7.

² - كمال عبد الجواد الشافعي، مرجع سابق، ص 183.

³ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 212.

وفي المملكة العربية السعودية كذلك يعد نشاط التعامل على الأوراق المالية في البورصة حق محتكر لصالح الوسطاء الماليين دون غيرهم. حيث تنص القواعد التنفيذية لتنظيم عمليات تداول أسهم الشركات على أنه: (يقتصر أداء خدمات بيع وشراء أسهم الشركات المساهمة على البنوك المرخص لها بذلك، وتقوم تلك البنوك بدور الوسيط لصالح عملائها مباشرة، ويحظر إجراء أي تداول للأسهم بدون وساطتها)¹. كما نصت بأنه: (على الشركة المساهمة عدم إجراء عمليات تسجيل ونقل ملكية الشهادات، ما لم يكن البنك وسيطاً فيها..)².

الفرع الثاني: حماية حق الاحتكار (الامتياز).

ضماناً لحق الوسطاء الماليين في احتكار التعامل على الأوراق المالية في البورصة، فقد أقرت التشريعات المقارنة الحماية اللازمة لهذا الحق، حيث يتضح ذلك في التشريع المصري من نص المادة 18 من قانون رأس المال سائلة الذكر، والتي تقضي ببطان التعامل الوارد على الأوراق المالية المقيدة في السوق متى تم من قبل أشخاص غير مرخصين، كما نصت المادة 63 من القانون نفسه على عقوبات جزائية لكل من يباشر نشاطاً من الأنشطة الخاضعة لأحكام هذا القانون دون أن يكون مرخصاً له بذلك، وتتمثل هذه العقوبات في الحبس لمدة لا تزيد عن خمس سنوات، وغرامة لا تقل عن خمسة آلاف جنيه ولا تزيد على مائة ألف جنيه، أو بإحدى العقوبتين، مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد منصوص عليها في قانون آخر.

أما في التشريع الفرنسي فإن كل من قام بالتوسط بالمخالفة للاحتكار المقرر لشركات تقديم خدمات الاستثمار يعاقب بغرامة تساوي ضعف قيمة الصكوك محل الصفقة المخالفة، كما قد تسلط عليه عقوبة خيانة الأمانة³.

في حين لم يتضمن قانون الأوراق المالية الأردني نصاً صريحاً يتعلق بالجزاءات التي تترتب في حال التعدي على حق شركات الوساطة المالية في احتكار التعامل على الأوراق المالية في البورصة، والشيء نفسه بالنسبة للتعليمات والأنظمة الصادرة لتنفيذ القانون السابق، ما عدا العقوبات العامة الواردة في نص المادة 107 والتي تقضي بمعاينة كل من يخالف أحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه، بغرامة لا تزيد مائة ألف

¹ - مبارك بن سليمان محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 429.

² - المرجع نفسه، ص 430.

³ - عاشور عبد الجواد، مرجع سابق، ص 56. كذلك كريم عبد الباسط، مرجع سابق، ص 218.

(100000) دينار، بالإضافة إلى غرامة لا تقل عن ضعف الربح الذي حققه، أو ضعف الخسارة التي تجنبها على أن لا تزيد عن خمسة أضعاف ذلك الربح أو الخسارة، مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد ورد النص عليها في أي تشريع آخر.

أما المشرع الجزائري فقد كفل حماية مدنية للوسيط في إحتكار هذا النشاط تتمثل في غرامة مالية بالإضافة إلى الحق في طلب إلغاء المعاملات المنجزة على القيم المنقولة، أما الحماية الجنائية فتتمثل في العقوبة الواردة في المادة 58 من الأمر 10/93، والتي تقضي بأنه: "يتعرض كل من يجري مفاوضات تخالف أحكام المادة 5 أعلاه لعقوبات سوء الائتمان المنصوص عليها في قانون العقوبات وبغرامة تساوي ضعف قيمة السندات المعنية بالمخالفة". بالإضافة إلى العقوبات الواردة في المواد من 376 إلى 379 والمتعلقة بخيانة الأمانة من الأمر رقم 156/66 المتضمن قانون العقوبات الجزائري.

يتضح مما تقدم بأنه لا خلاف بين الشريعات المقارنة في أن التعامل على الأوراق المالية المقيدة في جداول أسعار البورصات هو من احتكار الوسطاء الماليين، ولهذا رأينا سابقاً بأنه لا يسمح بممارسة أي نشاط من الأنشطة المرتبطة بالأوراق المالية في البورصة ما لم يتحصل الوسيط المالي على ترخيص بطبيعة الحال، وهذا بهدف ضبط وتنظيم السوق المالي ككل وليس نشاط الوساطة فقط، مع الإشارة إلى اختلاف مضمون الأنشطة محل الاحتكار والمرخص بها للوسطاء الماليين – تم دراستها ضمن تصنيف الوسطاء الماليين من حيث النشاط – من تشريع لآخر، وأن نشاط تداول الأوراق المالية باعتباره النشاط الرئيسي فإن احتكاره يعد مشتركاً بين التشريعات المقارنة.

كما أن حماية حق احتكار الوسيط للأنشطة الواردة على الأوراق المالية يضمن الحماية للبورصة، وذلك بفضل تقليص درجة التلاعب من خلال توسيع عمليات الرقابة على السوق المالي، وأن اختلاف التشريعات المقارنة من حيث طبيعة الحماية والعقوبات المسلطة على كل من يتعدى على حق الاحتكار في ممارسة أنشطة الوساطة على الأوراق المالية، يرجع إلى تقدير كل تشريع لدرجة خطورة ذلك الاعتداء، ولهذا رأينا أن بعض التشريعات لم تقر عقوبات خاصة له، فيما رتبت تشريعات أخرى عقوبات قاسية في حالة المساس بهذا الحق، على غرار

عقوبة خيانة الأمانة، وهو ما رأيناه من جانب المشرعين الفرنسي والجزائري، وهي عقوبات في محلها حماية للاقتصاد بصفة عامة من أي تجاوزات قد يترتب عليها أزمات مالية.

المطلب الثاني: الحق في الحصول على العمولة وضمانات التنفيذ.

مقابل الحقوق والضمانات المكفولة للعملاء، سواء في تشريعات الأسواق المالية أو في عقود الوساطة المالية، والمترتبة على عاتق الوسطاء، فإن عقود الوساطة باعتبارها عقود تجارية وعقود معاوضة، تخول كذلك للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية العديد من الحقوق في مواجهة العملاء، نظير الخدمات المقدمة لهم، بالإضافة إلى ما تضمنه القواعد العامة، وبذلك يمكن تقسيم هذه الحقوق إلى قسمين يتم تناولها ضمن فرعين، حيث يتناول الفرع الأول الحق في العمولة أو مقابل الخدمة، فيما يعالج الفرع الثاني الحق في الحصول على ضمانات التنفيذ.

الفرع الأول: الحق في مقابل الخدمة.

تمثل العمولة المقابل النقدي الذي يستحقه الوسيط المالي عن الخدمات التي قدمها للعميل، ويتم تحديدها إما بنص يتضمنه القانون أو لوائح وتعليمات سوق الأوراق المالية، أو يترك تحديدها للاتفاق المبرم بين العميل والوسيط، وإن كان من شأن تحديد العمولة بالاتفاق أن يؤدي إلى إطلاق الحرية للوسطاء في فرض مبالغ مغالٍ فيها للعمولات، خصوصاً في ظل مبدأ احتكار حق الوساطة في سوق الأوراق المالية بالوسطاء المسجلين، الأمر الذي حتم على بعض التشريعات المقارنة التدخل في تحديد العمولة التي يستحقها وسيط الأوراق المالية، فيما تركت تشريعات أخرى حرية تحديدها لأطراف العقد. وعليه فما موقف المشرع الجزائري من تحديد أو عدم تحديد هذه العمولة بالنظر للتشريعات المقارنة، وهل كان صائباً في سياسته التشريعية؟

إن الأصل في تحديد العمولة في التشريع المصري وفقاً للقواعد العامة، يتم بالاتفاق بين العميل والوسيط المالي، ويخضع لتقدير القاضي طبقاً لنص المادة 709 فقرة 2 من القانون المدني، ومع ذلك حرص المشرع على التدخل بطريقة آمرة في تحديد العمولة المستحقة لسمسار الأوراق المالية نظير قيامه بتنفيذ أوامر العملاء. وقد تكفلت المواد (10،11،12) من القرار الوزاري رقم 46 لسنة 1958 باللائحة الداخلية لبورصات الأوراق المالية من تحديد هذه

العمولة، والتي تختلف بحسب طبيعة الأوراق المالية محل التداول، وجاء في المادة 12 من هذا القرار بأنه لا يجوز خفض العمولة لأي شخص، وهذا بغرض تفادي حدوث تخفيضات من جانب بعض الوسطاء لاجتذاب عملاء آخرين، مما قد ينعكس بالضرر على السماسرة الصغار والمهنة عموماً¹.

كما تبين المادة 193 من قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999 كيفية تحديد أجرة السمسار، حيث نصت بأنه: "إذا لم يعين أجر السمسار في القانون أو في الاتفاق وجب تعيينه وفقاً لما يقضي به العرف، فإذا لم يوجد عرف قدره القاضي تبعاً لما بذله السمسار من جهد وما استغرقه من وقت في القيام بالعمل المكلف به".

فيما ذهبت المادة 256 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 إلى أنه: "تلتزم الشركة بإبرام عقد فتح حساب مع كل عميل من عملائها يتضمن طبيعة التعامل بينهما وجميع التزامات وحقوق الطرفين بما يتفق مع أحكام القانون وهذه اللائحة، وذلك على وثائق تعدها الشركة لهذا الغرض، وفقاً للنموذج المرفق بهذا القرار على أن يتضمن العقد المشار إليه إلى البيانات الواردة في المادة (229) ما يأتي: ... 5- تحديد عمولة الشركة عن الخدمات التي تؤديها ...".

وفي السياق ذاته نصت المادة 2/167 من اللائحة نفسها ، بأنه يجب أن يتضمن عقد تكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية بصفة خاصة على مقابل الإدارة، الذي يتقاضاه الوسيط المالي كمدير للمحفظة، باعتبار أن نشاط تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية من أهم النشاطات التي يقوم بها الوسطاء الماليين لحساب العملاء، حيث ضمن هذا النشاط لا يقوم الوسيط بالبيع والشراء بناءً على أوامر تصدر إليه من العملاء كما رأينا سابقاً، وإنما يتكفل بتكوين حافظة العميل بدءاً من عدم، ويتولى البيع والشراء (التداول) لصالح تلك المحفظة وفقاً لما يعظم مصالح العميل مالك المحفظة، ودون أن ينتظر الوسيط أوامر من العميل.

وعليه فإنه متى قامت الشركة بتنفيذ الأوامر الصادرة إليها وفقاً لما طلبه العميل، جاز لها الحصول على عمولة في مقابل العمليات التي أنجزتها، بمعنى أن حق الشركة في الحصول على العمولة مرهون بتنفيذها أوامر الزبائن، وأن تحديد تلك العمولة متوقف على اتفاق الوسيط

¹ - إبراهيم محمد شاكر، مرجع سابق، ص 120.

مع الزيون المدخر وفقاً للقانون، وعلى هذا الأساس تنص المادة 24 من القانون رقم 95 المذكور أعلاه بأنه: "يصدر الوزير بناءً على اقتراح من مجلس إدارة الهيئة قراراً بنظام عمولات السمسرة والحدود القصوى لمقابل خدمات العمليات التي تتم في البورصات.

كما يحدد رسوم قيد الأوراق المالية بالبورصة على ألا يتجاوز رسم القيد في جدول البورصة خمسين ألف جنيه سنوياً عن كل إصدار".

وتطبيقاً لذلك أصدر وزير الاقتصاد القرار رقم 478 لسنة 1994¹، حيث تنص مادته الأولى بأنه: "تكون عمولات السمسرة في الأوراق المالية التي تتقاضاها شركات السمسرة وفقاً لما يلي: يتم الاتفاق بين شركة السمسرة وعملائها على العمولة التي تتقاضاها عن العمليات التي تقوم بها في العملية الواحدة التي لا تتجاوز قيمتها عشرة آلاف جنيه مصري أو ما يعادلها من العملات الأجنبية، ويكون الحد الأقصى للعمولة خمسة من ألف من القيمة بالنسبة للأسهم وإثنين في الألف بالنسبة للأوراق المالية الأخرى. وفي جميع الأحوال يكون الحد الأدنى للعمولة جنيهاً للعملية الواحدة، وتعتبر العملية الواحدة في تطبيق الأحكام المتقدمة متى تمت على أسهم شركة واحدة أو ورقة مالية تصدرها جهة واحدة، أما إذا كانت قيمة العملية الواحدة تتجاوز العشرة آلاف جنيه أو ما يعادلها فيكون مبلغ العمولة خاضعاً للاتفاق الذي يتم بين شركة الوساطة وعملائها". وهذا بناءً على الاقتراح المقدم ضمن قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للسوق المصري رقم 10 لسنة 1994 بشأن تحديد مقابل الخدمات عن العمليات التي تتم في البورصة وعمولات السمسرة ورسوم قيد الأوراق المالية.

إذ من خلال نص المادة يظهر أن المشرع المصري لم يكتف بإلزام شركة الوساطة بتحديد مبلغ العمولة فقط، حتى يكون العميل على بينة من أمره في اتفاقية فتح الحساب بين الطرفين، وإنما حدد لها نسبة معينة من العمولة لا يجوز لها أن تتجاوزها في صفقات معينة، وهي الصفقات الصغيرة، وترك لها حرية التفاوض مع عملائها في الصفقات الكبيرة².

¹ - القرار رقم 478 لسنة 1994، الصادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال، المتضمن نظام عمولات السمسرة والحدود القصوى لمقابل الخدمات العمليات التي تتم في البورصات الوقائع المصرية، العدد 228، الصادرة بتاريخ 10 أكتوبر لسنة 1994.

² - عمر ناطق يحيى الحمداني، مرجع سابق، ص 215.

هذا بالإضافة إلى أن القرار يهدف كذلك إلى وضع حل توفيقى، عندما حدد الحد الأقصى لمبلغ العمولة في الصفقات الصغيرة نسبياً، والذي يدخل في نطاق رغبة المشرع في حماية صغار المستثمرين الذين لا يملكون قدرات تفاوضية تمكنهم من تقدير تكاليف عملية الوساطة في الصفقة، بالرغم من أن الأصل في تحديد مبلغ العمولة يعود إلى اتفاق العميل مع الشركة¹. في حين كبار المستثمرين عندما يدخلون السوق ويستثمرون فيها، لديهم قدرات تفاوضية كبيرة، والتي تتصل بالمبالغ الضخمة التي ينوون استثمارها في السوق، مما يشكل ميزة نسبية لديهم، وتدفع شركات الوساطة إلى الفوز في المنافسة بالوساطة في هذا النوع من الصفقات مقابل تخفيض مبالغ العمولة، وبذلك يتم حماية صغار المستثمرين من أن يكونوا فريسة سهلة لاستغلال شركات الوساطة². وعليه ففي هذه الحالة تتحقق حماية المستثمر والمنافسة بين شركات الوساطة في الوقت نفسه، ولكن في حالة دخول المستثمرين الصغار إلى السوق، والاستثمار بمبلغ يقل عن عشرة آلاف جنيه فإن هذا لا يشكل دافعاً لوجود التنافس بين شركات الوساطة (السمسرة)، لذا يتدخل المشرع لتحديد العمولة بغية حمايتهم من الاستغلال³.

ثم فيما بعد عدلت المادة الأخيرة بموجب القرار رقم 506 لسنة 2000 حيث أصبحت كالآتي: "يتم الاتفاق بين شركة السمسرة وعملائها على العمولة التي يتقاضاها عن العمليات التي تقوم بها على ألا يقل الحد الأدنى للعمولة عن جنيهين للعملية الواحدة، وتعتبر واحدة في تطبيق أحكام الفقرة السابقة متى تمت على أسهم شركة واحدة أو ورقة مالية تصدرها جهة معينة"⁴. وتبعاً لهذا التعديل أصبحت العمولة تتحدد وفقاً لاتفاق الشركة مع العميل على ألا يقل الحد الأدنى للعمولة عن جنيهين للعملية الواحدة، وهذا تماشياً مع الاتجاهات الدولية الحديثة في البورصات العالمية، التي هجرت نظام تحديد العمولة بموجب القانون وتركت ذلك للاتفاق الخاص بين الشركة والعميل⁵ من حيث حدها الأقصى، دون النزول عن الحد الأدنى الذي يشترطه المشرع.

¹ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 224.

² - ريزان حسن مولود، مرجع سابق، ص 73.

³ - المرجع نفسه، ص 74.

⁴ - إبراهيم محمد شاكر، مرجع سابق، ص 122.

⁵ - محمد حسن عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 214. كذلك إبراهيم محمد شاكر، مرجع سابق، ص 122.

ولعل من نافلة القول أن الوسيط يستحق كامل العمولة المقررة له عند إنجاز الصفقة التي كلف بها، وبالمقابل لا يستحق هذه العمولة في حال فشله في إتمام الصفقة، إلا إذا كان الفشل لأسباب لا علاقة له بها كتعنت أو تعسف العميل أو رفضه تنفيذ الالتزامات الناشئة عن العقد، فهنا يستحق الوسيط الحصول على تعويض عادل وفقاً للقواعد العامة في المسؤولية العقدية¹، يحكمه القضاء يعوضه عن ما بدله من جهد²، وهذا ما نستشفه كذلك من نص المادة 194 من القانون التجاري والتي جاء فيها بأنه: "1- لا يستحق السمسار أجره إلا إذا أدت وساطته إلى إبرام العقد، وإذا لم يتم إبرام العقد بسبب تعنت من فوضه جاز للمحكمة أن تعوض السمسار عما بدله من جهد. 2- ويستحق السمسار الأجر بمجرد إبرام العقد ولو لم ينفذ كله أو بعضه...". والجدير بالذكر أن التعويض العادل غالباً ما يكون مساوياً للعمولة التي كان السمسار يستحقها لو لا تعنت العميل³.

أما في فرنسا فإنه في بداية الأمر كانت عمولة الوساطة تحدد بقرار وزير الإقتصاد والمالية طبقاً لنص المادة 38 من مرسوم 7 أكتوبر 1890، حيث أن العمولة كانت تحدد بنسبة 6.5 في الألف للأسهم و5 في الألف للسندات، إلى أن ألغي هذا النص بموجب مرسوم 17 مارس 1988⁴، هذا الأخير الذي ترك مسألة تحديد العمولة إلى حرية المنافسة بين شركات البورصة، وذلك في إطار توحيد القواعد المتبعة في بورصة باريس مع الأسواق الدولية الأخرى، ومن أجل التوازن بين مقدار العمولة وحجم الصفقة المتداولة فرضت الرقابة على هذه الحرية⁵. ويقوم حالياً مقدمو خدمات الاستثمار بدور شركات البورصة وفقاً لقانون 597/96 والمرسوم 880/96، وفي ظل هذا القانون لم يتم تحديد عمولة مقدمي خدمات الاستثمار، وعليه تكون قيمة العمولة غير محددة ويتم الاتفاق عليها بين العملاء ومقدمي خدمات الاستثمار⁶.

¹ - فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 161.

² - محمد حسن عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 220.

³ - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

⁴ - ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص 198.

⁵ - ريزان حسن مولود، مرجع سابق، ص 75.

⁶ - ريمة بلجودي، مرجع سابق، ص 198.

في حين إذا نظرنا في التشريع الأردني وجدناه قد أورد في المادة 12 من قانون الأوراق المالية رقم 17 لسنة 2018 بأنه: "يتولى المجلس جميع الصلاحيات اللازمة لتحقيق أهداف الهيئة وفقاً لأحكام هذا القانون وتنفيذ المهام والصلاحيات المقررة له بمقتضى أحكامه بما في ذلك ما يلي: ... ك- تحدد العمولات التي تتقاضاها شركة الخدمات المالية أو المرخص له من عملائهم بحدودها الدنيا والعليا".

فمن خلال نص المادة يفهم أن المشرع الأردني قد أوكل مجلس هيئة الأوراق المالية بتحديد الحدود العليا والدنيا للعمولات التي تتقاضاها الشركات المرخص لها بتقديم الخدمات المالية في سوق الأوراق المالية الأردني.

كما نصت المادة 55 من تعليمات الترخيص والاعتماد لسنة 2005 بأنه: " أ- على الشركة أن تبين مسبقاً لعميلها وقبل التعاقد معه كافة الخدمات التي تقدمها والعمولات والنفقات التي سيتكبدها من جراء تعامله معها.

ب- يجوز للمستشار المالي ومدير الاستثمار تحديد العمولة على أساس قيمة محفظة عميله، أو على أساس حجم أو قيمة العمليات التي قام بها لصالح العميل، أو نسبة من الأرباح المتحققة أو أي أسلوب آخر، شريطة موافقة العميل الخطية على ذلك".

حيث يفهم من نص المادة أنها تلزم كل مرخص له بالخدمات المالية في سوق الأوراق المالية (الوسطاء مهما كان نشاطهم)، بأن يبينوا لعملائهم العمولات والنفقات المالية التي سيتكبدها نظير الخدمات المقدمة لهم مسبقاً، كما قدمت المادة بعض الأسس على سبيل المثال يمكن للوسطاء على أساسها تقدير قيمة العمولة، أو إيجاد صيغ أخرى لتقديرها شرط الموافقة الخطية من قبل العملاء. هذا مع الالتزام بالحدود الدنيا والحدود العليا التي نصت عليها المادة 12/ك السالفة الذكر والتي تكفل مجلس مفوضي الهيئة بتحديدتها.

وفي السياق نفسه جاءت المادة 5 من تعليمات تداول الأوراق المالية لسنة 2004 المعدلة، حيث تضيف بأنه يتوجب على الوسيط أن يُضْمِنَ الاتفاقية التي يبرمها مع عميله كل المعلومات والشروط التي تحددها الأنظمة والتعليمات المعمول بها وبالخصوص بيان العمولات التي سيتقاضها الوسيط مقابل خدماته أو الإشارة إلى وثيقة منفصلة تبين هذه العمولات شريطة أن تكون هذه العمولات ضمن الحدود المسموح بها. وعليه يمكن القول أن المشرع الأردني ترك

حرية تحديد قيمة العمولة لاتفاق شركة الوساطة المالية والعميل، دون تجاوز الحدود الدنيا والعليا المسموح بها قانوناً.

فيما أصدر مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية التعميم رقم 38 الصادر بموجب القرار المنعقد في 15/7/1999م والذي حدد بموجبه الحدود الدنيا والعليا للعمليات التي يتقاضاها الوسطاء الماليين في بورصة الأوراق المالية الأردنية¹، وهذا تطبيقاً لنص المادة 12/ك من قانون الأوراق المالية والتي خولت للمجلس هذه الصلاحية. حيث جاءت الحدود كالتالي²:

- بالنسبة لعمليات تداول الأسهم يكون الحد الأدنى (0.004) أربعة دنانير لكل ألف دينار، والحد الأعلى (0.006) ستة دنانير لكل ألف دينار.

بالنسبة لعمليات تداول سندات القرض يكون الحد الأدنى (0.0003) ثلاثون قرشاً لكل ألف دينار، والحد الأعلى (0.0008) ثمانون قرشاً لكل ألف دينار.

- بالنسبة لعمليات تداول الوحدات الاستثمارية لصناديق الاستثمار، يكون الحد الأدنى (0.0006) ستون قرشاً لكل ألف دينار، والحد الأعلى (0.0008) ثمانون قرشاً لكل ألف دينار.

ثم أصدر مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية التعميم رقم (6)، في جلسته المنعقدة بتاريخ 12/11/2003 والذي عدل عمولات شركات الوساطة المالية لقاء تداول الأسهم، حيث أجازت للوسيط أن يتقاضى عمولة تقل عن الحد الأدنى المذكور سابقاً وهي (0.004) 4 دينار لكل ألف دينار، وذلك عن العمليات التي تتم على بيع وشراء الأوراق المالية التي تزيد عن (1000.000) مائة ألف دينار، شريطة تنفيذ العملية لشراء أو بيع ورقة مالية واحدة في يوم واحد للعميل الواحد، على أن لا تقل العمولة بأي حال من الأحوال عن (0.002) دينارين لكل ألف³.

¹ - فاروق صابر شلبي، مرجع سابق، ص 95.

² - سيرسة ممدوح سسروقة، مرجع سابق، ص 119.

³ - فاروق صابر شلبي، مرجع سابق، ص 95.

وبغرض الزيادة في ضمان حماية المستثمرين عدَّ القانون الأردني العمليات التي تؤثر سلباً على المنافسة في السوق من خلال التلاعب بنسب العملات وببديل الخدمات من قبل المرخص له (ويشمل شركات الوساطة) بالمخالفة لأحكام هذا القانون¹.

إن موقف القانون الأردني في مسألة تحديد مبلغ العمولة نابع من كون تحديد العمولة تحكمه اعتبارات عدة أهمها ترك بعض المجال لحرية المنافسة بين الشركات والمبالغ المستثمرة في السوق والتضخم النقدي، وكل هذه المعايير عرضة للتغيير بسرعة كبيرة، وأن ترك المسألة لمجلس مفوضي الهيئة يحقق مرونة يستطيع المجلس من خلالها تقدير الأوضاع واتخاذ القرار الذي يتناسب مع وضع السوق².

أما إذا نظرنا في المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري، بما في ذلك القوانين المعدلة له، فلا نجد أي إشارة للمقابل النقدي الذي يفترض أن يتقاضاه وسطاء عمليات بورصة القيم، مما يفهم أن المشرع الجزائري قد ترك حرية الاتفاق في ذلك إلى الوسيط المالي وعميله، وهو ما يتضح من خلال نص المادة 37 من النظام 01/15 والتي جاء فيها بأنه: "يتقاضى الوسطاء في عمليات البورصة بعنوان العمليات والخدمات المقدمة للزبائن، عمولات تعلق تعريفاتها داخل محلات الوسطاء، أو المتفق عليها تعاقدياً مع الزبائن".

حيث باستقراء نص المادة الأخيرة يمكن القول أن النظام 01/15 قد أعطى مطلق الحرية للوسطاء في عمليات البورصة في تحديد العمولات التي يرونها مناسبة وكافية، نظير الخدمات المالية التي يقدمونها للزبائن داخل البورصة، شرط أن تعلق قائمة تبين نسبة العمولة المحددة لكل خدمة حتى يطلع عليها العملاء ضماناً للشفافية لا غير، وهذا ما نصت عليه سابقاً المادة 1/3 من النظام 05/97 المتعلق باتفاقية فتح الحساب، والتي جاء فيها بأنه: "خلال تحرير اتفاقية فتح الحساب، يقوم الوسيط في عمليات البورصة بتسليم إلى الزبون جدول العمولات التي ستوفر له مقابل الخدمات التقنيّة".

¹ - حيث نصت المادة 56 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 17 لسنة 2018، مرجع سابق؛ بأنه: "يعتبر مخالفة لأحكام القانون قيام المرخص له أو المعتمد ... بالتأثير سلباً على المنافسة وذلك بالتلاعب بنسب العملات أو ببديل الخدمات التي يتقاضها أي منها من العملاء أو الحد من الخدمات المقدمة سواء كان ذلك بشكل منفرد أو بالتواطؤ مع الغير".

² - ريزان حسن مولود، مرجع سابق، ص 74.

ومن جهة أخرى تبين الفقرة الثانية من المادة نفسها¹، أنه يجب على الوسيط أن يُضْمَنَ في اتفاقية فتح الحساب كافة التغييرات التي يمكن أن تؤثر على تغير العمولة لاحقاً والذي يحتم على العميل إشعار الزبون حينها في المدة المتفق عليها².

كما يمكنه أن يتقاضى عمولة من غير تلك النسب الواردة في التعريفات المعلقة في المحل، وهذا وفقاً للعبارة " أو المتفق عليها تعاقدياً مع الزبائن"، مما يفهم أن التعريفات المعلقة في المحل لا معنى لها باعتبار أنه يمكن أن يتقاضى الوسيط عمولات أخرى يخضع تقدير نسبها لاتفاق الطرفين، في غياب حدود تشريعية دنيا وحدود عليا لنسب تلك العمولات، والتي على أساسها يمكن للجنة البورصة مراقبة تلك التعريفات، وإلزام الوسيط بعدم الخروج عن تلك الحدود حتى ولو بالاتفاق مع الزبائن.

وهنا تجدر الإشارة أنه بالنسبة للزبائن ذوي الخبرة في الاستثمار في السوق فإنهم بطبيعة الحال سيتفاوضون مع الوسيط في تلك النسب التي يحددها لهم الوسيط، حتى ولو كانت معلقة في المحل. أما بالنسبة للزبائن الجدد والذين لم يسبق لهم الادخار في السوق، فإن هناك فرضيتين؛ فقد يسلمون بتلك العمولات التي يجدونها معلقة عند الوسيط المالي ولا يتفاوضون معه بشأنها، من باب عدم إمكانيتهم تقدير القيم الحقيقية لتلك الخدمات، وهناك من الزبائن من لا يقبلون بتلك النسب، ويتفاوضون مع الوسيط حول مقدار العمولة حتى وإن كانوا لا يدركون قيمة العمولة الحقيقية للخدمة المقدمة.

هذا وإلى جانب العمولة يلتزم العميل بدفع المصاريف التي ينفقها الوسيط في سبيل تنفيذ أمره طبقاً لنص المادة 8 من التعلية 03/03، ومن بين هذه المصاريف الأتاوى التي يدفعها

¹ نصت المادة 2/3 بأنه: " توضح الاتفاقية كافة التغييرات التي تمس بالعمولات بانها تؤدي إلى إشعار الزبون في مدة تطبيقها المتفق عليه من قبل الأطراف والمسجلة في الاتفاق".

² يتم الاتفاق حول المدة التي يجب فيها على الوسيط إشعار الزبون بأي تغيير قد يطرأ على مقدار العمولة في اتفاقية فتح الحساب، وقد بين نموذج هذه الاتفاقية تلك المدة والتي تقدر بسبعة أيام، طبقاً لما ورد في المادة 8 من التعلية رقم 03/03، مرجع سابق، والتي نصت على ما يلي:

article 8 : rémunération du teneur de compte-conservateur prestataire

Les services fournis par le teneur de compteconservateur prestataire au titulaire seront facturés selon le barème joint en annexe de la présente convention.

Toute modification de ce barème devra être portée à la connaissance du titulaire sept (07) jours calendaires avant sa prise d'effet.

Le titulaire accepte les termes de ces conditions tarifaires et s'engage à supporter les commissions et frais qui seront applicables. instruction CoSoB n° 03-03 du 21 décembre 2003 relative au modèle de convention d'ouverture de compte conclue entre les teneurs de compteconservateurs habilités et leurs clients.

الوسيط لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة والتي تحصلها كعمولات عن العمليات المنجزة في البورصة، وقد حددت نسبها بموجب النظام رقم 03/09، حيث تقدر العمولة التي تحصل على العمليات المنجزة على سندات رأس المال بـ0.15 بالآلف من مبلغ العملية، و0.10 بالآلف من مبلغ العملية بالنسبة للعمليات المنجزة على سندات الدين، على أن تدفع من المشتري ومن بائع السندات المتداولة في البورصة عن طريق الوسطاء الماليين، دون أن يقل مبلغ العمولة عن 10 دنانير أو يتجاوز 100.000 دينار¹.

وفي الأخير يمكن القول أن نص المادة 37 لا يصب في مصلحة الزبائن الجدد، بسبب انعدام الخبرة لديهم وعدم قدرتهم على تحديد قيمة العمولة، كما لا يخدم صغار المستثمرين بصفة عامة وشركات الوساطة الصغيرة كذلك. ولهذا يفضل تدخل المشرع لوضع الحدود الدنيا والعليا لنسب العمولات التي يتقاضها الوسطاء في عمليات البورصة حماية للعملاء وشركات الوساطة ذاتها، وكذلك لتمكين اللجنة من فرض رقابتها وإلزام الوسطاء بعدم الخروج عن تلك التعريفات المتعلقة في المحلات عندما تكون لها حدود.

وخلافا لما اتجهه المشرع الجزائري رغم حداثة البورصة، حيث لم يلجأ إلى تحديد العمولة ولو لمرحلة أولية كما فعلت بعض التشريعات الحديثة، والتي من بينها المشرع الفرنسي وكذلك المشرع الكويتي، هذا الأخير الذي اكتفى بالتنصيص على العمولة فقط دون تحديد لا حد أدنى ولا حد أقصى، حيث ورد في المادة 1-4 من اللائحة التنفيذية المتعلقة بأخلاقيات العمل في سوق المال، الصادرة بموجب قرار هيئة أسواق المال رقم 72 لسنة 2015 بأنه يلتزم الشخص المرخص له بإبرام اتفاقية مع العميل قبل البدء في تقديم خدماته، لذلك يجب أن تشمل هذه الاتفاقية على الأخص شروط تقديم الخدمة والالتزامات المتبادلة بين أطراف الاتفاقية، ومن بين الالتزامات المتبادلة تلك المتعلقة بالأتعاب والمصاريف التي يتوجب على العميل أن يدفعها للوسيط لقاء الحصول على خدماته، كما يتوجب أن تبين الاتفاقية طريقة احتسابها.

في حين كان سابقاً يحدد العمولة في سوق الكويت للأوراق المالية بموجب التعليمات الملغاة، حيث كانت العمولة تحدد بمقدار دينار وربع عن كل ألف دينار من قيمة الصفقة

¹ - المادة الثانية من النظام 03/09، مرجع سابق.

ولغاية خمسين ألف دينار، ودينار واحد عن كل ألف دينار يزيد عن خمسين ألف دينار كويتي¹.

فيما لا تزال العديد من التشريعات العربية الحديثة تعتمد أسلوب تحديد عمولة شركات الوساطة المالية على غرار التشريع السعودي، حيث نجده ينص في المادة 6/أ/8 من نظام سوق الأوراق المالية السعودية ما يفيد بأنه خول مجلس إدارة السوق إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق بما في ذلك تحديد المقابل والعمولات التي يتقاضها الوسطاء لقاء الخدمات التي يقدمونها.

وعليه يفهم من نص المادة أنه يهدف إلى اعتماد نظام تحديد عمولات الوسطاء الماليين في سوق الأوراق المالية. غير أنه بالرجوع إلى أحكام المادة 46 من لائحة الأشخاص المرخص لهم في مزولة خدمات الأوراق المالية في البورصة نجدها تنص بأنه: "يجب على الشخص المرخص له قبل تقديم أي خدمات أن يفصح لعملائه بشكل كامل عن الأتعاب والعمولات التي يتقاضاها".

إذا فمن خلال النصين السابقين يظهر بأن المشرع السعودي سلك طريق المشرعين المصري والأردني، بلجوئه لتحديد عمولة شركات الوساطة، وهذا بالنظر لنص المادة 23 السالفة الذكر، والتي أوكلت مجلس إدارة هيئة الأسواق المالية السعودية، باعتباره مخول بتنظيم هذه الأسواق، مهمة تحديد المقابل والعمولات التي يتقاضها الوسطاء لقاء الخدمات التي يقدمونها. وبذلك يكون الوسطاء الماليون ملزمين عند إفصاحهم للعملاء عن الأتعاب والعمولات التي يتقاضونها، بأن تكون ضمن الحدود التي يفترض أن تحدد من قبل مجلس إدارة هيئة الأسواق المالية وفقاً لنص المادة 23 السابقة.

وتبعاً لذلك فقد حدد مقدار العمولة التي يتقاضها الوسطاء في سوق الأوراق المالية السعودية بنسبة مئوية من قيمة الأسهم، وذلك بحسب قيمة الصفقة، حيث تقدر النسبة بخمسة بالألف إذا كانت قيمة الصفقة من واحد إلى 10.000 ريال، وإثنان ونصف (2.5) ريال بالألف عندما تكون الصفقة من 10.001 إلى 100.000 ريال، وواحد ونصف (1.5) بالألف عندما تكون الصفقة من 100.001 إلى 500.000 ريال، وواحد بالألف في الصفقات التي تزيد قيمتها عن

¹ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، هامش الصفحة 225.

500.000 ريال، كما حدد للعمولة حد أدنى قدره 25 ريال عن كل صفقة¹، وهذه العمولة يدفعها البائع، ويدفعها المشتري أيضاً.

كما اعتمد التشريع الإماراتي كذلك أسلوب تحديد العمولة للوسطاء الماليين في سوق أبوظبي للأوراق المالية، حيث ورد في المادة 21 من نظام الوساطة بأنه: "1- تستحق شركة الوساطة عمولتها ممن وسطها في إبرام العقد، وتستوفى عمولة إجمالية عن كل صفقة تم تنفيذها وفقاً للنسب المحددة في الأنظمة الصادرة عن الهيئة. 2- لشركة الوساطة تخفيض قيمة العمولة التي تتقاضاها عن كل صفقة تم تنفيذها"².

في حين بينت المادة 7 مكرر من نظام التداول والمقاصة والتسويات³ نسب عمولات التداول التي يتقاضها الوسطاء الماليين، حيث جاء فيها بأنه: "1- تستوفى عمولة إجمالية مقدارها 0.00275 من قيمة كل صفقة تم تنفيذها في السوق ويجري توزيع هذه العمولة كما يلي:

أ- الهيئة 0.0005، ب- الوسيط 0.00125، ج- السوق 0.0005، د- المقاصة 0.0005 وفي كل الأحوال يجب ألا تقل عمولة التداول المحصلة عن 65 درهماً، تكون حصة الوسيط منها 30 درهماً والسوق 20 درهماً و5 دراهم للمقاصة، وللوسيط تخفيض قيمة العمولة التي يتقاضها عن كل صفقة تم تنفيذها، على أن يتم تسجيل العمولة التي يتقاضها فعلاً في سجل خاص بذلك، وتضمينها في كشف حساب العميل أو تحرير إيصال مستقل للعميل بها.

2- تستحق عمولة التداول عن كل عملية تداول تم تنفيذها في السوق".

الملاحظ أن المشرع الإماراتي كذلك حدد نسبة العمولة، حيث نص على القيمة الإجمالية للعمولة والتي تستوفى من قيمة كل صفقة يتم تنفيذها في السوق، على أن تكون حصة الوسيط منها 30 درهماً، وبذلك يكون قد وضع حداً أعلى للعمولات لا يمكن تجاوزه، وبالمقابل أجاز

¹ - مبارك بن سليمان آل سليمان، مرجع سابق، ص ص 427، 428.

² - قرار مجلس إدارة هيئة الأسواق المالية الإماراتية رقم (27) لسنة 2014 الصادر بتاريخ 2014/06/25م، الخاص بنظام الوساطة في الأوراق المالية، الموقع الإلكتروني للهيئة، مرجع سابق.

³ - قرار مجلس إدارة هيئة الأسواق المالية الإماراتية رقم (2) لسنة 2001 الصادر بتاريخ 2001/02/11م، الخاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية، المرجع نفسه.

للسيط المالي تخفيض قيمة الحصة التي يتقاضاها، من العمولة الإجمالية عن الحد الذي بينته المادة، وهذا ما يعني عدم اعتماد حد أدنى للعمولة خلافاً لما أخذ به المشرع المصري.

ومن التشريعات التي عملت على تحديد عمولة شركات الوساطة، نجد كذلك التشريع القطري والذي أسند هذه المهمة لمجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية، حيث نصت المادة رقم 28 من قرار الهيئة رقم (5) لسنة 2019 على أنه: " تحدد الهيئة الرسوم والعمولات التي تتقاضاها الشركة عن الخدمات التي تقدمها"¹، وهو النص نفسه الذي تناولته المادة رقم 24 من قرار الهيئة الملغى رقم (5) المؤرخ في لسنة 2009².

أما عن نسب العمولات والرسوم التي تفرضها سوق الدوحة للأوراق المالية، فقد كان سابقاً يحددها القرار الوزاري رقم (10) لسنة 1999، حيث نصت المادة 46 منه على أنه : " تتقاضى شركات الوساطة عمولة تمثل نسبة من حجم الصفقة المبرمة نظير قيامها بالتوسط بين أطراف الصفقة (البائع والمشتري) حسب تعريفه يتم تحديدها من قبل اللجنة"، فيما بينت المادة 47 مقدار العمولة حيث جاء فيها بأنه: " تحتسب العمولة المقررة لشركة الوساطة عن إجمالي الأوامر المنفذة للبائع وللمشتري بنسبة (0.004) أربعة في الألف، بحد أدنى 30 ريالاً من طرف البائع و30 ريالاً من المشتري"، وتضيف المادة 48 مقدار العمولة حسب نوع النشاط حيث: " تتقاضى شركات الوساطة عمولة عن الوساطة في بيع وتسويق إصدارات الأوراق المالية الجديدة، وتتراوح عمولة شركة الوساطة نظير عملية البيع والتسويق من 0.5% (نصف في المائة) إلى 1.5% (واحد ونصف في المائة) من القيمة الإسمية للأوراق المالية المعروضة للاكتتاب، وذلك بناءً على اتفاق بين شركة الوساطة والشركة المصدرة للأوراق المالية".

إذا فعمولة الوساطة الثابتة حددت بشكل أولي بـ 0.4 بالألف، وكانت حصة سوق الدوحة للأوراق المالية من تلك العمولة 30% قبل عام 2006، وابتداءً من أول أكتوبر 2006

¹ - قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم(5) المؤرخ في 2 ماي 2019، المتضمن إصدار نظام الخدمات المالية، الجريدة الرسمية لإمارة قطر، العدد 12، الصادرة بتاريخ 19 جوان 2019.

² - قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم(5) المؤرخ في 2009، المتضمن إصدار نظام الخدمات المالية الملغى، الجريدة الرسمية لإمارة قطر رقم 6 ، الصادرة بتاريخ 25 جوان 2009.

خففت عمولة الوساطة من 4 بالألف إلى 2.75 بالألف، فيما خففت حصة السوق من تلك العمولة من 30% إلى 20%¹.

إذا من خلال ما سبق ذكره عن عمولة شركات الوساطة في مختلف الأسواق المالية، يمكن أن نميز بين نوعين من السياسة التشريعية حول كيفية تحديد العمولة بصفة عامة، حيث نجد أن التشريعات ذات الخبرة على غرار المشرع الفرنسي، ترك مسألة تحديد العمولة لحرية الاتفاق بين الوسيط المالي وزبائنه، مما يجعل المنافسة على أشدها في الأسواق المالية الفرنسية، ولا يخشى فيها على شركات الوساطة في تلك الأسواق، إذ أن جميعها تتمتع بقدرات تنافسية عالية، ولا مجال للحديث فيها عن شركات صغيرة وأخرى كبيرة، ونتيجة لذلك تكون المنافسة بين الشركات في أعلى مستوياتها، مما ينجر عنها انخفاض قيمة العمولات وهو ما يخدم مصلحة المستثمرين، ويكون للسوق قدرة واسعة على جلب المدخرات.

في حين بالنسبة للأسواق الحديثة فمعظمها لجأت إلى تحديد نسبة العمولة، وإن كانت طريقة التحديد تختلف من تشريع لآخر، إذ أن البعض منها يضع حداً أعلى وحداً أدنى للعمولة، وهناك من التشريعات من وضعت حداً أقصى للعمولة واستغنت عن الحد الأدنى، وبالتالي أجازت للوسطاء تخفيض نسب العمولة، وهذا ما لا يخدم شركات الوساطة الصغيرة والمستثمرين وفقاً لما سبق ذكره.

كما أن هناك تشريعات حديثة كذلك تركت مسألة تحديد العمولة لحرية الاتفاق بين طرفي عقد الوساطة، على غرار المشرع الجزائري، وهو ما يتناقض مع ما أخذت به التشريعات المقارنة حديثة النشأة، وبالتالي فإن هذا التوجه لا يخدم مصلحة شركات الوساطة الصغيرة والمستثمرين على حد سواء، فمن خلال هذا الوضع يمكن أن تسيطر شركات الوساطة الكبرى على السوق، بفرض عمولات مخفضة جداً لإزاحة الشركات المنافسة الصغيرة، فيخلو لها السوق لتتفرد فيما بعد بالمستثمرين، وتتحكم في تحديد نسبة العمولة بالنظر لعدم خبرة العملاء، وهو ما يؤثر على مصلحة السوق بصفة عامة.

¹ - رتاب سالم فرحان الخوري وآخرون، سياسات الترخيص لمؤسسات الوساطة المالية في سوق الدوحة للأوراق المالية، دراسة مقدمة إلى هيئة قطر للأوراق المالية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة قطر، أبريل 2008، ص 23.

وعليه يمكن القول أن المشرع الجزائري غير صائب في توجهه هذا، حيث كان من الأفضل له الاقتداء بالتشريعات المقارنة حديثة النشأة والتدخل في تحديد نسبة العمولة من خلال وضع حدين للعمولة، حد أعلى وحد أدنى وهذا كمرحلة أولية حتى يصبح السوق جاهزاً لتحرير العمولات، كما فعل المشرع الفرنسي في بداية نشاط أسواقه المالية بغرض جلب العملاء، ومن جهة أخرى ضمان استمرارية شركات الوساطة الحديثة. إذ أن تحديد الحد الأدنى للعمولة مثلاً من شأنه أن يمكن السوق من تقادي فرض شركات الوساطة الكبرى عمولات أقل من الكلفة الحدية، وتلجأ لتعويض تلك الخسائر من خدمات أخرى. إضافة إلى كون البورصة الجزائرية حديثة النشأة فإن المتعاملين فيها بحاجة للمرافقة من قبل هيئة السوق.

الفرع الثاني: الحق في الحصول على ضمانات التنفيذ.

إن التزام وسيط بورصة الأوراق المالية بتنفيذ أوامر الزبائن المستثمرين وفقاً لما تقتضيه قواعد السوق المالي، والمتعلقة بتقديم الخدمات المالية، يخوله الحق في الحصول على ما يضمن له عدم تهرب المستثمرين من تنفيذ التزاماتهم المقابلة، أو عدم القدرة على ذلك بسبب الإعسار أو الإفلاس، وهذا بالإستناد لما تقرره سواء القواعد العامة أو القواعد الخاصة بالبورصة من ضمانات لحماية حقوق الوسطاء الماليين تجاه المستثمرين، وللوقوف على فحوى هذه الضمانات سيقسم هذا الفرع إلى بندين، يتناول البند الأول الضمانات العامة، فيما يتطرق البند الثاني للضمانات الخاصة ببورصة الأوراق المالية.

أولاً: ضمانات التنفيذ العامة.

في كثير من الأحوال قد لا تتمكن شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية من الحصول على العمولات المتفق عليها، بسبب عدم قيام الزبائن المستثمرين من تنفيذ التزاماتهم بالدفع، مما يحتم على شركات الوساطة اللجوء إلى استخدام الآليات القانونية المعروفة في القانون المدني لضمان تحصيل حقوقها، والمتمثلة في آليتي الحق في الحبس وحق الامتياز، واللذان سيتم تناولها ضمن هذا البند تباعاً.

أ- الحق في الحبس.

يعد الحق في الحبس من أقدم الآليات القانونية¹ التي من خلالها يضمن الدائن استثناء حقه من مدينه، ويعرف بأنه: " حق الدائن الذي يكون مديناً لمدينه في الوقت نفسه، بالإمتناع عن الوفاء بالتزامه حتى ينفذ المدين التزاماً ترتب في ذمته بمناسبة التزام الدائن وارتبط به"².

إذا فللمتعاقد في العقود التبادلية كالبائع أو المشتري، أن يحبس ما هو ملتزم بأدائه، أي أن لا ينفذ التزامه، حتى ينفذ الآخر ما في ذمته من التزام. وفي العقود الملزمة لجانب واحد، يحق للوديع إذا أنفق على الوديعة نفقات لحفظها وصيانتها أن يحبسها، أي أن يمتنع عن تسليمها إلى المودع، حتى يستوفي منه ما أنفقه عليه³.

معنى ذلك أن الحق في الحبس يقوم على اعتبارات من العدالة وحسن النية والمنطق القانوني، فليس من العدل أن يلزم شخص بالوفاء بدين ترتب في ذمته، دون أن يلزم من يطالبه بالتنفيذ بالوفاء بما عليه من دين له. وليس من حسن النية أن يمتنع شخص عن تنفيذ التزامه ويطالب دائنه بما ترتب في ذمته من التزام نحوه. وليس من المنطق أن يجبر شخص على الوفاء بالتزامه ما دام الدائن لم يعرض الوفاء بالتزام ارتبط بالتزام المدين ونشأ بمناسبة. إذا فثبوت الحق في الحبس متوقف على توفر شرطين أساسيين يمكن تلخيصها في :

¹ - يعود تاريخ ظهور الحق في الحبس إلى العهد الروماني، حيث كان الحائر لعين لا يملكها وهو يعتقد أنها ملكه، إذا أنفق مالا في حفظها أو في تحسينها، وأراد المالك أن يسترد العين، أعطى البريتور الروماني للحائر دعواً بالغش (*exceptio doli*) يدفع به دعوى الاسترداد حتى يسترد ما صرفه في حفظ العين وفي تحسينها، وكذلك أعطى هذا الدفع بالغش في العقود الملزمة لجانب واحد كالوديعة، إذا أنفق المودع عنده مالا على الوديعة وكان له الحق في استرداد ما أنفق. وكان هذا الدفع مفهوماً ضمناً في العقود الملزمة لجانبين - إذ هي كلها عقود تنطوي على حسن النية - وبموجبه يستطيع كل من المتعاقدين أن يوقف تنفيذ التزامه حتى يقوم المتعاقد الآخر بتنفيذ الالتزام المقابل، وهذا ماسمي بعد ذلك في القانون الفرنسي القديم بالدفع بعدم تنفيذ العقد، فمناًشأ الحق في الحبس والدفع بعدم تنفيذ العقد إذا كان واحداً في القانون الروماني، كلاهما يقوم على دفع بالغش. نقلنا عن عبد الرزاق أحمد السنهوري ، الوسيط في شرح القانون المدني الجديد، نظرية الالتزام بوجه عام (الإثبات - آثار الالتزام)، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، 1968، ص ص 1124، 1125.

² - عبد المجيد الحكيم وآخرون، القانون المدني وأحكام الالتزام، الجزء الثاني، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، العراق، 1980، ص 137.

³ - المرجع نفسه، ص 138.

- أن يكون هناك دينان ما بين شخصين، أحدهما دائن للآخر ثم هو مدين له في الوقت ذاته، فيحبس المدين الدين الذي عليه حتى يستوفي الحق الذي له¹، وهذا ما يعرف بتقابل الدينين.

- يجب أن يكون هناك ارتباط ما بين الدينين، وهذا الارتباط يتحقق إما عندما يكون أحد الدينين قد نشأ بمناسبة الشيء الواجب الأداء، فيحبس المدين الشيء الذي يجب عليه أدائه حتى يستوفي الدين الذي نشأ بمناسبة هذا الشيء، وذلك كمصروفات الحفظ والصيانة. وإما عندما يكون الارتباط أنياً من أن كلا الدينين مصدره عقد واحد، أو علاقة قانونية واحدة، وذلك كالبائع يحبس المبيع حتى يستوفي الثمن، وكالمشتري يحبس الثمن حتى يتسلم المبيع².

وتجدر الإشارة أن هذا الحق لم تتناوله التشريعات المقارنة ضمن تقنيناتها المنظمة للأسواق المالية، ولا حتى في لوائحها التنظيمية وتعليماتها، وعلى هذا يتوجب البحث عنه ضمن أحكام قواعدها العامة، حيث نجد الحق الحبس كوسيلة من وسائل الضمان العام في القانون المدني الجزائري مقررًا بموجب نص المادة 200 منه، والتي نصت بأنه: " لكل من التزم بأداء شيء أن يمتنع عن الوفاء به ما دام الدائن لم يعرض الوفاء بالتزام ترتب عليه وله علاقة سببية وارتباط بالتزام المدين. أو ما دام الدائن لم يقم بتقديم تأمين كافٍ للوفاء بالتزامه هذا. ويكون ذلك بوجه خاص لحائز الشيء أو محرزه، إذا هو أنفق عليه مصروفات ضرورية أو نافعة، فإن له أن يمتنع عن رد هذا الشيء حتى يستوفي ما هو مستحق له، إلا أن يكون الالتزام بالرد ناشئ عن عمل غير مشروع".

أما في التشريع المصري فقد نصت عليه المادة 246 من القانون المدني والتي جاء فيها بأنه: " لكل من التزم بأداء شيء أن يمتنع عن الوفاء به ما دام الدائن لم يعرض الوفاء بالتزام مترتب عليه بسبب التزام المدين ومرتبب به"، كما أشارت المادة 159 من القانون التجاري المصري كذلك إلى الحق في الحبس.

أما في التشريع الأردني فقد عالجت الحق في الحبس المادة 387 من القانون المدني، والتي جاء فيها بأنه: " لكل من التزم بأداء شيء أن يمتنع عن الوفاء به ما دام الدائن لم يوف بالتزام في ذمته نشأ بسبب التزام المدين وكان مرتبباً به". كما تضيف المادة 388 من

¹ - السنهور أحمد عبد الرزاق، الوسيط في شرح القانون المدني الجديد، نظرية الالتزام بوجه عام (الإثبات- آثار الالتزام)، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 1127.

² - المرجع نفسه، ص 1127.

التقنين نفسه على أن: " لكل واحد من المتعاقدين في المعاوضات المالية بوجه عام أن يحتبس المعقود عليه وهو في يده حتى يقبض البديل المستحق".

باستقراء النصوص السابقة يتبين أن التشريعات المقارنة عالجت حق الحبس ضمن أحكام القانون المدني، وأن تلك النصوص تضمنت الأحكام نفسها وإن اختلفت الصياغة من نص لآخر. ويتطبيق هذه النصوص على الاتفاقيات المبرمة بين شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية وعملائها يمكن القول أنه يحق لشركات الوساطة استيفاء حقوقها المستحقة والحالة من ثمن الأوراق المالية المشتراة لحساب العملاء، وذلك متى امتنع أحد العملاء عن سداد قيمة العمولة المتفق عليها مثلاً. غير أن ذلك لا يتحقق لها إلا بشروط وهي:

- أن يكون الوسيط قد نفذ أوامر العميل فيما إمتنع الأخير عن تنفيذ التزامه في دفع العمولة أو المصاريف إلى الوسيط، وأن المال (الثمن أو الأوراق المالية) المراد حبسه يفترض أن يكون في حوزة الوسيط ويعود ملكيته للعميل، وأن محل الحبس سواء كان ثمن الأوراق المالية فيما إذا كان الوسيط بائعاً للأوراق المالية لحساب العميل، أم أوراقاً مالية فيما إذا كان الوسيط مشترياً لهذه الأوراق لحساب العميل تحت حيازة الوسيط¹.

- أن يكون للوسيط حق واجب الأداء من قبل العميل وأن المال المراد حبسه محقق الوجود ومستحق الأداء، وأن هناك ارتباط بين حق الوسيط والورقة المالية أو الثمن المحبوس².

- أن يكون حصول الوسيط على الورقة المالية أو الثمن المحبوس لديه مشروعاً، أي أن لا يكون قد تحصل على الشيء المحبوس بطريقة غير شرعية أو من خلال عمليات غير قانونية³.

في حين ينقضي حق الحبس متى قام العميل بسداد مستحقات شركة السمسرة، كما ينقضي هذا الحق عند إصرار العميل على عدم الوفاء ورغم ذلك قامت شركة السمسرة ببيع الأوراق المالية التي سبق شراؤها تنفيذاً لأوامر العميل بالشراء وهو ما يسمى بالتنفيذ في البورصة⁴.

¹ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص ص 228، 229.

² - عمر ناطق الحمداني، مرجع سابق، ص 203.

³ - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

⁴ - محمد عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص ص 247، 248. كذلك طاهر شوقي محمد مؤمن، مرجع سابق، ص 280.

ب - الحق في الإمتياز.

يعود أصل نشأة امتياز الديون إلى القانون الروماني، حيث يعرف بحق الامتياز العام، ويرد على جميع أموال المدين الموجودة عند التنفيذ، ولكن لم يكن هذا الحق يمنح لصاحبه حق التتبع، فكل ما يخرج من ذمة المدين لا يدخل في الضمان، فلم يكن سوى أولوية تمنح لبعض الدائنين العاديين مراعاة لصفة ديونهم¹. وقد عرف بعض الفقه حق الامتياز بأنه: " حق ممنوح لأنواع معينة من الديون، على أن تستوفى قبل غيرها، إما في جميع أموال المدين أو في جزء معين من أمواله، ولا يستحق هذا الحق إلا عند تزامم عدة حقوق على الاستيفاء من مال معين، ولأحدهم حق التقدم على غيره"².

وقد عرفه المشرع الجزائري من خلال نص المادة 982 من القانون المدني بأنه: "الامتياز أولوية يقرها القانون لدين معين مراعاة منه لصفته، ولا يكون للدين امتياز إلا بمقتضى نص قانوني". ويقابل هذا النص نص المادة 1130 من القانون المدني المصري³، أي أن كلا التقنينين يتضمنان تعريفاً واحداً لحق الامتياز.

وعرفه المشرع الأردني بموجب نص المادة 1424 من القانون المدني رقم 43 لسنة 1976 حيث جاء فيها بأن: " الامتياز حق عيني تابع يخول الدائن أسبقية إقتضاء حقه مراعاة لصفة ويتقرر بنص القانون".

يتضح من التعاريف السابقة أن الأولوية هي الصيغة الجوهرية لحق الامتياز وعنصره الأساسي، وعلى ذلك فإن صاحب حق الامتياز يتقدم جميع الدائنين العاديين ويتزاحم مع الدائنين المتمتعين بضمان عيني عند بيع المال محل حق الامتياز، ويستوفي حقه طبقاً لمرتبته بالنسبة لهؤلاء الدائنين⁴. كما يتبين أن حق الامتياز لا ينشأ إلا بنص قانوني، بمعنى لا يجوز أن ينشأ هذا الحق بإرادة الأطراف أو بحكم القضاء.

¹ - سيرسة ممدوح سسروقة، مرجع سابق، ص 131.

² - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

³ - القانون المدني المصري، مرجع سابق.

⁴ - محمد صبري السعدي، الواضح في شرح القانون المدني الجزائري- التأمينات العينية (الرهن الرسمي وحق الاختصاص

والرهن الحيازي وحقوق الامتياز)، دار الهدى عين ميليلة، 2010، ص 301.

وكون أن حق الامتياز لا يتقرر إلا بنص قانوني فإن شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية لا تتمتع بهذا الحق، باعتبار أن تقنينات الأسواق المالية سواء في التشريع الجزائري أو في التشريعات المقارنة لم ترد أي نصوص تمنح حق إمتياز على الأوراق المالية أو المبالغ المالية التي هي في حوزة شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية بغرض استيفاء حقوقها التي هي ذمة العملاء، كالعمولة ومختلف النفقات والمصاريف التي تكبدتها لقاء تنفيذها لأوامر العملاء، وهذا قد يؤثر على الثقة في سوق رأس المال ويخل باستقرارها.

ولهذا انفرد المشرع المصري عن المشرعين الجزائري والأردني حين أورد نصاً خاصاً يضمن للوسيط الحق في الامتياز على ما بحوزة العميل - أو ما هو مسجل بإسمه - لدى أمين الحفظ من أوراق مالية أو مبالغ مالية، وهذا بموجب المادة 159 من القانون التجاري رقم 17 لسنة 1999م، والتي جاء فيها بأن: " للوكيل فضلاً عن حقه في الحبس امتياز على البضائع وغيرها من الأشياء التي يرسلها إليه الموكل أو يودعها لديه أو يسلمها له...".

وكذلك الحال بالنسبة للمشرع الفرنسي الذي نص صراحة على حق الامتياز لوسطاء الأوراق المالية، وذلك في المادة 61 من مرسوم 7 أكتوبر 1890م والتي عدلت فيما بعد بموجب مرسوم 27 ماي لسنة 1949م¹.

الملاحظ أن المشرعين المصري والفرنسي قد قررا للوسيط المالي حق امتياز على الأوراق المالية التي هي في حيازته - مقيدة لدى مركز الإيداع - وبالتالي قد وفرا حماية أكثر للوسيط المالي من خلال تزويده بضمانات كافية لاستيفاء حقوقه من العملاء، وهذا ما لم ينقطن له المشرعين الجزائري والأردني.

وعليه فمن باب الحرص على حماية الثقة في المعاملات المالية ضماناً لاستقرار السوق المالي، يستحسن أن تنقطن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية لهذا الأمر، وتعمل على منح الوسطاء الماليين الحق في الامتياز على ما بيده من صكوك مالية تعود للعملاء، وهذا من خلال نص خاص وصريح.

¹ - عمر ناطق الحمداني، مرجع سابق، ص 204. كذلك كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 231.

ثانياً: ضمانات التنفيذ الخاصة ببورصة الأوراق المالية.

فضلا عن الضمانات التي قررتها القواعد العامة في مختلف التشريعات المقارنة، فإن قوانين ولوائح وتعليمات البورصة تقرر هي الأخرى لشركات الوساطة ضمانات خاصة منها الحق في طلب الغطاء وحق التنفيذ في البورصة.

أ- الحق في الغطاء.

يعد الغطاء أحد الضمانات الخاصة المقررة لشركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية، من أجل تمكينها من استيفاء حقوقها في مواجهة العملاء المستثمرين متى أخل أحدهم بالتزاماته، وهو عبارة عن مبلغ من النقود أو الأوراق المالية قابلة للتحويل إلى نقود، يستلمها الوسيط من العميل ضماناً لتنفيذ الالتزامات المترتبة على عاتقه¹. وهناك من عرفه بأنه تعهد بضمان الأوراق المالية أو النقود، يقدمه مصدر الأوامر للوسطاء لضمان مخاطر عجز العملاء عن الوفاء أو امتناعهم².

ومن ثم يجوز للوسيط إذا تلقى أمراً من العميل ببيع أو شراء أوراقاً مالية أن يطلب منه تسليم الأوراق المكلف ببيعها، أو ثمن الأوراق المكلف بشرائها، هذا فيما يتعلق بالعمليات الحاضرة، أما فيما يتعلق بالعمليات الآجلة فإنه يتعذر على الوسيط المطالبة بالغطاء المطلوب لأن العميل لا يملك في الحقيقة الأوراق المالية التي يأمر ببيعها، ولا ينبغي له الحصول على الأوراق المالية التي تمثل الصكوك التي يأمر بشرائها، لأنه يضارب على فروقات الأسعار دون أن يستلم أو يسلم الأوراق المالية المذكورة³.

وتتمثل الوظيفة الأساسية للغطاء في حماية شركة البورصة - شركة الوساطة - وذلك في حالة عجز العميل أو امتناعه عن الوفاء⁴، ولهذا السبب لم يسمح القانون للعملاء أن يستفيدوا من إهمال شركة البورصة في طلب الغطاء ليتصلوا من تنفيذ العملية، ومع ذلك فإن شركة

¹ محمد عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 250. كذلك فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 164. كذلك إبراهيم محمد شاكر علي، مرجع سابق، ص 126.

² حمليل نواره، مرجع سابق، ص 434. كذلك محمد عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 250.

³ فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 164.

⁴ محمد شاكر علي، مرجع سابق، ص 126. كذلك كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 232. كذلك عمر ناطق الحمداني، مرجع سابق، ص 206.

البورصة تظل مسؤولة إذا أهملت في واجب النصح وتركت العميل دون إحاطته علماً بالمخاطر المرتبطة بعملياته الآجلة التي تتمثل في الخسارة الكبيرة في حالة عدم وجود الغطاء¹.

ويؤدي الغطاء دوراً آخر؛ فعن طريق رفع نسبته فإن لجنة عمليات البورصة يمكنها أن تحد من الدخول إلى المضاربة لمصلحة الاقتصاد الوطني ومصلحة مصدري الأوامر أنفسهم².

وقد تباينت الآراء الفقهية حول الطبيعة القانونية للغطاء فمنهم من أرجعه إلى أنه وفاء مسبق في حالة الغطاء النقدي، أو وفاء عيني مسبق في حالة غطاء الصكوك وأرجعه البعض إلا أنه من قبيل الرهن الحيازي³.

بالرجوع إلى التشريعات المقارنة يظهر أنه لم تعد القواعد الناظمة لأسواق رأس المال تتضمن نصوصاً، بخصوص طلب شركات الوساطة للغطاء من العملاء، ومن ذلك التشريع المصري. حيث لم يرد في قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ولا في لائحته التنفيذية شيء بخصوص طلب السمسار لغطاء من العميل، في حين كانت المادة 69 من لائحة البورصات الملغاة تقرر حق السمسار في طلب الغطاء حيث كان "يجب على السمسار التحقق من وجود الأوراق أو ثمنها لدى العميل صاحب الشأن قبل إجراء التعاقد، وله أن يطلب من العميل أن يسلمه الأوراق أو الثمن قبل التعاقد، ولجنة البورصة عند الاقتضاء أن تقرر إلزام السمسار ذلك بالنسبة لبعض الأوراق المالية أو كلها"⁴.

في حين أجازت المادة 262 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992، لشركات السمسرة الاكتفاء بالتأكد فقط من وجود الأوراق المالية محل الأمر في حيازة البائع أو مودعة باسمه في نظام الحفظ المركزي، والتحقق فقط من قدرة المشتري على الوفاء بالثمن أياً كانت صفة العميل وسواء كان العميل شخصاً طبيعياً أو معنوياً.

¹ - محمد شاكر علي، مرجع سابق، ص 127. كذلك كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 232.

² - محمد شاكر علي، مرجع سابق، ص 127. كذلك كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 232. كذلك فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 165.

³ - محمد عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 250.

⁴ - عمر ناطق الحمداني، مرجع سابق، ص 207.

كما لم ينص المشرع الأردني كذلك لا في قانون الأوراق المالية ولا في لائحته التنفيذية على حق الوسيط في طلب الغطاء من عملائه¹.

أما في التشريع الفرنسي فقد استقر الوضع على تحويل سماسرة الأوراق المالية حق طلب تقديم غطاء من العملاء، وتم تقنين هذا الوضع في مرسوم صدر في 7 أكتوبر 1890، وكان السمسار مخيراً بين طلب تقديم الغطاء أو التفاوض عنه حتى صدر مرسوم 3 يناير 1968، حيث ألزم العميل بتقديم الغطاء بعد أن كان ذلك اختيارياً².

غير أنه بالنظر في التشريع الجزائري نجد أن المادة 119 من النظام 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة قد تناولت مسألة الغطاء حيث نصت بأنه: " يحق للوسيط في عمليات البورصة أن يشترط من زبونه تسليم الأموال أو السندات قبل إرسال أمره إلى السوق".

باستقراء نص المادة أعلاه يتبين أن أحكامها مخالفة لما يتم العمل به حالياً على مستوى بورصة الأوراق المالية، حيث لم يعد الوسيط المالي يستلم الأوراق المالية المراد بيعها أو ثمن الأوراق المراد شراءها، وهذا راجع لكون النص صدر قبل إنشاء المؤتمر المركزي الذي بوجوده ألغى الطابع المادي للأوراق المالية، وأصبح الوسيط يقوم بالتأكد فقط من قيد الأوراق المالية في حساب العميل لدى أمين الحفظ إذا كان بائعاً، والثمن لدى البنك المعتمد إذا كان مشترياً، وهذا ما رأيناه في التشريعات المقارنة كذلك.

ولهذا كان من الواجب على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تعديل نص المادة 119 لمواكبة التعديلات الجديدة التي جاء بها القانون 04/03 المعدل للمرسوم التنفيذي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والذي بموجبه أنشأ المؤتمر المركزي على السندات وما تبع ذلك من تطورات عملية على مستوى بورصة الأوراق المالية.

¹ - سيرسة ممدوح سسروقة، مرجع سابق، ص 135.

² - محمد عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص ص 250، 251. كذلك عبد الله الطائي، مرجع سابق، ص 181.

ب- الحق في التنفيذ داخل البورصة.

يعتبر حق التنفيذ في البورصة أحد ضمانات شركة الوساطة في الأوراق المالية، لاستيفاء حقوقها من العملاء في حالة عدم تقديم غطاء من أحدهم، وقد نشأ في البداية كعرف تجاري يتعامل به في البورصات، ثم أخذت به مختلف تشريعات الأسواق المالية.

التنفيذ في البورصة هو عملية عكسية للعملية التي قام السمسار بتنفيذها لحساب العميل في البورصة، متى لم يؤدي العميل التزامه، ومن ثم إذا كان أمر العميل لشركة السمسرة ببيع الأوراق المالية ولم يتم تسليم الأوراق المالية كان لشركة السمسرة أن تقوم بشراء الأوراق المالية من البورصة، حتى تتمكن من الوفاء بالتزامها تجاه شركة السمسرة المتعاقدة معها¹، وعلى العكس من ذلك إذا كان أمر العميل بشراء الأوراق المالية ولم يتم بسداد ثمنها كان لشركة السمسرة أن تقوم ببيع هذه الأوراق المالية، وتقوم شركة السمسرة بذلك على نفقة العميل وتحت مسؤوليته، بحيث إذا كان ثمن البيع أقل تحمل العميل خسارة الفارق، وعلى العكس إذا كان ثمن الشراء أعلى، كان من حق شركة السمسرة أن تعود على العميل بالفارق والمصاريف².

وبالتالي يمكن لشركات الوساطة التنفيذ في البورصة دونما حصولها على حكم صادر من الجهات القضائية، وذلك استناداً للعرف التجاري³.

وقد نظم المشرع الجزائري هذا الإجراء بموجب نص المادة 121 من النظام العام لبورصة القيم المنقولة رقم 03/97 والتي تنص بأنه: " تستعمل بقوة القانون النقود أو السندات المودعة لدى الوسطاء في عمليات البورصة لحساب زبون في تسديد النقود و/أو تسليم السندات الناتجة عن التعهدات التي عقدها في السوق.

تخصص بقوة القانون كل السندات أو القيم المحتفظ بها تحت حساب أو حسابات الأمرين لتسوية و/أو الوفاء بتعهداته. ويمكن للوسيط في عمليات البورصة استعمالها، دون إشعار مسبق، لتسوية أو تسليم عمليات الزبون".

¹ - عمر ناطق الحمداني، مرجع سابق، ص 209.

² - محمد عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 251.

³ - طاهر شوقي محمد مؤمن، مرجع سابق، ص 419.

بغض النظر عن كون النص يحتاج لتعديل كونه ما زال ينص على تسليم الأوراق المالية والقيم النقدية للوسيط المالي، وهو ما كان معمول به سابقاً قبل إنشاء المؤتمر المركزي على السندات، ومع ذلك فإنه جد صريح من حيث تأكيد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ضمن أحكامه، على أن للوسيط السلطة المطلقة في استعمال أموال العميل، سواء كانت أوراقاً مالية أو نقوداً للوفاء بتعهداته، وسواء تعلق ذلك بالتعهدات التي تخص دفع حقوق الوسيط ذاته، أو تلك المرتبطة بدفع ثمن ما اشتراه الوسيط من صكوك أو تسليم ما قام الوسيط ببيعه من صكوك إلى الغير. وأن قيام الوسيط بهذه العملية يكون دونما انتظار أي إذن من أي جهة كانت.

وعليه يعد هذا النص خروجاً عن القواعد العامة المعروفة في القانون المدني، لأنه يسمح للوسيط مثلاً بإعادة بيع الصكوك التي اشتراها لحساب العميل، متى امتنع الأخير عن دفع الثمن، وهذا من أجل تسديد ثمنها واستيفاء عمولته هو كذلك.

في حين أنه في الأصل متى قام الوسيط بتنفيذ أوامر الزبون ولم يلتزم الأخير بالوفاء بما تعهد به في العقد المبرم بينهما، كأن لم يتم بتسليم الأوراق المالية التي تم بيعها من قبل الوسيط، أو عدم دفعه لثمن الصكوك التي اشتراها له الوسيط، جاز للوسيط الرجوع للقضاء لاستصدار حكم يلزم العميل بالتنفيذ أو فسخ العقد، وهذا وفقاً لأحكام المادة 119 من القانون المدني الجزائري، والتي ورد فيها بأنه: " في العقود الملزمة لجانبين، إذا لم يوف أحد المتعاقدين التزاماته جاز للمتعاقد الآخر بعد اعذاره المدين أن يطالب بتنفيذ العقد أو فسخه، مع التعويض في الحالتين إذا اقتضى الأمر ذلك"¹.

ونظراً لأن إجراءات طلب الفسخ وصدور حكم قضائي يستغرق وقتاً طويلاً لا يخدم عمليات البورصة التي تتسم بالسرعة، لذلك فقد استقر العمل في التشريع الفرنسي منذ فترة طويلة على اتباع إجراءات مبسطة من خلال مباشرة الوسيط حقه في التنفيذ في البورصة دون الحاجة للرجوع إلى القضاء².

¹ - تقابلها المادة 1184 من القانون المدني الفرنسي:

Ordonnance no 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, JORF, n° 0035, du 11 février 2016.

كذلك المادة 1/157 من القانون المدني المصري، مرجع سابق.

² - كريم عبد الباسط مولود، ص 236. كذلك محمد عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 252.

في حين لم يتضمن قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992م ولا لائحته التنفيذية، أي نص يتعلق بمنح الوسيط حق التنفيذ في البورصة تجاه عملائه، غير أن اللائحة التنفيذية الملغاة لسنة 1957م، كانت تمنح هذا الحق للوسطاء الماليين¹. ويبدو أن المشرع المصري قد أغنى الوسيط عن حق التنفيذ في البورصة، لا سيما وأن نص المادة 262 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الحالي، تجيز لشركة السمسرة عدم تنفيذ أوامر العميل، إلا بعد التأكد من وجود الورقة المالية محل التعاقد، في حيازة العميل البائع أو مودعة باسمه في نظام الحفظ المركزي².

كما أخذ المشرع الأردني بأسلوب المشرع المصري، حيث لم يصدر عنه هو كذلك أي نص حول حق الوسيط في التنفيذ في البورصة، ضمن قانون الأوراق المالية ولا في أنظمة وتعليمات السوق، لأن هيئة الأوراق المالية قد مكنت الوسيط من عدم تنفيذ أوامر العميل قبل التأكد من وجود الأوراق المالية في حسابه، وهذا طبقاً لنص المادة 54/ب من تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية والتي جاء فيها بأنه: " على الوسيط قبل إدخال أي أمر بيع لعميله على نظام التداول التأكد من وجود عدد كاف من الأوراق المالية المعنية في حساب العميل لديه أو في حساب العميل لدى الحافظ الأمين المعني وأن هذه الأوراق المالية غير مرهونة وغير محجوزة وغير مقيدة بأي قيد يمنع التصرف المطلق بها".

في الأخير يمكن القول أنه لا فرق بين أن يمنح الوسيط المالي الحق في التنفيذ في البورصة، أو أن يعطى الحرية في تنفيذ أوامر العميل ويكون حينها ضامناً، أو عدم تنفيذ أوامر العميل قبل التأكد من وجود الصكوك أو الثمن في حسابه لدى أمين الحفظ، وأن الإجراء الأخير يعد أفضل من منح الحق في التنفيذ في البورصة، كونه يوفر على الوسيط المالي والسوق بصفة عامة، عدة إجراءات تقنية هم في غنى عنها بمجرد معرفة أن العميل لا يملك أموالاً كافية في حسابه.

وتجدر الإشارة كذلك أن عملية التأكد من توفر الأموال في حساب العميل هي مجرد تقنية تعد من أعراف المهنة ولا تقتضي التنصيص عليها، غير أن إلزام الوسيط على القيام بها قبل

¹ - سيرسة ممدوح سسروقة، مرجع سابق، ص 139.

² - محمد عبد المجيد الحداد، مرجع سابق، ص 253.

تنفيذ أوامر العميل يعد من باب تحميله المسؤولية في حال مخالفته للنص التشريعي أو اللائحي.

في نهاية هذا المبحث يمكن القول أنه حتى مسألة تحديد الحقوق المترتبة على عقود الوساطة في بورصة الأوراق المالية يسيطر عليها الطابع التنظيمي، ما عدا مسألة تحديد العمولة، أين نجد المشرع الجزائري اختلف فيها مع أغلب التشريعات المقارنة حين ترك تحديدها لطرفي العقد بكل حرية، وهو الأسلوب نفسه للمشرع الفرنسي.

الفصل الثاني:

مسؤولية وسيط بورصة الأوراق المالية عقب
أداء مهامه بالمخالفة لقواعد السوق.

سبقت الإشارة في الفصل الأول من الباب الأول ضمن هذه الدراسة البحثية أن الوساطة نشاط مقيد؛ أي خاضع للرقابة قصد حماية المتعاملين والسوق بصفة عامة، وأن هذا النوع من الرقابة يعد رقابة سابقة غايتها ضبط هذا النشاط قبل وأثناء ممارسته، لمنع حدوث أي تجاوزات من قبل الوسطاء الماليين، وفي حال ارتكاب أي مخالفة للقواعد الضابطة لهذا النشاط تبرز الرقابة اللاحقة أو العلاجية، من أجل تقويم أفعال وسلوكات شركات الوساطة المالية وذلك بتحميلها المسؤولية تبعاً لطبيعة المخالفة المرتكبة.

والمسؤولية بصورة عامة تعني المؤاخدة القانونية لشخص ما نتيجة ارتكاب خطأ منه¹. ويعرفها الفقه بأنها: "الحكم الذي يترتب على الشخص الذي ارتكب أمراً يوجب المؤاخدة"²، أو هي: "الجزاء المترتب على مخالفة أحد الواجبات المناطة بالشخص مهما كان مصدرها"³. وعلى هذا الأساس فإن دراسة مسؤولية الوسيط في بورصة الأوراق المالية أمر في غاية الأهمية، لما للدور الذي يلعبه الوسيط في السوق المالي من أهمية وفاعلية تحرك هذا المجال الحساس، وما قد يترتب على ذلك من تجاوزات ومخالفات للأحكام القانونية والعقدية، التي تنظم المعاملات المالية بين الوسطاء والعملاء، ضماناً للسير الحسن لهذه العلاقات المالية في اتجاهها الصحيح، حيث تلزم هذه الضوابط الرقابية الوسطاء الماليين بالامتثال لأحكامها. ولما كان الإخلال وعدم احترام هذه الضوابط الرقابية أمر لا مفر منه، في مجال جد متشعب ومتداخل، بسبب تعدد المتدخلين فيه وتضارب وتعاكس مصالحهم المالية، فقد سعت تشريعات الأسواق المالية ولوائحها التنظيمية لضمان الحماية اللازمة للعملاء والسوق بصفة عامة، حيث أقرت المسؤولية الكاملة للوسطاء الماليين في حال ارتكابهم تصرفات مخالفة لضوابط السوق.

وباعتبار أن الوسيط المالي ملزم بتنفيذ العمل الذي كلف به من قبل العميل بكل أمانة ونزاهة متوخياً تحقيق مصلحته، فهو بذلك يكون مسؤولاً أمام العميل عن الأضرار التي تحدث نتيجة الإخلال بالالتزامات المفروضة عليه، بالاستناد إلى عقد الوساطة في الأوراق المالية

¹ - ريزان حسن مولود، مرجع سابق، ص 293.

² - سليمان مرقس، الوافي في شرح القانون المدني، م 1 الفعل الضار، تنقيح حبيب إبراهيم الخليلي، ط 5، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1992، ص 300.

³ - منصور أمجد محمد، النظرية العامة للالتزامات، مصادر الالتزام، الدار العلمية ودار الثقافة، عمان، 2001، ص 244.

المبرم بينهما والأنظمة والتعليمات المتعلقة بالسوق المالي، وهذا الجانب تغطيه المسؤولية المدنية للوسيط المالي، كما قد يسأل تأديبياً عن ذلك (المبحث الأول).

وقد لا تكفي المسؤولية المدنية والتأديبية للوسيط المالي أحياناً، لحمله على مزاوله عمله طبقاً للأصول المهنية المتعارف عليها في الأسواق المالية، إذا ما لجأ إلى بعض الممارسات غير المشروعة مستغلاً بذلك مركزه في السوق المالي، وثقة العملاء فيه، بهدف تحقيق مكاسب شخصية، وعلى ذلك يؤخذ الوسيط المالي في مثل هذه الحالات جزائياً على الفعل الذي قام به إذا كان يشكل جريمة وفقاً لقانون السوق المالي أو التشريع الجنائي (المبحث الثاني).

المبحث الأول: قيام المسؤولية المدنية والتأديبية لوسيط بورصة الأوراق المالية.

تتنوع المسؤولية المترتبة على عاتق الوسيط في بورصة الأوراق المالية تبعاً لتنوع القواعد التي تم الإخلال بها، فإذا كانت القواعد المخل بها قانونية أو عقدية قامت المسؤولية المدنية في جانب الوسيط المالي (المطلب الأول)، وقد تستتبع في غالب الأحيان بعقوبات تأديبية تلحق بالوسيط جراء هذا الفعل المخالف أو المخل، حيث أن تشريعات الأسواق المالية لا تكفي بالتعويض فقط عن الضرر أو ما يعرف بالمسؤولية المدنية.

أما إذا كانت القواعد المخل بها تتعلق بأخلاقيات المهنة، ولم يلحق ضرر بالعميل يستوجب التعويض، قامت المسؤولية التأديبية للوسيط المالي منفردة (المطلب الثاني).

المطلب الأول: قيام المسؤولية المدنية لوسيط بورصة الأوراق المالية.

تقوم المسؤولية المدنية للوسيط المالي بمناسبة ممارسته للأنشطة التي رخص له بمزاومتها، من قبل الجهة المكلفة بمراقبة السوق المالي في كل التشريعات، ويعرفها بعض الفقه بأنها الالتزام الذي يتقرب كاهل الشخص الذي يلحق الضرر بالآخرين لإصلاحها "من خلال تقديم تعويض للضحية"، يشمل كلا من المسؤولية التعاقدية والمسؤولية التقصيرية¹.

ووفقاً للاجتهاد القضائي فإن: "خصوصية المسؤولية المدنية تتمثل في استعادة التوازن الذي أتلفه الضرر تماماً أو قدر الإمكان، وتعويض الشخص المسؤول للضرر، أو وضعه في الحالة التي كان يمكن أن يكون فيها لو لم يرتكب عليه الفعل الضار"²، ومن ثم فإن المسؤولية المدنية تنص على حق الدائن في التعويض باعتباره ضرورياً، وبالتالي فالهدف هو إصلاح الضرر الذي سيتحمله المسؤول³.

ولما كان عقد الوساطة في الأوراق المالية من العقود الملزمة للجانبين فهو يفرض على طرفيه جملة من الالتزامات المتقابلة. وكون الوسيط المالي وهو يقوم بتنفيذ تلك الالتزامات

¹ - "... La responsabilité civile peut être définie, en première approche, comme l'obligation qui pèse sur la personne à l'origine d'un dommage causé à autrui de le réparer « en offrant à la victime une compensation ». Elle englobe tant la responsabilité contractuelle que la responsabilité délictuelle ou extracontractuelle..." voir Johan Prorok, La responsabilité civile sur les marchés financiers, Thèse de doctorat en droit, école doctorale de droit privé, Université Panthéon-Assas, 2016, p 12.

² - "...Pour la jurisprudence, « le propre de la responsabilité civile est de rétablir aussi exactement que possible l'équilibre détruit par le dommage et de replacer la victime, aux dépens du responsable, dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte dommageable n'avait pas eu lieu...", voir Phlpe Malaurie, Laurent Aynés, collection de Droit civil- Droit des Obligation, L G D J – lextenso, 8^e édition, 2016, p29.

³ - "... La responsabilité civile fonde ainsi un droit à une indemnité dont le créancier est la victime et dont la détermination suppose une action injuste ou un acquiescement du prétendu responsable ou de son assureur. Son objet consiste à réparer le dommage dont le défendeur sera jugé juridiquement responsable..." , Ibid, p 29.

المرتبة على عاتقه يمكن أن يخل بأحد تلك الالتزامات الناشئة عن عقد الوساطة، فيقع تحت طائلة المسؤولية العقدية.

وقد تكون مسؤولية الوسيط المالي عن الأعمال غير المشروعة التي تقع من قبله دون أن تشكل جريمة؛ فيقع تحت طائلة المسؤولية التقصيرية. وعلى ذلك يستلزم أمام كلتا الوضعيتين تعويض الضرر الناشئ عن الإخلال في الأولى والعمل غير المشروع في الثانية؛ فالإخلال بالالتزامات الناشئة عن العقد يفترض وجود رابطة عقدية بين المضرور والمسؤول عن الضرر قبل وقوعه. أما العمل غير المشروع أو الفعل الضار فيتحقق من غير أن تكون هناك رابطة عقدية سابقة بين المضرور والمسؤول عن الضرر¹.

إذاً فالمسؤولية المدنية للوسيط قد تجد أساسها في القاعدة القانونية، وإما في العقد المبرم بين العميل والوسيط المالي، حيث يترتب عليها مساءلة العميل للوسيط عن تعويض كافة الأضرار، التي لحقت به نتيجة عدم تنفيذ الوسيط للالتزامات المفروضة عليه، أو لمجرد إخلاله في التنفيذ.

وعليه فالمسؤولية المدنية إما أن تكون مسؤولية تقصيرية أو مسؤولية عقدية²؛ المسؤولية التقصيرية والتي هي أول المصادر غير الإرادية للالتزام الذي ينشأ عن حادث مادي يترتب عليه القانون أثر (التعويض). وبالتالي فأساسها الفعل الضار أو العمل غير المشروع. أما المسؤولية العقدية فيكون مصدرها العلاقة العقدية بين الوسيط والعميل.

إذا لمعالجة مضمون هذا المطلب سيخصص فرع أول يتناول المسؤولية التقصيرية للوسيط المالي، فيما يكون هناك فرع ثان يتطرق للمسؤولية العقدية للوسيط المالي.

الفرع الأول: المسؤولية التقصيرية لوسيط بورصة الأوراق المالية.

إن المسؤولية الناشئة عن العمل غير المشروع تطلق عليها تسميات متعددة؛ منها المسؤولية عن الفعل الضار، والضمان، والمسؤولية التقصيرية، ولكن أكثرها شيوعاً هو المصطلح الأخير وإن لم يكن أدقها³.

¹ - محمد لبيب شنب، الوجيز في مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، د ت، ص 375.

² - "La responsabilité civile peut être délictuelle ou contractuelle", À cet égard, voir Amélie Dionisi Peyruss, droit civil tome 2- les obligations, centre national de la fonction publique territoriale (CNFPT), édition, 2008, p166.

³ - عبد المجيد الحكيم وآخرون، نظرية الالتزام في القانون المدني العراقي، مصادر الالتزام، الجزء الأول، د ط، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، 1980، ص 198.

تعتبر المسؤولية عن الأفعال الشخصية هي القاعدة في المسؤولية، والأهم فيها الفعل الضار كمصدر من مصادر الالتزام. وتبعاً لذلك فالمسؤولية التقصيرية لشركات الوساطة المالية تنشأ نتيجة للإخلال بالالتزام القانوني العام الذي ينص على ضرورة عدم الإضرار بالغير، وأن هذا الالتزام الذي يعتبر الإخلال به عملاً غير مشروع، هو دائماً التزام ببذل عناية واتباع سلوك الحذر والاحتراز، فإذا ما تم الانحراف عن هذا السلوك بالإهمال وقلة الاحتراز وعدم مراعاة القوانين والأنظمة فإن ذلك يشكل عملاً غير مشروع يوجب المسؤولية التقصيرية¹.

وقد عولج هذا النوع من المسؤولية سواء في التشريع الجزائري أو التشريعات المقارنة بموجب القواعد العامة حيث نصت عليها المادة 124 من القانون المدني الجزائري، إذ ورد فيها بأن: " كل فعل أيا كان يرتكبه الشخص بخطئه ويسبب ضرراً للغير، يلزم من كان سبباً في حدوثه بالتعويض". كما تناول المشرع الأردني أحكام هذا النوع من المسؤولية في المواد من 256 إلى 287 من القانون المدني²، حيث قضت المادة 256 بأن كل من سبب بفعله ضرراً للغير ألزم من ارتكبه بالتعويض، وهذا مانصت عليه كذلك المادة 163 من القانون المدني المصري والمادة 307 من القانون المدني اليمني³، وكذلك المادة 227 من القانون المدني الكويتي⁴، بما فيها المادة 1382 من القانون المدني الفرنسي، والتي جاء فيها بأن: " كل عمل أياً كان يوقع ضرراً بالغير يلزم من وقع بخطئه هذا الضرر أن يقوم بتعويضه"⁵.

¹ - لافي الدرادكة، ليث الشيخ، مسؤولية الوسيط المالي في بورصة الأوراق المالية- دراسة تحليلية في القانون الخاص، مجلة أبحاث اليرموك " سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية"، كلية القانون جامعة اليرموك، أربد، الأردن، دون عدد، 2011، ص 1436.

² - سعد فلاح ضاوي الناصفي ، مرجع سابق، ص 48.

³ - نقلا عن محمد بن حسين الشامي، نظرية المسؤولية المدنية في القانون المدني اليمني والمصري والفقہ والإسلامي (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، مكتبة الجيل الجديد، صنعاء، 1994، ص 147.

⁴ - سعد فلاح ضاوي الناصفي ، مرجع سابق، ص 48.

⁵ - « Tout fait quelconque de l'homme, qui cause à autrui un dommage, oblige celui par la faute duquel il est arrivé à le réparer » (article 1382) et « Chacun est responsable du dommage qu'il a causé non seulement par son fait, mais encore par sa négligence ou par son imprudence » (article 1383), Amélie Dionisi Peyruss, op.cit, p 173. Voir aussi Phipe Malaurie, Laurent Aynés, op.cit, p 45. Voir aussi Johan Prorok, op.cit, p 13.

أنظر كذلك السنهوري أحمد عبد الرزاق، الوسيط في شرح القانون المدني، (نظرية الالتزام بوجه عام- مصادر الالتزام)، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 765.

ويمكن تعريف المسؤولية التقصيرية بأنها: "الجزاء على الإخلال بالواجب القانوني العام الذي يفرض على كل شخص عدم الإضرار بغيره"¹، كما تعرف بأنها: "تعويض الضرر الناشئ عن الفعل غير المشروع"²، أو هي: "مساءلة المخطئ عن ما ارتكبه من خطأ في حق المضرور، وإلزامه بتعويض هذا الضرر، دون أن يكون هناك ثمة عقد بينهما"³.

إذا فمن خلال ما سبق ذكره يمكن القول أن هناك ثلاثة أركان يجب تحققها في المسؤولية التقصيرية حتى يمكن القول بوجودها، وهذه الأركان هي الخطأ والضرر والعلاقة السببية⁴ بينهما.

فأما الخطأ فيعرف بأنه إخلال بالتزام قانوني⁵، وهو عيب يشوب سلوك الإنسان لا يأتيه رجل عاقل أحاطته ظروف خارجية كتلك التي أحاطت بالمسؤول⁶، وبصياغة أخرى هو: "إخلال بالتزام أوجبه القانون وهو بذل عناية بأن يكون يقظاً حتى لا يضر بالغير، فهو انحراف عن سلوك لا يأتيه الرجل العادي إذا ما وجد في نفس الظروف الخارجية، التي أحاطت بمن

¹ - سمير عبد السيد تناغو، مصادر اللاتزام (العقد - الإرادة المنفردة - العمل غير المشروع - الإثراء بلا سبب - القانون - الحكم القرار الإداري)، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2009، ص 215. كذلك محمد بن حسين الشامي، مرجع سابق، ص 159.

² - أسماء موسى أسعد أبو سرور، ركن الخطأ في المسؤولية التقصيرية، دراسة مقارنة بين القانون المدني المصري والقانون المدني الأردني، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، قسم القانون الخاص، جامعة النجاح، نابلس، فلسطين، 2006، ص 13.

³ - كمال عبد الجواد الشافعي، مرجع سابق، ص 200.

⁴ - "La responsabilité suppose trois éléments: un fait générateur, un dommage et un rapport de causalité entre le fait et le dommage...", Phlpe Malaurie, Laurent Aynés, opcit, p 40.

- "Les conditions de mise en oeuvre de la responsabilité de l'intermédiaire financier sont les mêmes que celles de la responsabilité civile de droit commun: faute, préjudice et lien de causalité entre les deux", Annie Maudouit, OBLIGATION D'INFORMATION ET RESPONSABILITE DES INTERMEDIAIRES FINANCIERS, Magistère de Juriste d'Affaires - D.J.C.E, Université Panthéon-Assas Paris II, 2008, p 41.

- "A l'image de l'ensemble du droit de la responsabilité civile, la responsabilité par représentation suppose, un fait générateur, un dommage et un lien de causalité entre le premier et le second", Anne GILSON - MAES, MANDAT ET RESPONSABILITE CIVILE, thèse de doctorat, école doctorale sceances de l'homme et de la société, Discipline: Droit privé, UNIVERSITE DE REIMS CHAMPAGNE-ARDENNE, France, 2013, p 307.

كذلك علي علي سليمان، النظرية العامة للالتزام، (مصادر الالتزام في القانون المدني الجزائري)، الطبعة الخامسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 113.

⁵ - بيطار صابرينة، التعويض في نطاق المسؤولية المدنية في القانون الجزائري، مذكرة ماجستير، فرع القانون الخاص الأساسي، كلية الحقوق والعلوم الساسية، جامعة أحمد درارية - أدرار، 2015، ص 22.

⁶ - كمال عبد الجواد الشافعي، مرجع سابق، ص 200.

أحدث الضرر"¹، وهو غير مفترض ويقع على عاتق الدائن (المتضرر) إثباته في جانب المدين²(المتسبب في الضرر)، فإذا دفع الطرف الآخر بأحد موانع المسؤولية (السبب الأجنبي)، وهي القوة القاهرة، فعل الغير أو فعل المضرور، كان غير ملزم بالضمان³. والخطأ غالباً ما يكون خطأ في العمل؛ كأن يقوم المسؤول بفعل شيء ما كان يجب عليه فعله. ولكن من الممكن أيضاً أن يتمثل الخطأ في السهو عن القيام بشيء أو الامتناع عن فعل شيء كان واجباً عليه القيام به⁴.

وأما الضرر فهو الأذى الذي يصيب الشخص في جسمه أو ماله أو شرفه أو عواطفه وقد يكون الضرر ثابتاً كما قد يكون متغيراً⁵، أي هو المساس بمصلحة للمضرور، سواء كانت هذه المصلحة مالية، ويوصف الضرر عندئذ بأنه ضرر مادي، أم كانت مصلحة معنوية أو أدبية، ويوصف الضرر عندئذ بأنه معنوي أو أدبي⁶، وكلاهما قابل للتعويض وفقاً للقواعد العامة للمسؤولية المدنية⁷. وهو ثاني شروط المسؤولية التقصيرية؛ حيث يجب أن يترتب عن الخطأ ضرر يصيب العميل أو الغير وإلا إنتفت المسؤولية، كما يشترط أن يتحقق في الضرر عدة شروط وهي أن يكون الضرر محققاً وليس محتملاً، وأن يكون شخصياً، وأن يكون قد أصاب حقاً مكتسباً⁸ أو مصلحة مشروعة للمتضرر⁹.

¹ - قالية فيروز، الحماية القانونية للعامل من الأخطار المهنية، مذكرة ماجستير، فرع قانون المسؤولية المهنية، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة تيزي وزو، 2012، ص 145.

² - السنهوري أحمد عبد الرزاق، الوسيط في شرح القانون المدني، (نظرية الالتزام بوجه عام - مصادر الالتزام)، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 775.

³ - كمال عبد الجواد الشافعي، مرجع سابق، ص 200.

⁴ - " La faute sera le plus souvent une faute d'action : le responsable aura fait quelque chose qu'il n'aurait pas dû faire. Mais il est aussi possible que la faute soit une faute d'omission : la personne n'aura pas fait quelque chose qu'elle aurait dû faire", Amélie Dionisi Peyruss, op.cit, p 174.

⁵ - قالية فيروز، مرجع سابق، ص 160.

⁶ - إدريس العلوي العبدلاوي، شرح القانون المدني - النظرية العامة للالتزام (الإرادة المنفردة، الإثراء بلا سبب، المسؤولية التقصيرية، القانون)، الجزء الثاني، د ط، بدون دار نشر، 2000، ص 176. كذلك بيطار صابرينة، مرجع سابق، ص 22.

⁷ - قالية فيروز، مرجع سابق، ص 160.

⁸ - دريال عبد الرزاق، الوجيز في النظرية العامة للالتزامات - مصادر الالتزام، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2004، ص ص 78، 79. كذلك عبد الله الطائي، مرجع سابق، ص 246. كذلك قالية فيروز، مرجع سابق، ص 165.

⁹ - بيطار صابرينة، مرجع سابق، ص 22. كذلك قالية فيروز، مرجع سابق، ص 166.

بالإضافة إلى فعل يؤدي إلى المسؤولية (خطأ يحدثه الشيء أو الغير) وضرر ، هناك شرط أو ركن ثالث يتحتم وجوده حتى تترتب المسؤولية وهو علاقة سببية بين الأول والثاني، حيث يجب أن يكون الضرر ناشئاً عن خطأ الفاعل، أي أن تكون هناك علاقة تربط بين الفعل الذي ارتكبه الفاعل والضرر الذي لحق المضرور¹، لأن شرط الإصابة المؤدية لقيام المسؤولية متوقف على أن يثبت المدعي أن فعل الفاعل هو السبب في حدوث الضرر².

أو بعبارة أخرى يشترط لقيام المسؤولية التقصيرية أن يكون الخطأ هو السبب الذي تترتب عليه الضرر، وهذه هي العلاقة السببية بين الخطأ والضرر، ولا يكفي أن يكون الخطأ هو السبب الذي تترتب عليه الضرر، بل يجب أن يكون السبب المباشر والمنتج³ أو الفاعل الذي لعب دوراً أساسياً في إحداث الضرر، أي السبب الذي يجعل حدوث الضرر محتملاً طبقاً لسير الأمور سيراً عادياً⁴.

إذا فلقيام المسؤولية في جانب الوسيط فإنه لا يكفي صدور خطأ منه يلحق بالعميل ضرر، بل يجب أن يثبت العميل أن هذا الضرر هو نتيجة لخطأ الوسيط ، أي أن يثبت وجود رابطة السببية بين الضرر الذي لحقه والخطأ الصادر من الوسيط ، فإذا انتقت هذه الرابطة فلا تتحقق مسؤولية الوسيط، وتتقي مسؤوليته إذا لم يكن الخطأ الصادر منه هو السبب في وقوع الضرر، وذلك بأن يثبت بأن الضرر قد وقع لسبب أجنبي⁵ لا يد للوسيط فيه.

ويتمثل السبب الأجنبي في كل ما يؤدي إلى وقوع الضرر ولا يرجع إلى فعل المدين، كالقوة القاهرة أو فعل الغير أو فعل الدائن (المضرور) نفسه⁶.

¹ - " Outre un fait générateur de responsabilité (faute, fait de la chose ou d'autrui) et un dommage, la troisième condition exigée pour qu'il y ait une responsabilité naissant de « l'accident » est l'existence d'un rapport de causalité entre l'un et l'autre. L'exigence, en réalité, se dédouble. D'une part, le fait reproché doit être la cause de l'atteinte subie par la victime, c'est-à-dire du dommage ...", Phlpe Malaurie, Laurent Aynés, opcit, p 60.

² - "...Traditionnellement, la condition du préjudice pour ouvrir droit à la responsabilité civile signifie que le demandeur doit apporter la preuve d'un fait lui causant un dommage... ", Cyril SINTEZ, La sanction préventive en droit de la responsabilité civile Contribution à la théorie de l'interprétation et de la mise en effet des normes, thèse de doctorat en droit, Faculté des études supérieures de droit (LL. D.), UNIVERSITE DE MONTREAL, canada, 2009, p 256.

³ - سمير عبد السيد تناغو، مصادر اللاتزام (العقد - الإرادة المنفردة - العمل غير المشروع - الإثراء بلا سبب - القانون - الحكم القرار الإداري)، مرجع سابق، ص ص 250، 251. كذلك دريال عبد الرزاق، مرجع سابق، ص 104.

⁴ - علي علي سليمان، مرجع سابق، ص 193.

⁵ - فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 174. كذلك سمير عبد السيد تناغو، مرجع سابق، ص ص 252، 257.

⁶ - المرجع نفسه، الصفحة نفسها. دريال عبد الرزاق، مرجع سابق، ص 103. كذلك بيطار صابرينة، مرجع سابق، ص 35.

وبتطبيق ما سبق على الوسطاء في بورصة الأوراق المالية نجد أن القانون قد فرض عليهم العديد من الالتزامات، وأن عدم تنفيذها أو مجرد التقصير في هذه الالتزامات يعد مرتكباً لخطأ، سواء كانت التزامات إيجابية؛ من بينها تلك الحالات السابق ذكرها في عمليات التداول التي يقوم بها الوسيط المالي ومن صورها:

- الالتزام الذي يوجب على الوسيط التحقق من ملاءة العميل قبل تنفيذ أوامره بشراء الأوراق المالية، فإذا تبين له عدم ملاءة العميل للوفاء بالثمن، يلتزم هنا بعدم تنفيذ الأمر¹، ويكون للوسيط الحق في أن يطلب من عميله تسليم الثمن مسبقاً كغطاء لعمليات الشراء المكلف بها، فإن تهاون الوسيط في ذلك كان ملزماً بدفع الثمن للطرف المقابل في عملية التداول وذلك تنفيذاً للواجب المفروض عليه من قبل المشرع في تسوية عقود التداول التي يقوم بإبرامها، وإلا حق للوسيط أو العميل البائع المتضرر مطالبة الوسيط منفذ أمر شراء الأوراق المالية بالتعويض عن الأضرار التي لحقت به بسبب تأخر تسوية عقد التداول نتيجة عدم تسديد كامل ثمن الأوراق المالية المشتراة في الموعد المحدد².

- كذلك واجب تحقق الوسيط المالي من ملكية العميل للأوراق المالية التي تلقى أمراً منه ببيعها³، وإلا عد الوسيط المالي مقصراً في تأخير عملية تسوية عقد التداول الذي يتم إبرامه مع الوسيط أو العميل مشتري الأوراق المالية، ويترتب عليه في هذه الحالة تعويض المشتري عن الضرر الذي قد يلحقه من التأخر في تسليم الأوراق المالية.

- واجب التحقق من البيانات الشخصية للزبون وأهليته؛ حيث يجب على الوسيط أن يعرف لحساب من يتصرف، ومن ثم فإنه يعد مرتكباً لخطأ إذا لم يتحقق من اسم ومحل إقامة المستثمر، سواء من حيث صفته وأهليته⁴، لإبرام التصرفات المزمع القيام بها؛ حيث لا تصح الصفقات التي تبرم لحساب عميل ناقص الأهلية أو عديمها؛ وبالتالي يسأل الوسيط عما يصيب الغير من ضرر، نتيجة الإخلال بهذا الالتزام⁵، وأن خطأ العميل في هذا الشأن يعد خطأً جسيماً، حيث أن التحقق من أهلية العميل التزام تفرضه القواعد العامة والخاصة، وقد أكدت

¹ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 403. كذلك عبد الله الطائي، مرجع سابق، ص ص 262، 263.

² - سعد فلاح ضاوي الناصفي، مرجع سابق، ص 49.

³ - كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 403. كذلك عبد الله الطائي، مرجع سابق، ص ص 262، 263.

⁴ - عمر ناطق يحيى الحمداني، مرجع سابق، ص 314. كذلك كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 403.

⁵ - صالح عبد الله التويجري، مرجع سابق، ص 68.

على ذلك المادة 20 من النظام 01/15 والتي جاء فيها بأنه: " عند إنشاء علاقة تعاقدية بين الوسيط في عمليات البورصة وزبونه، سواء كان شخصاً طبيعياً أو معنوياً، عليه أن يتحقق من هوية الشخص وتوفر القدرات المطلوبة فيه.

فيما يخص الشخص الطبيعي، فهو ملزم بتقديم للوسيط وثيقة تخول له صفة ممثل الشركة. كما يجب أن يعرف جيداً أهداف درايتهم للبورصة والمنتجات المالية والخطر المتعلق بكل منتج، وكذا مستوى الخطر الذي يسمح به كل زبون".

وقد تم التطرق إلى هذه الأمور ضمن الشروط الواجب توافرها في أوامر البورصة، والتي يجب على وسيط بورصة الأوراق المالية التأكد من توفرها، سواء في التشريع الجزائري أو التشريعات المقارنة، إذ يشير إليها المشرع الأردني في المادة 4/5-4 من تعليمات تداول الأوراق المالية في بورصة عمان، ضمن مجموعة من البيانات التي يجب أن يتضمنها الأمر، وعلى الوسيط التثبت منها وهي: اسم ولقب العميل، اسم الجهة المصدر، نوع الأمر، عدد الأوراق المالية، السعر، تاريخ التفويض ووقته ومدة سريانه.

كذلك المادة 276 من لائحة سوق رأس المال المصري والمادة 1/95 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992. كما تشير إليها المادة 01/4203 من تعليمات (Paris Euronext).

وقد توصلت هذه الدراسة البحثية إلى أن هذه الأمور هي مشتركة بين كل تشريعات الأسواق المالية نظراً لأهميتها، ولهذا فلا خلاف بينها من هذه الناحية.

- كما يعد الوسيط المالي مرتكباً لخطأ في حالة عدم تنفيذ الالتزام القانوني المترتب على عاتقه؛ والذي مفاده أن تلتزم شركة الوساطة بالتحقق من أن عمليات التداول لا تتم على أموال غير مشروعة، وأن تتخذ الإجراءات اللازمة لمنع استثمار أموال غير مشروعة¹، لأن ذلك قد يضر ليس بالمتعاملين فحسب وإنما بالاقتصاد بصفة عامة.

- كذلك يعد الوسيط مرتكباً لخطأ تقصيري في حال عدم تنفيذ أوامر العميل غير محددة المدة في الآجال التي تحددها لوائح السوق، وتبعاً لذلك تسأل شركة الوساطة عن عدم تنفيذ هذا النوع من الأوامر أو التأخير فيها طالما كان تنفيذ الأوامر ممكناً، كونه ملزم ببذل أقصى درجات

¹ - عبد الله الطائي، مرجع سابق، ص 263.

العناية في تنفيذ أوامر العملاء¹، على اعتبار أنه محترف له من الخبرة ما يجعل درجة العناية المفروضة عليه تفوق درجة العناية عند شخص غير محترف.

وهناك التزامات سلبية تفرض على شركات الوساطة المالية الامتناع عن القيام بأفعال أخرى، كالالتزام بحفظ أسرار عملائها، والالتزام بالإفصاح لعملائها عن وجود مصلحة معينة للشركة في الورقة المالية التي يريد عملائها تداولها، فإهمال الشركة في الإفصاح لعميلها عن تلك المصلحة أو إفشاء أسراره يعتبر خطأ من الشركة، فإذا ما أصاب العميل ضرر نتيجة هذا الخطأ التزمت شركة الوساطة المالية بالتعويض عن ذلك الضرر حتى في ظل عدم وجود نص في العقد الموقع بين الطرفين يلزمها بهذا الواجب².

كما تترتب المسؤولية التقصيرية لشركات الوساطة سواء تجاه الغير أو تجاه عملائها عند إخلالها بالالتزامات التي يفرضها القانون عليها³، وبذلك تعد أوسع نطاقاً من المسؤولية العقدية، فهي تقوم في كل حالة تتوفر أركانها ولو لم يكن هناك عقد بين الوسيط والشخص المضروب (المستثمر)، كما يظهر أيضاً مجال أعمال المسؤولية التقصيرية بوضوح في النزاعات التي تتعلق بجبر الضرر الناتج عن الجرح البورصية⁴، وهي تلك التي تنص عليها المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 والمعدلة بنص المادة 19 من القانون رقم 04/03 والتي تحددها على النحو التالي:

- كل من تتوفر له بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته، معلومات امتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعيته، أو منظور تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق، أو يعتمد السماح بإنجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مرخص لذلك، قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات.

- كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى، عن منظور أو وضعيته مصدر، تكون سندات محل تداول في البورصة، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة، من شأنه التأثير على الأسعار.

¹ - عبد الله الطائي، مرجع سابق، ص 266.

² - كمال عبد الجواد الشافعي، مرجع سابق، ص 201.

³ - لافي الدرادكة، ليث الشيخ، مرجع سابق، ص 1436.

⁴ - بوفامة سميرة، مرجع سابق، ص 272.

- كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس، مباشرة أو عن طريق شخص آخر، مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير.

حيث تشكل هذه التصرفات عنصر الخطأ في المسؤولية التقصيرية، فمتى تحقق قيام الوسيط المالي بأي من هذه الجناح وجب المطالبة بالتعويض إلى جانب العقوبة الجنائية¹، على اعتبار أنها تصرفات غير قانونية، يلزم القانون أياً كان في السوق المالي عدم القيام بها، وأن العمليات التي تتم على أساسها تعد باطلة بطلاناً مطلقاً.

وباعتبار أن مثل هذه الجرائم هي مشتركة في كل تشريعات الأسواق المالية، فإن قيامها يشكل جريمة من جهة، وخطأ تقصيري يوجب التعويض في كل التشريعات المقارنة كما هو الحال في التشريع الجزائري، وسيتم دراسة هذه الجرائم ضمن المسؤولية الجنائية لوسيط بورصة الأوراق المالية في المبحث الثاني من هذا الفصل الأخير.

وتجدر الإشارة في الأخير أنه لا يجوز للعميل أن يتفق مع الوسيط على إعفاء الأخير من المسؤولية التقصيرية، لأن قواعدها من النظام العام، أي أن القانون هو الذي قرر أحكامها²، وبالتالي فليس من حق الطرفين الاتفاق على مخالفة القانون وإلا كان اتفاقهما باطلاً بطلاناً مطلقاً.

¹ باعتبار أن الجريمة الجنائية لا يترتب عليها إلا المسؤولية الجنائية وهي بطبيعتها الحال عقوبة جنائية، ولا سيما عقوبة السجن أو الغرامة. من ناحية أخرى لا تؤدي المسؤولية الجنائية إلى التعويض عن الضرر الذي يلحق بالضحية، إذ أن المسؤولية المدنية فقط هي التي تسمح به.

وأن نفس الفعل يمكن أن يؤدي إلى المسؤولية الجنائية والمدنية في الواقع، إذا تسبب ارتكاب الجريمة أيضاً في إلحاق الضرر بشخص ما، فيمكن لهذا الشخص أن يلتمس تعويضاً على أساس المسؤولية المدنية.

وللحصول على تعويض على أساس المسؤولية المدنية، يمكن للضحية أن تتأسس كطرفاً مدنياً أثناء المحاكمة الجنائية أو أن تتخذ إجراءات منفصلة أمام المحاكم المدنية.

"La conséquence de la responsabilité pénale sera une sanction pénale, en particulier une peine de prison ou une amende. En revanche, la responsabilité pénale ne conduit pas à la réparation du dommage causé à la victime, seule la responsabilité civile peut permettre cette réparation.

Le même acte peut être à l'origine d'une responsabilité pénale et d'une responsabilité civile. En effet, si la commission de l'infraction a aussi causé un dommage à une personne (souvent à la victime première de l'infraction), alors celle-ci peut demander réparation sur le fondement de la responsabilité civile ... et Pour obtenir réparation sur le fondement de la responsabilité civile, la victime pourra se constituer partie civile lors du procès pénal ou mener une action distincte devant les juridictions civiles ". voir Amélie Dionisi-Peyruss, op.cit, P165.

² - السنهوري أحمد عبد الرزاق، الوسيط في شرح القانون المدني، (نظرية الالتزام بوجه عام - مصادر الالتزام)، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 752، كذلك عاشور عبد الجواد، مرجع سابق، ص 109.

الفرع الثاني: المسؤولية العقدية لوسيط بورصة الأوراق المالية.

تعتبر المسؤولية العقدية جزءاً لا يتجزأ من المسؤولية المدنية عموماً، فكلاهما يهدف إلى تعويض الطرف المضرور عن الأضرار والخسائر التي لحقت به، سواء كان ذلك عن الإخلال ببند العقد أو التأخر في تنفيذه، وهو ما يسمى بالمسؤولية العقدية، فإذا كانت المسؤولية التقصيرية مصدراً مستقلاً للالتزام، فإن المسؤولية العقدية لا تعدو أن تكون أثراً من آثار الإخلال بالالتزامات العقدية أو بتعبير آخر مجرد جزءاً من جزاءات عدم تنفيذ الالتزام¹.

وتعد مسؤولية وسيط الأوراق المالية مسؤولية عقدية بالدرجة الأولى، تجد أساسها في عقد الوساطة الذي يحكم علاقة الوسيط بالعميل²، وتعرف بأنها: "ذلك الجزاء المترتب على الإخلال بالالتزامات التعاقدية"³. وأن هذه المسؤولية العقدية مثلها مثل المسؤولية التقصيرية تخضع في الأصل إلى القواعد العامة، ولم تهتم تشريعات الأسواق المالية بتنظيمها، من حيث وقوع خطأ من جانب الوسيط، وأن يترتب على هذا الخطأ ضرر يصيب العميل، وأن تكون هناك علاقة سببية بين الخطأ والضرر، ولما كانت هذه الشروط هي نفسها شروط قيام المسؤولية التقصيرية فسوف تقتصر الدراسة على الخطأ العقدي فقط مع التركيز على صورته.

وكما هو الحال بالنسبة للمسؤولية التقصيرية حيث لا تقوم المسؤولية العقدية إلا بتوافر ركن الخطأ، والذي يتمثل في نطاق الوساطة في الأوراق المالية بعدم تنفيذ الوسيط للالتزامات الناشئة عن العقد⁴، ويستوي في ذلك أن يكون عدم تنفيذ الالتزام ناشئاً عن عمد أو إهمال وتقصير⁵، ومن دون حاجة إلى أن يقوم صاحب المصلحة في التنفيذ - العميل - بإثبات العمد أو الإهمال، فمجرد عدم تنفيذ التزام ناشئ عن عقد يعتبر خطأ تترتب عليه مسؤولية من يقع على عاتقه الالتزام الذي لم ينفذ⁶. معنى ذلك أنه يتطلب في الخطأ العقدي وجود عقد بين

¹ - عبد القادر العرعاري، مصادر الالتزامات - الكتاب الثاني المسؤولية المدنية، الطبعة الثالثة، مكتبة دار الأمان، الرباط، 2011، ص 30. كذلك سمير عبد السيد تناغو، مصادر اللاتزام (العقد - الإرادة المنفردة - العمل غير المشروع - الإثراء بلا سبب - القانون - الحكم القرار الإداري)، مرجع سابق، ص 215.

² - محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص 78.

³ - عبد القادر العرعاري، مرجع سابق، ص 14.

⁴ - فاروق إبراهيم جاسم، مرجع سابق، ص 169.

⁵ - عبد المجيد الحكيم وآخرون، نظرية الالتزام في القانون المدني العراقي، مصادر الالتزام، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 165.

⁶ - إدريس العلوي العبدلاوي، مرجع سابق، ص 103، 104.

المسؤول والمتضرر وأن يكون هذا العقد صحيحاً¹، إذ لا تقوم المسؤولية العقدية على عقد تقرر بطلانه، سيما وأن بطلان العقد يترتب عليه زواله بأثر رجعي فتزول معه قواعد المسؤولية العقدية².

ومن صور الخطأ العقدي الذي يُقيم مسؤولية الوسيط تجاوزه لحدود الأمر؛ كإجراء عملية تداول بالبورصة دون صدور إذن صريح من العميل أو تفويض منه أو إذا قام بتغيير طبيعة العملية، أو إجراء عمليات التداول على نوع أو كمية أوراق مالية خلاف الواردة في الأمر³، وهذا في عقود التسيير الحر لحافضة القيم المنقولة من طرف العميل.

في حين لا يعد الوسيط المالي مرتكباً لخطأ عقدي إذا كان بصدد تنفيذ عقد تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، حيث تكون له صلاحية اتخاذ قرارات البيع والشراء دون تلقي أوامر من العميل، خلافاً للحالة الأولى أين يكون موكلاً بالبيع أو الشراء فقط .

إذ أن للمدخر ثلاث خيارات في تكوين محفظته وإدارتها، وفقاً لما تم بيانه سابقاً. حيث يتمثل الخيار الأول في كون المدخر يمكنه أن يتدخل بنفسه في البورصة، وذلك بإعطاء أوامر البيع أو الشراء للوسيط لتنفيذها، أي تسيير حر للحافضة، فيعود لصاحب الحافضة أمر التسيير بمفرده، وهذا بإعطاء أوامر للوسيط في عمليات البورصة لتنفيذها، وفي هذه الحالة يربطه بهذا الأخير عقد لإيداع الصكوك المالية، الذي حل محله عقد إمساك حساب الصكوك تبعاً لإلغاء الشكل المادي للصكوك المالية، وبالتالي فإدارة الصكوك يتولاها المدخر بنفسه، وينحصر دور الوسيط المالي في نطاق المعلومات والنصائح التي يسديها إليه كمودع لديه بخصوص حفظ الصكوك المالية فقط⁴؛ وهي الحالة التي يقوم فيها خطأ الوسيط العقدي وفقاً لما ذكر أعلاه.

والخيار الثاني هو شراء أسهم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، التي تقوم بدورها بالتسيير الجماعي لحافضة القيم المنقولة. أما الخيار الأخير فهو إمكانية المدخر اللجوء إلى وسيط من أجل إدارة وتسيير حافضة القيم المنقولة، حيث أن كلا الخيارين الأخيرين لا يقوم فيهما الخطأ العقدي على النحو الذي تم ذكره أعلاه، لأن قرار التداول لا يعود للعميل.

¹ - محمد بن حسين الشامي، مرجع سابق، ص ص 149، 150.

² - محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص 79.

³ - عبد الله الطائي، مرجع سابق، ص 267.

⁴ - فضلي هشام، مرجع سابق، ص ص 4، 5.

ولتحديد الخطأ العقدي يتوقف الأمر في الحقيقة على مضمون الواجب ومداه، ذلك أن الواجب قد يفرض على الوسيط تحقيق نتيجة معينة، وهذا هو الالتزام بتحقيق غاية، وقد يفرض عليه واجباً عاماً بمراعاة الحيطة والتبصر، وهذا هو الالتزام ببذل عناية¹. وقد تبنى الفقه معياراً موضوعياً للتفرقة بين الالتزام بتحقيق نتيجة والالتزام ببذل عناية، فيكون التزام المدين ببذل عناية إذا كانت النتيجة التي يراد تحقيقها ذات طبيعة احتمالية، وعلى العكس يكون التزام المدين بتحقيق نتيجة إذا كانت الغاية التي قصد الطرفان تحقيقها مؤكدة².

وعلى هذا فإن عدم قيام المدين بتنفيذ التزامه هو بذاته الخطأ العقدي وليس فقط مجرد دليل عليه أو سبب لافتراض وجوده. لأن الفعل المحرك للمسؤولية العقدية هو عدم تنفيذ العقد سواء كان المدين قد ارتكب خطأً أم لا، متى كان عدم التنفيذ يتعلق بالالتزام تعاقدية مرتبط بتحقيق نتيجة³. أي أن القول بعدم تنفيذ المدين لالتزامه يتوقف على تحديد نوع الالتزام. وهل هو التزام بتحقيق نتيجة، أم ببذل عناية فقط⁴؟ وأن إثبات الخطأ العقدي يختلف بحسب طبيعة الالتزام الذي يقع على عاتق الوسيط المالي.

فإذا كان التزام الوسيط في علاقته العقدية مع العميل هو التزام بتحقيق نتيجة كإبرامه للصفقة التي كلف بها وتسوية آثارها بتسليم السندات ودفع الثمن، ومن ثم يكون أساس مسؤوليته هو الخطأ العقدي المفترض، لأنه في الالتزام بتحقيق نتيجة يتحقق الخطأ العقدي بمجرد عدم تحقيق هذه النتيجة⁵، ولا فائدة من الجهد المبذول في سبيل تحقيقها ما لم يتم

¹ - محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص 79.

² - سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية، دار النهضة العربية، 1992، ص 214. كذلك عبد القادر العرعاري، مرجع سابق، ص ص 36-38.

³ - "Lefait générateur de la responsabilité contractuelle est l'inexécution du contrat, qui peut être fautive ou non (c'est le cas de l'inexécution d'une obligation contractuelle de résultat, où le débiteur est condamné même s'il prouve que l'inexécution n'est pas due à sa faute)", Nikiforos Kalodikis, LA QUESTION DE L'IMPACT DE L'ÉVOLUTION DES RELATIONS D'AFFAIRES SUR LA THÉORIE GÉNÉRALE DES OBLIGATIONS : LE CAS DU GROUPE DE CONTRATS, mémoire pour le DEA DE DROIT DES AFFAIRES, faculté de droit, université robert -schuman, France, 2003, p 19.

⁴ - سمير عبد السيد تناغو، مصادر اللاتزام (العقد - الإرادة المنفردة - العمل غير المشروع - الإبراء بلا سبب - القانون - الحكم القرار الإداري)، مرجع سابق، ص 170.

⁵ - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص 97.

التوصل لتلك النتيجة¹، وبالتالي فلا يبقى أمام الوكيل (الوسيط) إلا حالة وحيدة يعفى فيها وهي حالة خطأ الموكل الذي يؤدي إلى منع الغير من تنفيذ العملية².

وتجدر الإشارة أن الصور التي يتحقق فيها الخطأ العقدي في جانب الوسيط المالي ويكون فيها التزام الوسيط بتحقيق نتيجة، لا تكون إلا في التسيير الحر لحافظة الأوراق المالية من قبل العميل، خلافاً لحالة إدارة الوسيط للحافظة أين يكون له مطلق الحرية في إصدار الأوامر وتنفيذها في الوقت الذي يراه مناسباً، وهنا يكون التزامه ببذل عناية³.

وهناك العديد من الصور التي يتحقق فيها الخطأ العقدي في جانب الوسيط المالي ويكون فيها ملزم بتحقيق نتيجة منها:

التقصير في تنفيذ أوامر التداول بحسب تعليمات المستثمر، وتتعدد صور مخالفة الوسيط المالي لأوامر المستثمر، ومن ذلك إذا أمره بتداول ورقة مالية معينة فتداول الوسيط ورقة مالية أخرى لا يرغب المستثمر في التعامل عليها، فيسأل الوسيط عن ذلك وأول درجات مسؤوليته هو عدم استحقاقه للعمولة المتفق عليها، هذا إلى جانب تعويضه عن الضرر الذي لحق المستثمر⁴.

كذلك يعد خطأً أي إخلال من جانب الوسيط بتنفيذ التزاماته المتعلقة ببيع وشراء الأوراق المالية لصالح عملائه وفقاً للسعر المحدد⁵ أو خلال المدة المحددة⁶ بأمر البورصة، وقد ذهب

¹ - إدريس العلوي العبدلاوي، مرجع سابق، ص 104.

² - سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية، مرجع سابق، ص 69.

³ - في هذا الصدد نصت المادة 43 من النظام 01/15 بأنه: " في إطار علاقتهم تجاه الزبائن وتنفيذاً للوكالة الممنوحة إياهم، على الوسطاء في عمليات البورصة الحرص على تنفيذ الأوامر في أحسن ظروف السوق وذلك اعتباراً لأوامر الزبائن"، كذلك الحال بالنسبة للمشرع الأردني حيث ومن خلال نص المادة 27 من تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية لسنة 2005، يبين أن الوسيط مدير الاستثمار (مدير الحافظة) يلتزم ببذل عناية المهني الحريص في إدارة حافظة الأوراق المالية التي تعود لعملائه، نقلاً عن لافي الدرادكة، مرجع سابق، ص ص 1438، 1439. ونفس التوجه أخذ به المشرع المصري من خلال المادتين 214 و 256 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، نقلاً عن عمر ناطق الحمداني، ص ص 313، 314.

⁴ - صالح عبد الله التويجري، مرجع سابق، ص 70.

⁵ - لافي الدرادكة، مرجع سابق، 1438.

⁶ - حيث تنص قواعد التداول في معظم الأسواق المالية على الإسراع في تنفيذ أوامر التداول بأسرع ما يمكن حتى لا تتأخر عن الوقت المحدد وهو ما نصت عليه المادة 95 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، مرجع سابق. =

القضاء الإنجليزي في هذا الصدد، إلى أنه في حالة وجود تعليمات محددة، تأمر السمسار بإجراء عملية بيع أو شراء بسعر محدد، فإنه على السمسار أن ينفذ الصفقة حال ما تصل الأسهم لذلك السعر؛ ففي قضية (*Bertram Armstrong & Co. v. Godfray*)، والتي تتلخص وقائعها؛ في أن السمسار قد تلقى أوامر من عميله بأن يبيع أسهماً معينة عندما تصل أسعارها إلى (85) فأكثر، فحكمت المحكمة بأن السمسار كان ملزماً ببيع الأسهم عند وصولها سعر (85)، وأنه لا يملك سلطة أن ينتظر حتى تصل إلى سعر أعلى¹.

ومن صور الخطأ العقدي كذلك تأخر الوسيط المالي في إيداع المبالغ الناتجة عن صفقة البيع أو الشراء في حساب المستثمر، سواء كان هذا التأخير إما لخلل تقني أو لأي سبب آخر، يترتب عليه عدم تمكن المستثمر من التصرف في ماله، ومن ثم إلحاق الضرر به، ولذا فإن الوسيط المالي يلتزم بتعويض المستثمر عن الفرص التي فاتت عليه بسبب حبس ماله ومنعه من استثماره²، وأن التزام الوسيط في هذه الصورة هو التزام بتحقيق نتيجة وهي عملية إيداع المبالغ الناتجة عن الصفقة في حساب العميل مباشرة بعد إتمام عملية التسوية والمقاصة.

كما أن عدم التزام الوسيط بتقديم النصح والمشورة (الالتزام بالإعلام والإفصاح عن مخاطر المضاربة المتعلقة بالصفقة) لعملائه يعد مخطئاً، وأنه على العميل إثبات عدم التنفيذ فقط دون حاجة لإثبات الخطأ، باعتبار أن في مثل هذا النوع من الإلتزام ينقلب عبء الإثبات حيث يتحمله الوسيط المالي لإثبات أنه أوفى بالالتزامه وليس العميل³، ما دام الوسيط ملزم بتحقيق نتيجة.

أو إفشاء الأسرار التي تصل إلى علمه بمناسبة عمله يعد مخطئاً إذا لم تتحقق النتيجة، دون حاجة العميل لإثبات الخطأ أو تقديره، إذ يكفي إثبات عدم تنفيذه فقط، فضلاً عن إخلال

= كما تأكد على ذلك قواعد التداول في سوق الأوراق المالية السعودي، وجاء في المادة 15 من لائحة سلوكيات السوق المالي السعودي بأنه: " يجب على الشخص المرخص له عند تنفيذ صفقة بناءً على أمر من عميل أن يتأكد من تخصيصها لحساب ذلك العميل من غير تأخير"، نقلاً عن صالح عبد الله التويجري، مرجع سابق، ص 72.

¹ - لافي الدرادكة، مرجع سابق، ص 1438.

² - أحمد بن عبد الله بن صالح الخميس، أحكام المنازعات بين الوسيط والمستثمر في تداول الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، المعهد العالي للقضاء، قسم فقه القانون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1429 هـ، ص 128.

³ - " ... C'est notamment le cas dans le cadre de toute obligation d'information, et particulièrement de celle pesant sur les prestataires de services d'investissement quant aux risques liés à la réalisation d'opérations spéculatives. Un renversement de la charge de la preuve est ici effectué, et c'est alors à l'intermédiaire de prouver qu'il a bien rempli son obligation... ", Annie Maudouit, opcit, p 49.

الوسيط المالي بالتزامه بإشعار العميل بنتيجة تنفيذ الأوامر الصادرة منه، وفقاً لما سبق ذكره ضمن الالتزامات المترتبة على الوسيط بموجب العقد المبرم بينه وبين عميله، حيث يعد خطأً عقدياً، وأن التزامه في هذه الحالة هو التزام بتحقيق نتيجة كذلك.

أما إذا كان التزام الوسيط المالي ببذل عناية ففي هذه الحالة يكون الخطأ العقدي المرتكب من جانبه غير مفترض، وبذلك يتعين على العميل إثبات الخطأ في جانب الوسيط لكي تقوم المسؤولية العقدية لهذا الأخير. أي يتعين عليه إثبات أن الوسيط السمسار قَصَرَ في العناية المطلوبة وهي عناية السمسار الفطن الذي له دراية بالمهنة التي يمارسها، إلى جانب الضرر والعلاقة السببية بين الخطأ والضرر¹.

إذا فمتى تم الانتهاء من تحديد طبيعة التزام الوسيط بأنه التزام ببذل عناية المهني الحريص وليس عناية الرجل العادي، فمن ثم يتحقق ركن الخطأ إذا ما أهمل الوسيط سواء عن عمد أو غير عمد إتمام ما أسند إليه، أو تراخى في تنفيذه أو قام بالتنفيذ ولكن ليس بالصورة المطلوبة منه، وأن الخطأ لا يقف عند حد الوسيط بل يمتد إلى تابعيه².

والمحكمة هي التي تقدر متى يقع السمسار في خطأ أو إهمال وهي غالباً ما تتشدد في مساءلة السمسار المحترف، ذلك أن عليه أن يبذل المزيد من الحرص والعناية بحسب أنه خبير بالعمليات التي يتوسط فيها، فلا يجوز أن يخفى عليه ما لا يخفى على كل سمسار فطن له دراية بالمهنة التي يمارسها³.

وفي هذا الصدد فإن فقه القانون التجاري يؤكد على أن خطأ المدير (الوسيط) في تنفيذ التزامه يتأتى من كونه يمارس نشاطاً هاماً يمس المصلحة الاقتصادية للأفراد والدولة معاً، وهو في حكم الذي ينسب إلى أصحاب المهن في ممارسة مهنتهم، إذ أن لكل مهنة واجبات معينة تفرضها عليها أصول المهنة ويخضع تقدير الخطأ لمعيار خاص يتناسب مع كون الوسيط

¹ - أحمد بن مدني، مرجع سابق، ص 94.

² - عماد محمد أمين رمضان، الإطار القانوني لعمل الوسيط في الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين القانون المصري والقانون البحريني، مجلة كلية الشريعة والقانون، جامعة الأزهر، الدقهلية، المجلد رقم 18، العدد 6، 2016، ص 3487.

³ - أحمد بن مدني، مرجع سابق، ص 95.

رجالاً مهنيًا يحتل وضعاً متميزاً عن العميل الذي لا تتوفر له المعرفة والخبرة اللازمة¹، وعلى هذا فإن تقدير الخطأ هنا يعود للمحكمة المختصة، التي تستعين في ذلك بأهل الخبرة.

ومن الصور التي يتحقق فيها الخطأ العقدي في جانب الوسيط المالي ويكون فيها ملزم ببذل عناية الحالات التالية:

الحالة التي يكتب فيها مدير المحفظة (الوسيط) لعملائه في أسهم أحد البنوك أشهر إفلاسه عقب الاكتتاب بفترة قصيرة، حيث يعد الوسيط مرتكباً لخطأ عقدي كان بإمكانه توقيه لو أجرى بحثاً بسيطاً عن حالة البنك وأن يتبين ذلك من المشاكل المالية التي تحيط به، والدعاوى العديدة التي أقيمت لشهر إفلاسه، وبالنتيجة يعد الوسيط مسؤولاً وقد قضت المحكمة في قضية مماثلة بإهمال المدير في بذل العناية المطلوبة²، ذلك أن طبيعة التزام الوسيط هو التزام ببذل العناية الكافية لتسيير الحافظة، وتقوم مسؤوليته فقط عند إثبات أنه لم يتصرف وفقاً لما يقوم به المحترف الجيد، ولا يمكن أن يستدل على هذه المسؤولية بمجرد أن عملية واحدة لم تؤت ثمارها وكانت نتائجها سلبية³، حيث أن العناية اليقظة للوسيط لا تكفل بالضرورة تحقيق نتائج ايجابية لزيونه، وقد لا تؤدي بالضرورة إلى زيادة أصول الحافظة أو ارتفاع العائد منها، لأن مثل هذه النتائج تتوقف على بعض الظروف التي تخرج عن إرادته مهما كانت مهارته المالية والاقتصادية وقدرته على التنبؤ، حيث قد تطرأ على الوضعية الاقتصادية للشركة بعض الأزمات والتغيرات في سياستها الاستثمارية وإدارتها تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لأوراقها المالية، وبالتالي إلحاق خسارة بمحفظة العميل⁴.

في حين أن تقدير العناية التي يبذلها المسير (الوسيط مدير المحفظة)، ليس بالنظر إلى كل عملية منعزلة عن غيرها من العمليات، وإنما على أساس النتائج الكلية التي قام بها، ما دام أن الأسلوب الذي اتبعه المسير في الإدارة يعتمد على رؤية طويلة الأجل ولم يصدر من العميل ما يفيد اعتراضه على ذلك⁵.

¹ - لافي الدرادكة ، مرجع سابق، ص 1438.

² - فضلي هشام، مرجع سابق، ص 127.

³ - بوقامة سميرة، مرجع سابق، ص 290.

⁴ - أيت ملود فاتح، مرجع سابق، ص ص 247، 248.

⁵ - فضلي هشام، مرجع سابق، ص ص 127، 128.

وبخصوص مسؤولية الوسيط من حيث الأشخاص وباعتبار أن الخطأ يمتد إلى تابعيه كما سبق ذكره؛ فيجب الإشارة أنه في الأصل يكون المدين مسؤولاً عن خطأ الشخصي، ولكنه قد يكون مسؤولاً عن عمل الغير¹، أي أن المسؤولية العقدية تقع على عاتق الوسيط، إذ أنه في دائرة العلاقات العقدية يتساوى فعل الوسيط باعتباره المدين الأصلي مع فعل من يستخدمهم، فيكون خطأهم في تنفيذ العقد خطأً من المدين، فإدارة شركة الوساطة تكون مسؤولة مسؤولية كاملة عن تصرفات موظفيها المخالفة للأنظمة والتعليمات².

غير أن هناك من يرى بأن المسؤولية عن طريق التمثيل ليست مسؤولية عن فعل الغير، بل يجب الرجوع إلى المسؤولية عن الفعل الشخصي لمعرفة ما إذا كان هناك تعارض بين ارتكاب الفعل وإسناد الالتزام بإصلاح الضرر، وأن نظام المسؤولية هذا لا يشكل اختلافاً مع المسؤولية المحددة في الأحكام الواردة في المادتين 1382 و1383 من القانون المدني الفرنسي³، وغيره من التقنيات المدنية للتشريعات محل مقارنة التي سبق ذكرها. ولهذا فأى خطأ يرتكبه ممثل الوسيط يتحمل مسؤوليته الأخير باعتباره شخص معنوي، وأن الممثل يعمل لصالحه.

أما بخصوص تعديل المسؤولية العقدية فإنه إذا كانت القواعد العامة تجيز لطرفي العلاقة التعاقدية أن يتفقوا على تعديل نطاق الالتزامات العقدية للمدين؛ كأن يتم تشديدها أو تخفيفها أو الإعفاء منها؛ لعدم تعلق قواعد المسؤولية العقدية بالنظام العام والآداب العامة، باعتبارها مكملة لإرادة الأفراد⁴، هذا خلافاً للمسؤولية التصديرية التي هي من النظام العام ولا يجوز الاتفاق على تعديل قواعدها بالاتفاق كما هو الشأن في المسؤولية العقدية⁵.

إلا أنه في مجال الأسواق المالية إتجه غالبية الفقه إلى أنه لا يجوز الاتفاق على الإعفاء من المسؤولية العقدية للوسيط المالي، أو التخفيف منها؛ لبطان ذلك الاتفاق حيث تحظره

¹ - السنهوري أحمد عبد الرزاق، الوسيط في شرح القانون المدني، (نظرية الالتزام بوجه عام - مصادر الالتزام)، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 655.

² - لافي الدرادكة، مرجع سابق، ص 1437.

³ - " La responsabilité par représentation n'étant pas une responsabilité du fait d'autrui, il convient de se tourner vers la responsabilité du fait personnel pour regarder si, malgré la dissociation entre la commission du fait générateur et l'imputation de l'obligation de réparation, ce régime de responsabilité ne constituerait pas une déclinaison de la responsabilité définie par les articles 1382 et 1383 du Code civil ", Anne GILSON - MAES, opcit, p 378.

⁴ - سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية، مرجع سابق، ص 69.

⁵ - إدريس العلوي العبدلاوي، مرجع سابق، ص 115. كذلك لافي الدرادكة، مرجع سابق، ص 1140.

قوانين الأسواق المالية¹، ومن الأنظمة المقارنة التي جسدت هذا الحظر في تشريعاتها نجد مثلاً المشرع الأردني، وذلك من خلال نص المادة 5/ب من تعليمات التداول لسنة 2004، التي حظرت على الوسيط المرخص من هيئة الأوراق المالية لممارسة أعمال الوسيط المالي (الوسيط الذي يمارس بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء) بموجب اتفاقية يبرمها، أن يقيد مسؤولياته المفروضة بموجب التشريعات المعمول بها أو أن يحصل على إعفاء من تلك المسؤوليات. كما حظرت ذلك المادة 8 من تعليمات معايير السلوك المهني الخاصة ببورصة عمان².

لكن فيما يتعلق بشركات الوساطة التي تقدم خدمات الاستثمار فلم يرد بقانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه ما يمنع شروط تعديل المسؤولية، وعلى ذلك فهي تخضع للقواعد العامة في القانون المدني الأردني³.

كذلك المشرع السعودي يحظر التعديل في شروط المسؤولية العقدية، حيث نصت المادة 31 من لائحة الأشخاص المرخص لهم على أنه: "يقع باطلاً أي شرط بإعفاء الشخص المرخص له نفسه من المسؤولية، أو الحد منها، سواء كان بموجب شروط تقديم الخدمات أو غير ذلك، إذا كان الإعفاء أو تحديد المسؤولية يتعارض مع التزامات الشخص المرخص له بموجب النظام، أو لوائحه التنفيذية"⁴، والملاحظ أن حظر تعديل قواعد المسؤولية في التشريع السعودي عام ولا يتعلق بنشاط معين من أنشطة المرخص له.

وفي السياق ذاته وبخصوص الإعفاء من مسؤولية الوسيط في تسيير حافظة القيم المنقولة، فقد قضت محكمة إستئناف باريس بأن الشركة التي تدير حافظة القيم المنقولة للعميل تلتزم بتعويض الأضرار التي تصيب هذا الأخير رغم وجود شرط بإعفائها من المسؤولية، لأن هذا الشرط في نظر المحكمة لا يعفي الشركة من بذل كافة الجهود لضمان إدارة فعالة للأموال المسلمة إليها، ولا يلزم لقيام مسؤولية الشركة حدوث غش من جانبها أو وقوعها في خطأ جسيم، بل إن خطأ بسيطاً في أعمال الإدارة من شأنه أن يلزمها بتعويض الضرر⁵.

¹ - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، 109. كذلك لافي الدرادكة، مرجع سابق، ص 1140.

² - لافي الدرادكة، مرجع سابق، ص 1140.

³ - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

⁴ - صالح عبد الله التويجري، مرجع سابق، ص 80.

⁵ - أيت ملود فاتح، مرجع سابق، ص 255.

أما إذا رجعنا إلى المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة الجزائر وكذلك أنظمتها، فلا نجد أي إشارة لحظر تعديل المسؤولية العقدية للوسيط المالي، مما يفهم أنها تخضع للقواعد العامة الواردة في القانون المدني (المادة 178)، والشيء نفسه بالنسبة للتشريع المصري.

كما يمكن القول بهذا الصدد كذلك أن عدم الإشارة لحظر تعديل المسؤولية، قد يرجع إلى كون عقود الوساطة في بورصة الأوراق المالية هي في الغالب عقود نمطية وفقاً للنماذج التي تحددها الأسواق المالية، وهي دوما خاضعة لرقابة لجنة السوق، وبالتالي فلا داعي للتصحيح على هذا الحظر. بالإضافة إلى أنه وتبعاً لما سبق دراسته فإن تشريعات الأسواق المالية ولوائحها في كل البورصات تحرص على تحديد معظم التزامات الوسطاء الماليين بما في ذلك الالتزامات العقدية التي يفترض أن يتناولها العقد المبرم بين الوسيط وعميله، وهذا حرصاً من الأسواق المالية على عدم ترك فرص للوسطاء الماليين للتلاعب بالعملاء، دون نسيان أن الوسيط المالي ضامن للصفقات التي يبرمها من خلال التزامه بالاشتراك في الصندوق الخاص بضمان الزبائن والاكنتاب في عقود تأمين تضمن مسؤوليتهم تجاه الزبائن¹ وفقاً لما ورد في المادتين 53، 54 من النظام رقم 01/15 السابق ذكره.

من خلال ما سبق ذكره يمكن القول أن قيام المسؤولية العقدية متوقف على توافر أركانها من خطأ وضرر في جانب العميل وعلاقة سببية تربط بينهما. وأن الغاية من إقرار نظام المسؤولية العقدية هو محاولة جبر الضرر وإعادة التوازن إلى المراكز الاقتصادية المختلفة للمتعاقدين، نتيجة الأخطاء المنسوبة للوسيط، حيث يتم ذلك بالزام الأخير بأداء التعويض المناسب للعميل المتضرر من خطأه، ويستوي في ذلك أن يكون هذا التعويض إصلاحاً للعيب أو الخلل الموجب للمسؤولية أو عبارة عن تمتيع العميل بمبالغ نقدية إذا كان العيب أو الضرر الذي تسبب فيه خطأ الوسيط مستعصياً عن الإصلاح².

¹ - إن الاكنتاب في عقود تأمين لحماية الزبائن لدليل بين على أن مسؤولية وسيط بورصة الأوراق المالية هي مسؤولية مهنية، تختلف عن مسؤولية الشخص العادي، وأن هذا التأمين يهدف لحماية العميل من الضرر، وهذا ما يعني أن الضرر شيء مؤكد الوجود في كل نشاط مهني ويتوجب الحماية منه، وليس في نشاط الوسيط المالي فقط، " L'assurance responsabilité professionnelle est une assurance de dommages راجع في ذلك:

Vincent Caron, L'INTERPRÉTATION DU CONTRAT D'ASSURANCE DE RESPONSABILITÉ PROFESSIONNELLE : DE L'INTENTION COMMUNE À LA PROTECTION DU PUBLIC, REVUE Assurances et gestion des risques/Insurance and risk management , faculté de science de l'administration, université laval,canada, Vol. 83 (1-2), 2016, p 2.

² - عماد محمد أمين رمضان، مرجع سابق، ص 3483.

معنى ذلك أن التعويض عن الضرر المرتكب لا يخرج عن القاعدة العامة في التعويض والتي مفادها أن يتم عيناً، بهدف إزالة الضرر نفسه الذي لحق الدائن، متى كان ممكناً وغير مرهق للمدين¹، غير أن طريقة التعويض في بورصة الأوراق المالية تختلف باختلاف الخطأ المرتكب، وقد سبق التطرق للعديد من الأخطاء التي قد يرتكبها الوسيط المالي سواء كان فيها التزامه بتحقيق نتيجة أو ببذل عناية، وقد توصلت الدراسة في هذا البحث أنه في النوع الأول من الالتزامات يعفى العميل من إثبات الخطأ لأنه مفترض في جانب الوسيط، فمتى ثبت عدم تنفيذه التزامه يكون قد ارتكب خطأً. في حين يتوجب على العميل إثبات الخطأ في جانب الوسيط إذا كان الوسيط ملزماً ببذل عناية فقط.

وعليه فإذا افترضنا مثلاً أن خطأ الوسيط يتمثل في إجراء عملية تداول على نوع أو كمية أوراق مالية خلاف ما هو وارد في أمر العميل، بالنسبة لنشاط التسيير الحر لحافظة القيم المنقولة، ففي هذه الحالة يكون التعويض باقتناء الوسيط لكمية مماثلة من الأوراق المالية التي طلبها العميل.

ومن الأنواع المختلفة للتعويض كذلك الصورة التي يكون فيها خطأ الوسيط المالي هو التأخر في إيداع المبالغ الناتجة عن صفقة البيع أو الشراء في حساب المستثمر، سواء كان هذا التأخير إما لخلل تقني أو لأي سبب آخر، يترتب عليه عدم تمكن المستثمر من التصرف في ماله، ومن ثم إلحاق الضرر به، ولذا فإن تعويض العميل يكون نقداً عن الفرص التي فاتت عليه بسبب حبس ماله ومنعه من استثماره.

المطلب الثاني: قيام المسؤولية التأديبية لوسيط بورصة الأوراق المالية.

إن من مميزات الأسواق المالية أنها أسواق منظمة، حيث يضع القانون القواعد والأحكام العامة التي توطر هذه الأسواق، فيما تتكفل بإدارتها والإشراف عليها هيئات إدارية مستقلة، ويهدف هذا التنظيم إلى حماية مدخرات الجمهور وضمان مساهمتهم في التنمية الاقتصادية للدولة. وعلى هذا الأساس فإن أي فعل يخل بقانون السوق ولوائحه يصدر من طرف شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية، حتى وإن كان قد ترتبت عليه المسؤولية المدنية أو الجزائية أو كلاهما، فإن ذلك لا يمنع الهيئات الإدارية المستقلة المكلفة بمراقبة السوق والإشراف عليه من معاقبتها تأديبياً، بسبب انحراف شركات الوساطة عن قواعد المهنة وأدبياتها.

¹ - إدريس العلوي العبدلاوي، مرجع سابق، ص 119.

إذا بناءً على ما سبق ذكره سوف يتناول هذا المطلب بالدراسة متى تقوم (موضوع قيام) المسؤولية التأديبية للوسيط ومن هي الجهة المختصة قانوناً بتأديب وسطاء بورصة الأوراق المالية (فرع أول)، ثم إجراءات التأديب والقرارات الصادرة عن الجهات المختصة في هذا الشأن (فرع ثان).

الفرع الأول: موضوع المسؤولية التأديبية لوسيط ب.أ.م وجهة الاختصاص بالتوقيع.

تقوم المسؤولية التأديبية لوسيط عمليات البورصة بصدد كل تقصير منه، في أداء واجباته المهنية أو عدم احترام أخلاقيات المهنة ومخالفة الأحكام التشريعية والتنظيمية، التي تحكم هذا النشاط المالي الحساس (أولاً)، فيما توكل قوانين الأسواق المالية سواء في التشريع الجزائري أو التشريعات المقارنة مهمة تأديب الوسطاء الماليين لهيئة إدارية مستقلة داخل السوق ذاته، تتمتع باختصاصات تقنية واسعة (ثانياً).

أولاً: موضوع المسؤولية التأديبية لوسيط بورصة الأوراق المالية.

إن موضوع المسؤولية التأديبية لوسيط عمليات البورصة، يتسع ليشمل كل إخلال من جانبه، بالإلتزامات الملقاة على عاتقه أثناء أداء نشاطه داخل السوق وحتى خارجها، ونظراً لتعدد التزامات الوسيط المالي وتنوعها، والتي تم ذكر أهمها سابقاً، وعلى هذا الأساس يمكن الإشارة فقط لطبيعة هذه الإلتزامات دون ذكرها بالتفصيل، حيث أنه وفقاً لما جاء في الباب السادس المتعلق بانضباط الوسطاء في عمليات البورصة، من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 01/15، يمكن تقسيم موضوع المسؤولية التأديبية للوسيط المالي إلى ثلاثة فئات تبعا لطبيعة الإلتزامات التي يتم التقصير في آدائها، فميز بين الإخلال في أداء الإلتزامات المهنية، التقصير في احترام أخلاقيات المهنة وكل إخلال أو مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة على الوسطاء الماليين¹.

معنى ذلك أن عدم التزام أعوان وممثلي الوسيط المالي بالواجبات المهنية، المحددة بموجب القواعد التي تسنها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في شكل أنظمة وتعليمات،

¹ صدر هذا النص تطبيقاً لأحكام المادة 53 من المرسوم التشريعي 10/93، والذي يحدد اختصاص الغرفة التأديبية والتحكيمية المتواجدة داخل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث جاء فيه: "تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء في عمليات البورصة وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم".

في إطار عملها الرقابي لضبط السوق، بما في ذلك القرارات الصادرة عن شركة تسيير بورصة القيم؛ سواء تلك المتعلقة بالواجبات العامة على غرار دفع الأتاوات على الأعمال والخدمات المقدمة للوسطاء من قبل لجنة ت م ع ب، وكذلك تلك المرتبطة بممارسة النشاط الذي سلم من أجله الاعتماد للوسيط، بالإضافة إلى واجبات الوسيط تجاه الزبائن. أو في حال عدم التقيد بأخلاقيات المهنة؛ هذه الأخيرة التي تناولت قواعدها المادة 50 من النظام 01/15 والتي تؤكد على خضوع أعوان الوسيط في عمليات البورصة أثناء تنفيذ التزاماته لقواعد وآداب المهنة والمتمثلة في:

التصرف بكل أمانة ونزاهة واحترافية لصالح الزبون، معاملة كل الزبائن المعاملة نفسها، أن تكون المعلومات المقدمة للزبائن دقيقة وواضحة وغير مضللة، كتم السر المهني فيما يتعلق بجميع المعلومات التي يقدمها الزبون. وهذا تطبيقاً لنص المادة 49 من المرسوم التشريعي 10/93، والتي جاء فيها بأنه: " تسهر اللجنة على حماية السوق ومراعاة قواعد وأخلاقيات المهنة التي تفرض نفسها على المتعاملين في السوق، تحدد قواعد أخلاقيات المهنة الواجب مراعاتها في لائحة تصدرها اللجنة .

إن المبادئ العامة التي تحددها هذه القواعد هي الآتية: وجوب معاملة جميع الزبائن على قدم المساواة، الأولوية الواجب إعطاؤها لمصلحة الزبون، تنفيذ أوامر السحب التي يصدرها الزبائن بأحسن شروط السوق، عدم تسريب معلومات سرية في غير محلها".

هذا بالإضافة إلى عدم الالتزام بالقواعد التشريعية سواء التي ينص عليها المرسوم التشريعي 10/93 أو تلك التي يتناولها القانون التجاري، حيث يعد أي تقصير وإخلال بما سبق ذكره من قواعد محلاً للمسؤولية التأديبية للوسيط المالي.

وتضيف المادة 58 من النظام 01/15 بأنه: " تشكل مخالفات على وجه الخصوص ما يأتي: مخالفة أحد نصوص هذا النظام، مخالفة أحد قرارات اللجنة، التقصير بالالتزام تم الاكتتاب فيه لدى اللجنة، عدم التسليم في الأجل المحدد لأي وثيقة أو معلومة تطالب بها اللجنة أو العون الذي كلفته بالتحقيق أو التفتيش، السماح لعون غير مسجل لدى اللجنة بمفاوضة قيم منقولة مسجلة في البورصة، الإدلاء بدراية بمعلومات خاطئة للجنة أو لأحد أعوانها".

وعليه فمن خلال النص الأخير يتضح أن موضوع المسؤولية التأديبية للوسيط يتنوع ويتعدد بحسب نوع المخالفات المرتكبة داخل السوق، ليشمل أي إخلال أو تقصير يتعلق بكل ما له صلة بالمعاملات المرتبطة بأنشطة الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

ولا يختلف الوضع في التشريع الفرنسي، حيث تختص لجنة العقوبات لهيئة الأسواق المالية (AMF) بتوقيع العقوبات التأديبية على كل إخلال بالالتزامات المهنية المفروضة على المهنيين، والمنصوص عليها في التشريع والتنظيم والقواعد المهنية المعمول بها، والتي وافقت عليها هيئة الأسواق المالية، كما توقع عقوبات إدارية على الأعمال نفسها التي تكون محل إصدار أوامر من (L'AMF) للمخالفين للحد منها والتي حددتها المادة L.621-14 من القانون النقدي والمالي الفرنسي¹.

والشيء نفسه بالنسبة للتشريع الأردني، حيث بينت المادة 21 من قانون الأوراق المالية أن موضوع قيام المسؤولية التأديبية للوسيط المالي يتمثل في مخالفته لأحكام قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه، كما أشارت قبلها المادة 18 أنه يعتبر مخالفة لأحكام هذا القانون:

- عدم استجابة الوسيط الخاضع لرقابة الهيئة بتقديم الوثائق أو المستندات اللازمة أو بالحضور للإدلاء بالشهادة.

- عدم الاستجابة لطلبات الهيئة بتقديم الوثائق والمستندات اللازمة.

كذلك الحال في التشريع المصري، فإذا خالفت إحدى شركات الوساطة قانون سوق رأس المال المصري أو لائحته التنفيذية، أو القرارات الصادرة تنفيذاً لهما، فإن ذلك يعرضها لعقوبات تأديبية من قبل مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال².

ثانياً: جهة الاختصاص بتأديب وسيط بورصة الأوراق المالية.

أوكلت مهمة ضبط السوق المالي ومراقبة المتعاملين داخله إلى ل.ت.ع.ب.م في التشريع الجزائري، وهي سلطة إدارية مستقلة كما هو الحال في التشريعات المقارنة، فيما تتولى تأديب

¹ بن شعلال كريمة، السلطة القمعية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تخصص القانون العام للأعمال، جامعة عبد الرحمان ميرة- بجاية، 2012، ص ص 44، 45.

² كريم عبد الباسط مولود، مرجع سابق، ص 286.

وسطاء بورصة الأوراق المالية في التشريع الجزائري غرفة تأديبية وتحكيمية¹، تنشأ داخل اللجنة نفسها²، تتعلق صلاحياتها بالمجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة، من جانب الوسطاء في عمليات البورصة، وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم³.

ومن الصلاحيات المخولة لهذه الغرفة كذلك، دراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح المطبقة على سير البورصة بصفة عامة، وليس ما يخص النزاعات بين الوسطاء والعملاء فقط، حيث تتدخل في ما يأتي: بين الوسطاء في عمليات البورصة، بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير وإدارة بورصة القيم المنقولة، بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأسهم، بين الوسطاء في عمليات البورصة والآمرين بالسحب في البورصة⁴.

ويقابل الغرفة التأديبية المذكورة أعلاه مجلس إدارة هيئة سوق رأس المال في التشريع المصري⁵، أما في التشريع الأردني نجد مجلس مفوضي هيئة الأسواق المالية، الذي يتولى إدارة هيئة الأوراق المالية والإشراف على شؤونها⁶، وجميع الصلاحيات اللازمة لتحقيق أهدافها وفقاً لأحكام قانون الأوراق المالية⁷.

¹ - حيث تشكل هذه الغرفة إضافة إلى رئيس اللجنة الذي تسند إليه مهمة رئاسة الغرفة من أربعة أعضاء كما يلي: عضوان منتخبان من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابها، قاضيان يعينهما وزير العدل ويختاران تبعاً لكفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي، وفقاً لنص المادة 51 من المرسوم التشريعي رقم 10/93، مرجع سابق.

² - المادة نفسها.

³ - المادة 53 من المرسوم التشريعي نفسه.

⁴ - المادة 52 من المرسوم التشريعي نفسه.

⁵ - حيث يتشكل من: رئيس الهيئة (رئيساً للمجلس)، نائب رئيس الهيئة (نائباً للرئيس)، نائب محافظ البنك المركزي (عضواً)، بالإضافة إلى أربعة أعضاء من ذوي الخبرة، يعينون لمدة سنتين قابلتين للتجديد بقرار من رئيس مجلس الوزراء، فيما يعين الرئيس ونائبه بقرار من رئيس الجمهورية لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، راجع المادة 45 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، مرجع سابق.

⁶ - حيث يتشكل المجلس من خمسة مفوضين، من ذوي الخبرة والاختصاص في الشؤون المالية والاقتصادية أو القانونية، وأن لا يكون المفوض وزيراً أو عضواً في مجلس الأمة أو موظفاً عاماً أو عضواً أو موظفاً في شركة أو مؤسسة. يعين المفوضون بمن فيهم الرئيس ونائبه بقرار من مجلس الوزراء لمدة أربع (4) سنوات قابلة للتجديد لمرة واحدة، راجع المادة 10 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 18 لسنة 2017، مرجع سابق.

⁷ - المادة 12 من القانون نفسه.

وتجدر الإشارة هنا أن المشرع الأردني قد سلك نهج المشرع الفرنسي وخالف التشريعين الجزائري والمصري حيث بين كل ما يتعلق باجتماعات مجلس مفوضي الهيئة، وذلك من خلال نص المادة 14 قانون الأوراق المالية الأردني، والتي جاء فيها بأن المجلس يجتمع مرة على الأقل كل شهر وكلما دعت الحاجة، بطلب من رئيسه أو نائبه عند غيابه، وأن اجتماعاته لا تصح إذا قل عدد الأعضاء عن أربعة (4) بما فيها الرئيس أو نائبه، وأن قرارات المجلس تتخذ بأغلبية ثلاثة أصوات من أعضائه الحاضرين على الأقل، ولا يجوز الامتناع عن التصويت، وعلى العضو المخالف تثبيت مخالفته خطياً والتوقيع عليها. فيما تشير الفقرة الأخيرة من المادة نفسها أن الأحكام والإجراءات المتعلقة باجتماعات المجلس تحدد بموجب تعليمات يصدرها لهذه الغاية.

وعليه يمكن القول أن المشرع الأردني بهذه الخطوة يكون قد تميز عن المشرعين الجزائري والمصري، حيث لم يترك لمجلس المفوضين الفرصة للانعقاد كما يحلو لأعضائه، واتخاذ قراراته بصفة غير قانونية، وإنما قيده بأحكام وإجراءات يتوجب عليه احترامها، وإلا كانت القرارات الصادرة عنه محلاً للطعن بالبطلان.

أما في التشريع الفرنسي فيختص بتأديب مقدمي خدمات الاستثمار لجنة العقوبات *(Lacommission des sanctions)*¹.

الملاحظ أن الهيئة المكلفة بتأديب الوسطاء الماليين في التشريعين المصري والأردني تتمثل في مجلس إدارة الهيئة ذاتها، وبالتالي يمكن القول أن قرارات المجلس هي قرارات الهيئة ولا فرق بينهما ولا توجد استقلالية بينهما. في حين المشرع الجزائري أخذ بالأسلوب الفرنسي، وهو تشكيل غرفة داخل اللجنة، رغم ما يشوب استقلاليتهما من حيث التشكيلة وطريقة وإجراءات التأديب وكيفية اتخاذ القرارات، في انتظار تدارك تلك النقائص.

الفرع الثاني: إجراءات التأديب والقرارات الصادرة عن الجهة المختصة.

إن إصدار الغرفة التأديبية للجنة البورصة قراراتها، بصدد كل تقصير من وسطاء عمليات بورصة الأوراق المالية في أداء واجباتهم المهنية وعدم احترام أخلاقياتها، وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية، يكون مبنياً على جملة من الإجراءات التأديبية (أولاً)، تركز على

¹ - فيما يخص تشكيلتها واختصاصاتها راجع الموقع الإلكتروني لسلطة الأسواق المالية الفرنسية المذكور سابقاً.

التحقيقات التي يجريها أعوان اللجنة، سواء في إطار عمليات الرقابة الدورية أو بناءً على طلب يصل إلى اللجنة من كل ذي مصلحة في ذلك، ثم تحال إلى الغرفة لدراستها قصد إصدار قراراتها التأديبية للوسيط المالي (ثانياً).

أولاً: إجراءات تأديب وسيط بورصة الأوراق المالية.

إن الإجراءات التأديبية لوسيط عمليات بورصة الأوراق المالية في التشريع الجزائري، تبدأ بعد انتهاء أعضاء ل.ت.ع.ب.م من التحقيق وإحالة ملف القضية على غرفة التأديب والتحكيم، للنظر فيما إذا كان الفعل المرتكب من قبل الوسيط المالي يستحق توجيه الاتهام له، في انتظار إصدار قرار من الغرفة يتضمن عقوبات تأديبية، وهذا وفقاً لأحكام المادة 37 من المرسوم التشريعي 10/93 والتي تنص بأنه: " تجري اللجنة، عن طريق مداولة خاصة وقصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والرقابة، تحقيقات لدى الشركات التي تلجئ إلى التوفير علناً والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة ولدى الأشخاص الذين يقدمون، نظراً لنشاطهم المهني، مساهماتهم في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو في المنتجات المالية المسعرة، أو يتولون إدارة مستندات مالية.

ويمكن الأعوان المؤهلين أن يطلبوا إمدادهم بأية وثائق أيا كانت دعامتها وأن يحصلوا على نسخ منها، ويمكنهم الوصول إلى جميع المحال ذات الاستعمال المهني"، والتي تقابلها المادة L621-10 من القانون النقدي والمالي الفرنسي، إذ تبين هذه الأخيرة أنه للمحققين الحق في الحصول على أية وثيقة يتطلبها التحقيق مهما كان شكلها، حتى وإن كانت البيانات المطلوبة محفوظة بصورة رقمية، فيمكنهم الحصول على نسخ بأية وسيلة كانت¹، ولا يجوز الاحتجاج قبل المحققين بحرمة الاطلاع على الرسائل والمحادثات الإلكترونية الخاصة أو المهنية².

وتضيف المادة 38 من المرسوم التشريعي نفسه، على أنه بإمكان اللجنة وعقب مداولة خاصة أن تستدعي أي شخص، من شأنه أن يقدم لها معلومات في القضايا المطروحة عليها، أو تأمر أعوانها باستدعائه، وبالرغم من كون كل هذه الخطوات مجرد تحقيقات أولية، ولا

¹ - " Les enquêteurs et les contrôleurs peuvent, pour les nécessités de l'enquête ou du contrôle, se faire communiquer tous documents, quel qu'en soit le support.

Les enquêteurs et les contrôleurs peuvent convoquer et entendre toute personne susceptible de leur fournir des informations. Ils peuvent accéder aux locaux à usage professionnel. Ils peuvent recueillir des explications sur place dans des conditions prévues par décret en Conseil d'Etat".

² - بوفامة سميرة، أي ضمانات لحقوق الدفاع والمبادئ الدستورية في مواجهة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة الإخوة منتوري، قسنطينة، المجلد 48، العدد رقم 48، ديسمبر 2017، ص 300.

تتضمن إصدار أي قرارات تأديبية، ومع ذلك فقد منح المشرع الجزائري الحق لكل شخص تم استدعاؤه أن يستعين بمستشار من اختياره.

إذا فبخصوص مباشرة الغرفة التأديبية والتحكيمية لإجراءات التحقيق التأديبي يمكن القول أن هناك غموض في بعض الجوانب، حيث لم يبين المشرع لا في المرسوم التشريعي 10/93 ولا في أنظمة اللجنة، بأن الغرفة تباشر إجراءات التحقيق التأديبي بصفة مستقلة، مما يفهم أن الغرفة تعتمد على تحقيقات أعضاء اللجنة، وعليه فمباشرة الغرفة لإجراءات التأديب تكون إما بطلب من اللجنة ذاتها، بناءً على التحقيقات الأولية في القضايا التي تقوم بإحالتها إلى الغرفة، أو بناءً على تظلم كل من له مصلحة، أو بطلب من المراقب المذكور في المادة 46، أو الأطراف السابق ذكرها في المادة 52¹ من المرسوم التشريعي 10/93.

وفي السياق نفسه يجب الإشارة أن نص المادة 54 من المرسوم 10/93 النسخة العربية يتحدث عن "مباشرة اللجنة عملها حسب الدوافع الآتية"، فبالرغم من أن هذا النص وارد ضمن القسم الرابع من المرسوم التشريعي وهو مخصص للوظيفة التأديبية والتحكيمية وهي من اختصاص الغرفة التأديبية والتحكيمية ولا دخل للجنة بهذا القسم، ضف إلى ذلك أن النص الأصلي باللغة الفرنسية يتحدث عن مباشرة الغرفة لعملها وليس اللجنة² كما ورد في النص باللغة العربية، وبالتالي يفهم أن هناك سهو في ترجمة النص إلى اللغة العربية يتوجب تداركه.

كما تجدر الإشارة أن المشرع لم يبين آجال تقديم طلب التأديب، بصدد المخالفة المرتكبة من طرف وسيط مالي، إلى الغرفة التأديبية والتحكيمية، وهو ما قد يسمح ببقاء الآجال مفتوحة ولا تخضع المخالفات المرتكبة من قبل الوسطاء الماليين لمدة تقادم خاصة، تبعاً لخصوصية هذا القطاع الاقتصادي الذي يحتاج إلى استقرار المعاملات المالية فيه، ولا يجوز أن يبقى الوسيط المالي تحت ضغط تلك المخالفة التي ارتكبتها، مما يؤثر على أدائه لعمله داخل السوق.

بالإضافة إلى أن المشرع الجزائري لم يبين كيفية تقديم الطلب أو الشكوى، من قبل لهم حق في ذلك إلى الغرفة التأديبية. كما لم يشر إلى النصاب القانوني الذي يتوجب أن يتحقق في اجتماعات الغرفة، عند النظر في الشكاوى والطلبات المقدمة إليها حتى تكون صحيحة، ولا

¹ - المادة 54 من المرسوم التشريعي 10/93، مرجع سابق.

² - حيث جاء في النص بأنه: " la chambre agit : ... "

كيفية اتخاذ قرار العقوبات التأديبية من قبلها، بالإضافة إلى أن المشرع لم يبين حالات التنافي في من يسند إليهم التحقيق، ولا كيفية تنفيذ مهمة التحقيق وتدوين المحاضر والتقارير والشروط الواجب توفرها في المحققين ... إلخ.

وفيما يخص حق الدفاع، وبالاستناد إلى أحكام المادة 56 من المرسوم التشريعي نفسه، يفهم أن الغرفة التأديبية لا تصدر أي عقوبة، إلا بعد أن تحقق في القضية المرفوعة إليها، من خلال مواجهة المتهم بما نسب إليه، وبالتالي الاستماع إليه وتمكينه من حقه في الدفاع عن نفسه، ويمكن أن ينوب عنه ممثله القانوني. فيما لم يبين نص المادة إن كان بإمكان المتهم الاطلاع على الملف التأديبي أم لا، وهذا ما يستدعي مراجعته من قبل المشرع ولجنة البورصة في أنظمتها.

أما في التشريع المصري فيمكن للمحققين الاطلاع على السجلات والملفات والتقارير الموجودة بالشركة وأية جهة أخرى¹، في حين لم يشر إلى إجراءات الحجز ولا لإجراء الاستدعاء والسماع للمتهم، الأمر الذي ينفي وجود سلطة تحقيق بمعناها الحقيقي كما هو الوضع في التشريع الفرنسي².

في حين المشرع الأردني كان أكثر إماماً وشمولاً، من خلال نص المادة 17 من قانون الأوراق المالية، التي بينت إجراءات التحقيق التأديبي، حيث أناط بهيئة الأوراق المالية من خلال الجهة المختصة فيها، مهمة إجراء تحقيق أو تفتيش أو تدقيق لتحديد ما إذا كانت هناك مخالفة، لأي من أحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاها، من قبل وسطاء بورصة الأوراق المالية. وفي سبيل ذلك مكن الهيئة من خلال الجهة المختصة فيها الاطلاع على الوثائق والقيود والسجلات، والحصول على نسخ من أي منها، والتفتيش عليها بإشعار مسبق أو بدونه. كما يمكنها أن تطلب حضور الشهود وسماع شهاداتهم تحت القسم، وتقديم أي وثائق ومستندات ذات علاقة بموضوع التحقيق، كما يمكنها الاستعانة بالخبراء.

وتضيف المادة 21 من القانون نفسه، أن رئيس مجلس المفوضين من خلال الجهة المختصة، متى تبين لها أن هناك مخالفة، يقوم هو أو من يفوضه بتوجيه إشعار خطي للشخص المخالف لسماع أقواله وتقديم بياناته، وتحديد موعد الجلسة وتاريخها، على أن يتضمن

¹ المادة 49 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، مرجع سابق.

² تواتي نصيرة، مرجع سابق، ص ص 257، 258.

الإشعار طبيعة المخالفة وحق المعني في تقديم دفاعه، خلال المدة المحددة في الإشعار وتوكيل محام له.

الملاحظ من خلال النصوص السابقة، أنه يمكن القول أن مجلس المفوضين هو من يتخذ القرارات التأديبية بشأن المخالفات المرتكبة، من قبل وسطاء بورصة الأوراق المالية الأردنية، لكنه ليس هو من يقوم بالتحقيق التأديبي، بل هناك جهة مختصة داخل هيئة الأوراق المالية الأردنية، وهذا هو أسلوب المشرع الجزائري، على أن يكون للمجلس حق التأكد من كل ما رفع إليه، وذلك بمواجهة الوسيط المعني بالمخالفة، وإعطائه فرصة لتقديم بياناته وسماعه. ورغم كل ما سبق ذكره فإن هناك إجراءات كثيرة لم يبينها المشرع الأردني، كما سبق وأن رأيناها مع المشرع المصري والجزائري؛ حيث لم يبين من هي الجهات التي يحق لها تقديم طلب أو شكوى بأن هناك مخالفة من قبل الوسيط المالي تستحق التأديب، وما هي الطريقة التي يقدم بها الطلب أو الشكوى؟ بالإضافة إلى أن المشرع لم يبين حالات التنافي في من يسند إليهم التحقيق، ولا كيفية تنفيذ مهمة التحقيق وتدوين المحاضر والتقارير والشروط الواجب توفرها في المحققين ... إلخ.

وعليه يمكن القول أن المشرع الجزائري مثله مثل المشرعين المصري والأردني، أهمل تنظيم الكثير من التفاصيل والمسائل المتعلقة بإجراءات التحقيق، التي يتوجب على الغرفة التأديبية والتحكيمية الالتزام بها، حيث يتضح أنه كرس هذه الإجراءات بصورة سطحية يتوجب إعادة النظر فيها، لما لهذه الإجراءات من أهمية نظراً لحساسية المجال الإقتصادي، حيث أن أي قرار عقابي (كالتوقيف بصفة نهائية أو مؤقتة) مبني على تحقيقات خاطئة، يصدر في حق وسيط من وسطاء عمليات البورصة، يكون له آثار وخيمة على الوسيط والسوق بصفة عامة، بسبب تشابك وترابط علاقات الوسيط مع غيره من المتعاملين من شركات وبنوك ومدخرين.

أما إذا رجعنا إلى التشريع الفرنسي بالنسبة للجنة العقوبات لهيئة الأسواق المالية (AMF)، نجد أن المشرع الفرنسي قد حدد الإجراءات المتبعة من قبل هذه الأخيرة لإصدار العقوبة، ابتداءً من تقديم الطلب من طرف (Le collègue)، إلى غاية إصدار العقوبة من قبل لجنة العقوبات (La commission des sanctions)¹، وبالتالي فالمشرع الفرنسي بشأن تنظيم هذه السلطة كان أكثر حرصاً وذلك نظراً لأهميتها. كما تجدر الإشارة أن تقديم الطلب في التشريعي الفرنسي مخول

¹ - بن شعلال كريمة، مرجع سابق، ص 33.

لمجمع السوق دون غيره، وفقاً لأحكام المادتين L621-38 و L621-39 من التقنين النقدي والمالي الفرنسي، وهذا خلافاً لما تنص عليه المادة 52 أعلاه من المرسوم التشريعي 10/93.

ثانياً: قرارات الجهة المختصة بتأديب وسيط عمليات بورصة الأوراق المالية.

متى توصل أعوان لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أثناء تحقيقاتهم، إلى ما يثبت أن أي وسيط في ب.أ.م قد ارتكب مخالفة تستحق التأديب، وتأكدت الغرفة التأديبية من ذلك، بعد مواجهة الوسيط المالي المتهم بما نسب إليه من تهم، يترتب في حقه صدور قرار من الغرفة، يتضمن عقوبة، أو أكثر من العقوبات الواردة ضمن أحكام المادة 55 من المرسوم التشريعي 10/93، والتي جاء فيها بأن: "العقوبات التي تصدرها الغرفة في مجال أخلاقيات المهنة والتأديب هي: الإنذار، التوبيخ، حظر النشاط كله أو جزئه مؤقتاً أو نهائياً، سحب الاعتماد. و/ أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو بمبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب. تدفع المبالغ لصندوق الضمان المحدث بموجب المادة 64 أدناه".

إضافة إلى ما سبق وبالرجوع إلى أحكام المادة 64 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 يمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من العقوبات التي تصدرها الغرفة التأديبية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وهي:

أ - عقوبات ذات طابع معنوي:

تتجسد هذه العقوبات في كل من الإنذار والتوبيخ، ويتمثل الهدف من هاتين العقوبتين في التصحيح والإصلاح، وتكمن أهميتهما في بعث نوع من الحذر لدى الوسطاء، إلا أنه في حالة عدم جدواها وفعاليتها، وعدم تحقق الهدف المرجو، تصدر عقوبات أهم وأخطر كسحب الاعتماد مثلاً¹.

ب - عقوبات مقيدة أو سالبة للحقوق:

يتحدد هذا النوع من العقوبات حسب أحكام نص المادة 55 المذكورة أعلاه، في تلك العقوبات التي توقعها الغرفة التأديبية، وتمس النشاط المهني للوسطاء في عمليات البورصة،

¹ - تواتي نصيرة، تسوية منازعات سوق الأوراق المالية، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة - بجاية، العدد الأول، 2010، ص 103.

والمتمثلة في عقوبة حظر النشاط كله أو جزئه بصفة مؤقتة، بالنسبة للعقوبات المقيدة للحقوق وعقوبتي حظر النشاط كله أو جزئه بصفة نهائية، وسحب الاعتماد كعقوبة سالبة للحقوق.

فبالنسبة للعقوبات المقيدة للحقوق تتمثل في عقوبة واحدة فقط ، وهي حظر النشاط كله أو جزئه بصفة مؤقتة، وقد تمس هذه العقوبة الأشخاص الطبيعيين، وذلك عندما يتعلق الأمر بالأعوان المؤهلين لإجراء المفاوضات على القيم المنقولة، لحساب الوسطاء في عمليات البورصة، حيث تتجسد العقوبة في هذه الحالة في سحب البطاقة المهنية من الأعوان، والتي تمنحهم إياها لجنة البورصة¹، كما تخص كذلك مديري شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (ش.إ.ر.م.م)، ومسيرو الصناديق المشتركة للتوظيف (ص.م.ت)². كما يمكن أن تطل هذه العقوبة الشخص المعنوي مباشرة.

أما بالنسبة للعقوبات السالبة للحقوق فيمكن أن تتخذ إحدى الصورتين: عقوبة حظر النشاط كله أو جزئه بصفة نهائية أو عقوبة سحب الاعتماد. وقد تمس هذه العقوبات الأشخاص الطبيعيين كمسيري المؤسسات³، وكذا الأعوان المؤهلين لإجراء المفاوضات على القيم المنقولة لحساب الوسطاء في عمليات البورصة، وتترجم في شكل سحب البطاقة المهنية منهم بصفة نهائية⁴، كما يمكن أن تصدر في مواجهة الشخص المعنوي مباشرة⁵، وذلك عندما يحظر على الوسيط في عمليات البورصة من ممارسة جزء من نشاطه بصفة نهائية⁶.

أما عن عقوبة سحب الاعتماد، التي تصدرها الغرفة التأديبية في مواجهة الوسطاء في عمليات البورصة، فإنها تعد أخطر عقوبة، باعتبار أن توفر الاعتماد يعد أمراً ضرورياً لمزاولة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية، وعليه فإن سحبه يعني وضع حد لنشاط الوسيط نهائياً في المجال البورصي، وفقاً لما سبق التطرق إليه في شروط مزاولة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية.

¹ - بن شعلال كريمة، مرجع سابق، ص 47.

² - ZOUAIMIA RACHID , *Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie* , Edition dar Houma , Alger , 2005, P133.

³ - تواتي نصيرة ، تسوية منازعات سوق الأوراق المالية، مرجع سابق ، ص 104.

⁴ - بن شعلال كريمة، مرجع سابق، ص 49.

⁵ - تواتي نصيرة، تسوية منازعات سوق الأوراق المالية ، مرجع سابق، ص 104.

⁶ - بن شعلال كريمة، مرجع سابق، ص 49.

وهنا تجدر الإشارة أن سحب الاعتماد من بنك، أو مؤسسة مالية كوسيط في بورصة الأوراق المالية لا يؤثر على نشاطه في المجال المصرفي، بل يتوقف عن مزاوله نشاط الوساطة في حين يستمر في مزاوله نشاطه كشخص من أشخاص التشريع المصرفي. لكن في الحالة العكسية، إذا سحب الاعتماد من بنك أو مؤسسة مالية من طرف اللجنة المصرفية، فإن ذلك يؤثر على ممارسة نشاطه البنكي، باعتبار أن الاعتماد يعد شرطاً من شروط إضفاء صفة البنك والمؤسسة المالية، وبالتالي لا يمكنه الاستمرار في مزاوله نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية، لسقوط أحد الشروط التي تطلبها القانون لمزاوله النشاط الأخير، وهو صفة البنك أو المؤسسة المالية.

ج - عقوبات مالية:

خول المشرع الجزائري لغرفة التأديب، والتحكيم التابعة ل.ت.ع.ب.م، طبقاً لنص المادة 55 أعلاه، فرض غرامات مالية، حددت قيمتها بعشرة ملايين دينار جزائري، أو بمبلغ يساوي الربح المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، مما يعني أن المشرع راعى ضمانات من بين الضمانات المعترف بها للمتهم، والمتمثلة في مبدأ تناسب الجريمة مع العقوبة. وإن كان نص المادة أعلاه، قد قيد سلطة الغرفة في توقيع العقوبات المالية، وحصراً في النطق بها فقط، حيث إختص المشرع بتحديد قيمة الغرامة المالية التي تدفع لصندوق الضمان الذي ينشأ في شكل حساب مصرفي تسييره اللجنة¹.

أما العقوبات التأديبية في التشريع المصري فتتمثل في توجيه تنبيه إلى الشركة بإزالة المخالفة خلال المدة التي يحددها رئيس الهيئة، وإلا تم توقيفها لمدة ثلاثين يوماً، مع نشر قرار التوقيف في جريدتين يوميتين واسعتي الانتشار على نفقة الشركة، وإذا انتهت المدة دون قيام شركة الوساطة بإزالة أسباب المخالفة، يعرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص، أو منع الشركة من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المرخص بمزاولتها، أو إلزام الشركة بالمخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها².

¹ - المادة 2 من نظام لجنة البورصة رقم 03/04، مرجع سابق.

² - المادتان 30 و 31 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، مرجع سابق.

والملاحظ أن المطالبة بزيادة التأمين الهدف منه، هو لتسديد ما يفرضه مجلس إدارة الهيئة على الوسيط مرتكب المخالفة، باعتبار أن المشرع المصري لم ينص على عقوبة الغرامة المالية، ولم يحدد قيمتها في النص السابق، رغم أن المادة 45 قانون سوق رأس المال المصري أشارت إلى الغرامات المالية، التي يحكم بها تطبيقاً لأحكام هذا القانون، دون أن تدرج ضمن الأحكام السابقة المتضمنة للعقوبات التأديبية، التي يمكن أن توقع على شركات الوساطة المخالفة، في حالة نقصيرها في الالتزامات المفروضة عليها.

في حين أن العقوبات التأديبية التي يمكن لمجلس المفوضين في التشريع الأردني أن يوقعها على الوسيط المالي مرتكب المخالفة، وفقاً لنص المادة 21 من قانون الأوراق المالية، تتمثل في اتخاذ تدبير أو أكثر من التدابير التالية:

- إصدار أمر للوسيط المالي بإزالة المخالفة والتوقف عن ارتكابها، أو التوقف عن أي إجراء يؤدي إلى ارتكابها حسب مقتضى الحال وذلك خلال المحددة له.
- فرض غرامة مالية لا يتجاوز مقدارها مائة ألف (100000) دينار.
- تعليق أو إلغاء أو تقييد ترخيص، أو اعتماد الشخص المخالف حسب مقتضى الحال.
- تعليق تعامل المخالف في السوق المالي للمدة التي يراها المجلس مناسبة.

أما المشرع الفرنسي فقد خول لجنة العقوبات لهيئة الأسواق المالية سلطة توقيع عقوبات إدارية وعقوبات تأديبية، حيث أن الأولى توقعها على غير المهنيين كالمصدرين للقيم المنقولة، وهي عقوبات مالية لا تفوق (15 millions euros)، وقد يرفع المبلغ إلى عشرة أضعاف الربح المحتمل تحقيقه. أما العقوبة التأديبية فتوقعها على المهنيين، وتتمثل في الإنذار والتوبيخ وحظر النشاط بصفة مؤقتة أو نهائية بالإضافة إلى عقوبة مالية أصلية أو مكملة.

وتختلف العقوبات المالية من الشخص الطبيعي إلى المعنوي، حيث لا تقل بالنسبة للشخص الطبيعي عن (300000 euros) أو ترفع إلى خمسة أضعاف الربح المحتمل تحقيقه، أما عقوبة الشخص المعنوي فتقدر بمبلغ لا يزيد عن (15 millions euros)، وقد يرفع المبلغ إلى عشرة أضعاف الربح المحتمل تحقيقه، وتودع المبالغ المالية لدى صندوق الضمان إن توفر أو

الخبزينة العامة¹، كما يمكن للجنة العقوبات أن تنشر قرار العقوبة على نفقة الشخص المخالف².

الملاحظ من خلال العقوبات التأديبية التي تم التطرق إليها في التشريعين المصري والأردني، أنها تتضمن فقط العقوبات المالية والعقوبات المقيدة أو السالبة للحقوق، حيث أهملت العقوبات المعنوية، والتي تعد ضرورية إذا لم يلحق بالعملاء أو السوق أي ضرر بسبب إخلال الوسيط المالي، وهذا خلافاً لما أخذ به التشريعين الجزائري والفرنسي.

كما تجدر الإشارة أن هناك ميزة عقابية إختص بها التشريع الفرنسي، لم تأخذ بها التشريعات المقارنة، وهي التمييز بين العقوبات التي تسلط على الشخص الطبيعي، على غرار المندوبين المكلفين بتمثيل الوسطاء الماليين، على مستوى قاعات التداول في بورصة الأوراق المالية، والقائمين على إدارة شركات الوساطة وممثليها القانونيين، والشركة كشخص معنوي، مما يثبت خبرة المشرع الفرنسي وتميزه عن التشريعات المقارنة باعتبارها حديثة النشأة.

وتجدر الإشارة في الأخير أن القرارات الفاصلة في المجال التأديبي التي تصدرها الغرفة في حق الوسطاء في عمليات البورصة، تخضع للرقابة القضائية، حيث تكون قابلة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة خلال أجل شهر واحد من تاريخ تبليغ القرار موضوع الاحتجاج، على أن يلتزم المجلس بالتحقيق والبت في الطعن المرفوع إليه، خلال أجل لا يتجاوز ستة (6) أشهر من تاريخ تسجيله، وفقاً لأحكام المادة 57 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم، وإن كان المشرع لم ينص على تسبب القرارات الصادرة بالعقوبة، وهل تكون الطعون

¹ - "... l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis, la radiation du registre mentionné à l'article L. 546-1..."

...Les sanctions pécuniaires prononcées en application du présent III peuvent faire l'objet d'une majoration, dans la limite de 10 % de leur montant, mise à la charge de la personne sanctionnée et destinée à financer l'aide aux victimes...

Le fonds de garantie mentionné aux a et b peut, dans des conditions fixées par son règlement intérieur et dans la limite de 300 000 euros par an, affecter à des actions éducatives dans le domaine financier une partie du produit des sanctions pécuniaires prononcées par la commission des sanctions qu'il perçoit.

– Le montant de la sanction pécuniaire mentionnée aux a et c du III peut être porté jusqu'à 15 % du chiffre d'affaires annuel total de la personne sanctionnée en cas de manquement aux obligations...

... La commission des sanctions peut prononcer soit à la place, soit en sus de ces sanctions une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 15 millions d'euros ou au décuple du montant de l'avantage retiré du manquement si ce montant peut être déterminé, en cas de pratiques mentionnées au II du présent article. Les sommes sont versées au fonds de garantie auquel est affiliée la personne morale sous l'autorité ou pour le compte de qui agit la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor public "...", Article L621-15 III, du code monétaire et financier, op.cit.

² - "...La décision de la commission des sanctions est rendue publique dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne, dans un format proportionné à la faute commise et à la sanction infligée. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées", Article L621-15 v, Ibid.

المرفوعة إلى مجلس الدولة موقوفة التنفيذ أم لا ؟ كما لم يبين إن كان يجب تقديم تظلم ضد قرارات الغرفة التأديبية والتحكيمية قبل الطعن فيها أمام مجلس الدولة ؟
فبالنسبة لإشكالية التظلم ضد قرارات الغرفة التأديبية، وباعتبار أن المادة 57 من المرسوم التشريعي 10/93 لم تشر إلى مدى ضرورة القيام به، قبل القيام بإجراء الطعن لدى مجلس الدولة؛ فيمكن الاستناد في شأنه إلى المادة 40 من القانون العضوي لمجلس الدولة¹، والتي تنص بأنه : "تخضع الإجراءات ذات الطابع القضائي أمام مجلس الدولة لأحكام قانون الإجراءات المدنية".

أما المشرع المصري فقد خالف المشرع الجزائري، حيث أشار صراحة إلى وجوب قيام الوسيط المالي بإجراء التظلم المسبق أمام لجنة التظلمات، المنصوص عليها في الباب الخامس من قانون سوق رأس المال، في أجل خمسة عشر (15) يوماً من تاريخ إبلاغه بالقرار أو علمه به، وهذا من أجل قبول دعوى إلغاء القرارات الصادرة في حقه، وفقاً لما ورد في نص المادة 32 من القانون 95 لسنة 1992 المتعلق بسوق رأس المال المصري.

في حين المشرع الأردني ومن خلال الفقرة (هـ) من المادة 21 السابقة، يؤكد بأن قرارات المجلس التأديبية يجب أن تكون مسببة وقابلة للاعتراض، خلال أجل أربعة (14) عشر يوم عمل من تاريخ تبليغه، وللمجلس قبول الاعتراض كلياً أو جزئياً أو رفضه. على أن يبيث المجلس في الاعتراض خلال أربعة (14) عشر يوم عمل من تاريخ تسجيله لدى الهيئة ويكون القرار مسبباً وقابلًا للطعن أمام المحكمة الإدارية.

ما يمكن ملاحظته من خلال أحكام المادة 21 أعلاه، أنها أكدت على تسبب قرارات مجلس المفوضين، وهذا ما لم نجده في التشريعين المصري والجزائري. كما أنه أشار المشرع الأردني كذلك إلى التظلم، وأوجب على المجلس دراسته في مدة جد قصيرة مع تسبب قراره، وهو أمر مستحسن في المجال الاقتصادي والمالي نظراً لسرعة وحساسية هذا القطاع.

أما بخصوص وقف التنفيذ، وباعتبار أن القرارات الإدارية الصادرة عن الغرفة التأديبية تتمتع بقرينة المشروعية وامتياز الأولوية، فإن ذلك يجعلها نافذة وإن كانت محلاً للطعن بالإلغاء أمام القاضي الإداري كأصل عام. لكن باعتبار أن نفاذ مثل هذه القرارات المتضمنة لعقوبات

¹ - القانون العضوي رقم 01/98، المؤرخ في 30 ماي 1998، المتعلق باختصاصات مجلس الدولة وتنظيمه وعمله، ج ر، العدد 37، الصادرة في 1 جوان 1998.

ردعية قاسية في حق الوسيط في عمليات البورصة، يمكن أن يتسبب له في أضرار يتعذر إصلاحها فيما بعد، لذلك نجد أن المشرع الجزائري نص على إمكانية تأجيل تنفيذ الأحكام المطعون فيها، بموجب أحكام المادة 33 من المرسوم التشريعي 10/93 والتي ورد فيها بأنه: "يمكن في حالة حصول طعن قضائي أن يؤمر بتأجيل تنفيذ أحكام اللائحة المطعون فيها، إذا كانت هذه الأحكام مما يمكن أن تنجر عنه نتائج واضحة الشدة والإفراط، أو طرأت وقائع جديدة بالغة الخطورة منذ نشرها"، وهذا ما يعني أن المشرع خرج عن القواعد العامة الواردة في قانون الإجراءات المدنية والإدارية¹، والتي تنص بأن الدعوى المرفوعة أمام المحكمة الإدارية لا توقف تنفيذ القرار المتنازع فيه، وبهذا يعد وقف التنفيذ المنصوص عليه في المادة 33 إستثناءً على القاعدة العامة يرخص به المشرع، لكن بموجب نص خاص، وأن يكون ذلك بناءً على طلب من الطرف المعني بالأمر²، ويرجع تقدير وقف تنفيذ قرارات الغرفة المطعون فيها من عدمه، إلى مدى خطورة تنفيذ تلك القرارات، والتي تعود إلى السلطة التقديرية لمجلس الدولة³.

وبالمقارنة مع التشريع الفرنسي نجده قد كرس المبدأ الدستوري السابق، والمتعلق بوقف التنفيذ بمناسبة السلطة القمعية المخولة للهيئات الإدارية المستقلة بصفة صريحة، في الوقت الذي منح المشرع لهذه الهيئات حق توقيع عقوبات شديدة، قابلها من جهة أخرى بوجوب حماية الأشخاص المتابعين أمامها، حيث كان الأمر الصادر في 01 ديسمبر 1986، المتعلق بالمنافسة وحرية الأسعار الفرنسي، ينص في المادة 15 منه على أن الطعن ضد قرارات المجلس لا يوقف التنفيذ⁴، غير أن المجلس الدستوري قضى بأن هذه المادة تجرد المتقاضى من إحدى الضمانات الأساسية للدفاع، كون أن العقوبات التي يوقعها المجلس صارمة ومتنوعة، منها إجراءات تحفظية، سلطة الأمر، وسلطة توقيع عقوبات مالية شديدة¹.

¹ القانون رقم 09/08 المؤرخ في 25 فيفري 2008، المتضمن قانون الإجراءات المدنية والإدارية، ج ر، عدد 21، الصادرة في 23 أبريل 2008.

² المادة 833 من قانون الإجراءات المدنية والإدارية، مرجع سابق.

³ المادة 836 والمادة 910 وما يليها من القانون نفسه.

⁴ - " - Les décisions du Conseil de la concurrence sont communiquées aux intéressés et au ministre chargé de l'économie qui peuvent, dans les deux mois, fonder un recours de pleine juridiction devant le Conseil d'Etat. Les décisions sont publiées au Bulletin officiel de la concu"ence, de la consommation et de la répression des fraudes. Le ministre chargé de l'économie veille à leur exécution.

Le recours n'est pas suspensif ", Art. 15 de l'Ordonnance n° 88-1243 du 1er décembre 1988 relative à la liberté des prix et de la concurrence, JORF, du 9 décembre 1986.

¹ عيساوي عز الدين، السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الساييسية، تخصص قانون الأعمال، جامعة ملود معمري - تزي وزو، 2005، ص 148.

في حين لم يشر المشرعين المصري والأردني، إلى وقف تنفيذ القرارات الصادرة على التوالي: عن مجلس إدارة الهيئة ومجلس المفوضين، وهو إجراء جد مهم يتوجب أخذه بعين الاعتبار في المجال الاقتصادي والمالي، بالنظر لحساسية هذا المجال الذي يمكن أن يتسبب في خسائر فادحة، بالنسبة للوسطاء الماليين أو العملاء والسوق كذلك، في حال تبين أن العقوبات التي تم تسليطها من قبل اللجنة كانت في غير محلها، ويصعب تداركها. كما لو تم سحب الاعتماد من الوسيط وتم تصفية الشركة، وبعد فترة طويلة تم النظر في القضية من قبل القضاء، وحكم بإلغاء القرار المتضمن العقوبة المسلطة على الوسيط المالي.

إذن فالاعتراف بالسلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة، يجب أن يقترن بضمانة وقف التنفيذ، وأن المجلس الدستوري الفرنسي بمناسبة السلطة القمعية للمجلس الأعلى للسمعيات والمرئيات، قرر بأن العقوبات التي يوقعها المجلس يكون الطعن ضدها موقف للتنفيذ، وذلك في حالة المادة 3/42؛ أي عقوبة سحب الترخيص، أما في الحالات الأخرى فيمكن طلب وقف التنفيذ وفقاً للقانون العادي¹.

وعليه فقد أضحي وقف التنفيذ في نطاق الجزاءات الإدارية، التي توقعها سلطات الضبط في المجال الاقتصادي والمالي في فرنسا، إلزاماً على المشرع لا يمكنه التوصل منه، فإذا لم يكن بمقدوره إصدار قانون ينص على الحرمان من ضمانة من ضمانات الدفاع، فإنه لا يمكن أن يقرر حرمان الطاعن من وقف تنفيذ القرار المطعون ضده.

¹ - عيساوي عز الدين، مرجع سابق، ص 148.

المبحث الثاني: قيام المسؤولية الجنائية لوسيط بورصة الأوراق المالية.

إذا كانت المسؤولية المدنية للوسيط تقوم على أساس الضرر الذي يصيب الفرد، فإن أساس قيام المسؤولية الجنائية للوسيط هو الضرر الذي يصيب المجتمع¹، والمتمثل في تلك التجاوزات التي تلحق بالسوق والمتعاملين فيها، فيترتب عنها سلبهم لأموالهم بالغش والاحتيال، مما يفقدتهم الثقة في السوق المالي، الذي قد يضطرب نتيجة لذلك، فيؤدي إلى حدوث أزمات اقتصادية. ولذلك يسأل الوسيط كشخص معنوي جنائياً، عن الأفعال التي يقوم بها كل من يعمل لمصلحته، وبالخصوص تلك التي ترتكب من قبل مندوبيه داخل قاعات البورصة وضمن اختصاصهم الوظيفي²، متى كانت سلوكياتهم تشكل جرائم طبقاً لقانون السوق المالي أو قانون العقوبات³، وهذا ما أخذ به المشرع الجزائري من خلال نص المادة 51 مكرر من قانون العقوبات وكذلك الحال بالنسبة للتشريعات المقارنة⁴.

إذا فالمسؤولية الجنائية هي التزام الشخص بتحمل النتائج التي رتبها القانون على أعماله غير المشروعة، أي العقوبات التي ينص عليها القانون، متى توفرت أركان الجريمة¹. وأن قيام المسؤولية الجنائية للوسيط المالي مرتبط من جهة بأهمية الدور الاقتصادي الذي تمارسه

¹ - محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص 31.

² - دنا حمه عبد القادر، مسؤولية الوسيط المالي عن تصرفات المندوب في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة، مجلة زانكوي سليمان، قسم العلوم الإنسانية، جامعة السليمانية - العراق، العدد 34، آذار 2012، ص 249، 250. كذلك محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص 228.

³ - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، مرجع سابق، ص 125.

⁴ - حيث ورد في نص المادة 51 مكرر من الأمر 156/66 المؤرخ في 8 جوان 1966 المعدل والمتمم، والمتضمن قانون العقوبات الجزائري، ج ر، عدد 49، الصادرة في 08 جوان 1966، بأنه: " باستثناء الدولة والجماعات المحلية والأشخاص المعنوية الخاضعة للقانون العام يكون الشخص المعنوي مسؤولاً جزائياً عن الجرائم التي ترتكب لحسابه من طرف أجهزته أو ممثليه الشرعيين عندما ينص القانون على ذلك. إن المسؤولية الجزائية للشخص المعنوي لا تمنع مساءلة الشخص الطبيعي كفاعل أصلي أو شريك في نفس الأفعال ". وتقبلها المادة 200 من قانون العقوبات المصري رقم 58 لسنة 1937، المؤرخ في 21 يوليو سنة 1937، المعدل والمتمم. والمادة 68 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، وغيرها من النصوص القانونية، راجع في ذلك المسؤولية الجزائية للشخص المعنوي، لرنا إبراهيم سليمان العطور، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 22، العدد الثاني، 2006، ص 363، 364. والشيء نفسه في التشريع الأردني طبقاً لنص المادة 16 من قانون العقوبات لسنة 1960، والمادة 121 من قانون العقوبات الفرنسي الجديد لسنة 1994، راجع في ذلك المسؤولية الجزائية للشخص المعنوي في حالة انتفاء الصفة التمثيلية للعضو مرتكب الجريمة - دراسة مقارنة، لمحمد أحمد المحاسنة، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، عمادة البحث العلمي، جامعة عمان، المجلد رقم 42، العدد الأول، 2015، ص 143.

¹ - محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص 186.

بورصة الأوراق المالية، بالنظر إلى حجم رؤوس الأموال المدخرة فيها، وهذا ما يقتضي حماية الثقة المفترضة في هذه السوق، مما يحقق المساواة بين مختلف شرائح المستثمرين.

ومن جهة أخرى بأهمية الدور الذي يقوم به الوسيط المالي، والذي يعد الدعامة الرئيسية التي يرتكز عليها السوق المالي، باعتبار أن الوسيط هو الشخص الوحيد الذي من خلاله يمكن للمدخرين والشركات المصدرة دخول البورصة والتعامل فيها. هذه المكانة الحساسة للسوق ودور الوسيط المالي فيه يعتبران محفزان لقيام مسؤوليته الجنائية، حيث يستغلها أحياناً في ارتكاب أفعال مخرجة بنظام السوق، وهذا ما استوجب على المشرع الجزائري كغيره من التشريعات المقارنة، تجريم الممارسات غير المشروعة التي يأتيها الوسيط المالي، وعدم الاكتفاء بالعقوبات التأديبية التي تسلطها الجهات المكلفة بضبط الأسواق المالية.

إلا أن هناك اختلاف في تجريم هذه الممارسات من تشريع لآخر، راجع إلى نظرة كل مشرع لتلك الممارسات، إذ أن هناك تشريعات جرمت الكثير من الأفعال التي يقوم بها و.ب.أ.م، فيما لا يؤخذ في تشريعات أخرى على التصرفات نفسها إلا تأديبياً، ونظراً لهذا الاختلاف في التجريم بين التشريعات المقارنة، سترتكز الدراسة على الجرائم التي تضمنها المرسوم التشريعي رقم 10/93 وهي جد قليلة، مع إضافة بعض الجرائم التي تشترك فيها التشريعات المقارنة ويكون لها تأثير فعلي على بورصة الأوراق المالية، ومن دون التطرق إلى الجرائم العامة، تلك التي تشترك فيها مجالات اقتصادية وتجارية متعددة، وتكفلت بمعالجتها التشريعات الجنائية وخصت بدراسات منفردة في أبحاث قانونية متعددة. ولتيسير دراسة هذه الجرائم ستقسم إلى جرائم تتعلق بسلوك الوسيط المالي (مطلب أول)، وجرائم متعلقة بتعامل الوسيط المالي مع المعلومات (مطلب ثان).

المطلب الأول: الجرائم المتعلقة بسلوك وسيط بورصة الأوراق المالية.

إن بورصة الأوراق المالية كغيرها من الأسواق الأخرى، لا تخلو من الممارسات السلبية، يتم اللجوء إليها من قبل المتدخلين في السوق، وخاصة الوسطاء الماليين بغرض تحقيق أرباح كبيرة بالتحايل على المستثمرين، معرضينهم بذلك إلى خسائر مادية هائلة قد تصل حتى إلى إفلاس البعض منهم، دون نسيان الآثار السلبية التي يمكن أن تلحق بالاقتصاد في كثير من الأحيان، مع زعزعة الثقة المفترضة في السوق المالي، من خلال تلك الممارسات المتنوعة، التي يمكن ربطها بسلوك الوسيط المالي في السوق، ومن أهم هذه الجرائم:

الفرع الأول: جريمة ممارسة نشاط الوساطة بدون ترخيص.

من بين ما تم تناوله سابقاً ضمن هذه الدراسة هو أن التشريعات المقارنة المنظمة للأسواق المالية، قد قصرت عمليات تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق على الوسطاء الماليين دون غيرهم، فالوسيط المالي هو وحده صاحب الحق قانوناً في القيام بعمليات التوسط بين بائع ومشتري الأوراق المالية لإتمام الصفقة. معنى ذلك أن ممارسة نشاط الوساطة في سوق الأوراق المالية مرتبط بوجود ترخيص سابق من الجهات المختصة بالإشراف على سوق المال، يسلم للوسيط المالي بعد استيفاء الشروط سائلة الذكر.

وأن ممارسة هذا النشاط دون وجود ترخيص مسبق يشكل جريمة يعاقب عليها القانون، وأن من مبررات تجريم هذا السلوك، هو أنه يشكل إخلالاً بحق الجهات المشرفة على السوق في تنظيمها وضمان عدم استغلال المستثمرين فيها¹. ومع ذلك قد ترتكب هذه الجريمة، من بعض الأشخاص بصفة عمدية، وذلك بإيهام العملاء بأنهم وسطاء ماليون مرخصون بممارسة هذا النشاط، مما يؤدي إلى استغلالهم ونهب أموالهم دون وجه حق، وقد يكون الوسيط قد قام باستخراج الترخيص ولكن مدة صلاحيته انتهت ولم يتم بالتجديد²، أو أن الترخيص قد سحب منه جزئياً أو نهائياً، ومع ذلك يستمر في ممارسة نشاطه كوسيط مالي، ففي هذه الحالات يعد ممارساً لأعمال الوساطة بدون ترخيص، ويترتب على ذلك قيام مسؤوليته الجزائية.

وعليه سوف يتناول هذا الفرع أركان هذه الجريمة (أولاً) والعقوبات (ثانياً) التي ستسلط على كل شخص يمارس نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية بدون ترخيص، سواء في التشريع الجزائري أو في التشريعات المقارنة.

أولاً: أركان الجريمة.

تنص المادة 63 من قانون سوق رأس المال المصري على أنه: "مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد، منصوص عليها في أي قانون آخر يعاقب بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد عن عشرين مليون جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين: 1- كل من باشر نشاطاً من الأنشطة الخاضعة لأحكام هذا القانون دون أن

¹ - ريزان حسن مولود، مرجع سابق، ص 309.

² - سويلم بن عبد الله حمد السويلم، مرجع سابق، ص 87.

يكون مرخصاً له في ذلك..."، وقد بينت المادة 27 من القانون نفسه الأنشطة التي لا يجوز مزاولتها إلا بموجب ترخيص طبقاً لنصي المادتين 28 و63.

كما حظر المشرع الأردني كذلك طبقاً لنص المادة 47/أ من قانون الأوراق المالية لسنة 2017 ممارسة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية على أي شخص بدون ترخيص، وتكفلت المادة 107 من ذات القانون ببيان العقوبات التي يتم تسليطها على كل من يخالف أحكام هذا القانون، أو الأنظمة أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه، مع التأكيد على جريمة ممارسة نشاط الوساطة بدون ترخيص ضمن الفقرة ب/2 من نص المادة 107.

أما الإطار التشريعي للجريمة ذاتها في القانون الفرنسي، هو نص المادة 1/82 من القانون رقم 597/96 المتعلق بتحديث الأنشطة المالية، والتي تعاقب كل من يمارس نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية بدون ترخيص.

في حين إذا رجعنا إلى التشريع الجزائري نجد أن المادة 5 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، لا تجيز لأي شخص كان إجراء مفاوضات حول القيم المنقولة في البورصة، إلا عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين فيها، وفي حالة مخالفة هذا الحظر تسلط على المخالف عقوبات وفقاً لما ورد ضمن أحكام نص المادة 58 من المرسوم التشريعي نفسه.

وهناك تشريعات أخرى تحظر هذا السلوك على غرار المنظم السعودي، وذلك بموجب نص المادة الخامسة من لائحة أعمال الأوراق المالية، حيث تمنع ممارسة أعمال الأوراق المالية على أي شخص ما لم يكن مرخصاً له بذلك من هيئة الأوراق المالية، على اعتبار أن المادة 31 من نظام السوق المالية السعودي تشترط لممارسة أعمال الوساطة، والتي يعد هذا النشاط من بينها، استيفاء جملة من الشروط للحصول على الترخيص، وبالتالي يخضع مرتكب هذه الجريمة للعقوبات المنصوص عليها في المواد 59، 60/أ، 61، 62 من نظام السوق المالية السعودية¹.

إذا فالركن المادي للجريمة وفقاً لنص المادة 63 من قانون سوق رأس المال المصري يتحقق في قيام أي شخص بعمل من الأعمال الداخلة في الأنشطة الواردة في المادة 27 من هذا القانون أو الأنشطة المضافة إليها، والتي سبق بيانها على سبيل الحصر دون أن يكون

¹ - صالح بن إبراهيم عبد الله التويجري، مرجع سابق، ص 82.

مرخصاً له في ذلك ويعد مرتكباً للجريمة، فيما لا تقوم الجريمة إذا كان محلها نشاطاً آخر غير الأنشطة السابق ذكرها، لأن النص العقابي المجرم للأفعال السابقة في حال ممارستها دون ترخيص لا ينطبق عليها، بغض النظر عن انطباق أي نص عقابي آخر عليها¹.

كذلك الحال في التشريع الأردني؛ فالركن المادي للجريمة يتحقق بمجرد خرق الحظر المنصوص عليه في المادة 47/أ من قانون الأوراق المالية، وممارسة أي من الأنشطة المذكورة في نص المادة بدون ترخيص، وهذا ما يصدق كذلك في حال خرق الحظر المنصوص عليه في المادة 31 من نظام السوق المالية السعودية، وممارسة أي من الأنشطة الواردة في المادة 32 من النظام نفسه بدون ترخيص، ولا يختلف الركن المادي في حال ارتكاب جريمة ممارسة الأنشطة الواردة في نص المادة 7 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم في التشريع الجزائري²، وكذلك المادة 1/82 من القانون رقم 597/96 المتعلق بتحديث الأنشطة المالية في التشريع الفرنسي.

وتعد جريمة ممارسة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية بدون ترخيص أو اعتماد من الجرائم الشكلية، التي تتم بمجرد القيام بالسلوك المادي المخالف للنص القانوني، ولا يشترط لقيامها تحقيق نتيجة معينة أو حدوث ضرر، كما لا يشترط أيضاً لقيامها مزاوله أي من الأعمال المتعلقة بالأوراق المالية أكثر من مرة، أي اعتياد اتيان الفعل المجرم، بل يكفي لقيامها مزاوله أي من هذه الأعمال مرة واحدة، كما أن هذه الجريمة لا شروع فيها، فهي لا تقوم بمجرد التحضير لها دون وقوعها فعلاً³.

في حين تجدر الإشارة أن جنحة تقديم خدمات الاستثمار إلى الآخرين بدون ترخيص المنصوص عليها في المادة 1/82 من قانون 2 جويلية لسنة 1996 الفرنسي، يتعين لقيامها إتيان عدة أفعال متماثلة، فلا تقع الجريمة بإتيان الفعل لمرة واحدة¹، والشيء نفسه أخذ به المنظم السعودي، حيث تعد جريمة ممارسة أنشطة وسيط بورصة الأوراق المالية بدون ترخيص من جرائم الاعتياد، بمعنى أن يرتكب السلوك لثلاث مرات فأكثر².

¹ - محمد مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 285.

² - للاطلاع أكثر على هذه الأنشطة راجع التقسيم التشريعي للوسطاء الماليين من حيث النشاط، ص 148 وما يليها.

³ - سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 282. كذلك محمد مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 286.

¹ - سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 283، كذلك محمد مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 286.

² - سويلم عبد الله السويلم، مرجع سابق، ص 92.

أما بالنسبة للركن المعنوي لهذه الجريمة ومن خلال النصوص السابقة، فلم تبين التشريعات المقارنة طبيعة الركن المعنوي المتطلب لقيام جريمة مزاولة نشاطة الوساطة في السوق المالي من دون ترخيص. وتبعاً لذلك يرى البعض أنها من الجرائم التي يكفي لتمامها ارتكاب السلوك المادي للجريمة باعتبارها من جرائم التنظيم، ولا حاجة لإثبات ركنها المعنوي في أي من صورتيه القصد أو الخطأ، فبمجرد مزاولة الشخص لأي من الأنشطة الخاضعة لأحكام قانون سوق رأس المال، دون الحصول على ترخيص بذلك من الهيئة العامة لسوق المال تقع الجريمة، إلا أنه يجوز للمتهم أن يدفع بانتفاء الركن المعنوي إذا ما أثبت عدم استطاعته العلم بضرورة الترخيص لمباشرة النشاط¹.

غير أنه من وجهة نظر الباحث يمكن الدفع بانتفاء الركن المعنوي فقط في حالات قليلة جداً، منها الحالة التي يكون فيها الوسيط المالي مثلاً قد تقرر سحب الترخيص منه لبعض الأنشطة، دون أن يبلغ بذلك، أو لم يصله قرار هيئة السوق بسحب الترخيص إلا بعد مدة معينة، ففي هذه الحالة فقط يمكن للوسيط الدفع بعدم علمه أنه يمارس نشاطه بدون ترخيص، أما جهل الوسيط لضرورة الترخيص في بورصة الأوراق المالية فهو أمر غير مقبول، باعتبار أن هذه الأمور هي تنظيمية وتعد من الضروريات، التي يجب أن يطلع عليها أي شخص يرغب في التعامل في بورصة الأوراق المالية.

في حين يرى البعض الآخر أنها من الجرائم العمدية، باعتبارها من الجرائم الاقتصادية، التي نظمها المشرع على نحو دقيق، وأوجب على المتعاملين اتباع السلوك المشروع، الذي يتعين عليهم أن يلتزموا به، فإذا ما خالف شخص هذا السلوك كان ذلك ناتجاً عن رابطة نفسية سابقة على ارتكاب الجريمة، وتتمثل هذه الرابطة النفسية في اتجاه إرادته إلى خرق التنظيم المعمول به سواء بعمده أو بإهماله وتقصيره¹، بهدف تحقيق مكاسب مالية أكبر، لهذا يتوجب على التشريعات مواجهة مثل هذه السلوكات بنقيض ما تسعى إلى تحقيقه من أرباح، وذلك بتسليط غرامات مالية مضاعفة أفضل من العقوبات الجزرية.

¹ - سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 284.

¹ - محمد مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص ص 287، 288.

ثانياً: العقوبات المقررة للجريمة.

وفقاً لأحكام المادة 58 من المرسوم 10/93 التي تحيل على المواد من 376 إلى 379 والمتعلقة بخيانة الأمانة من الأمر رقم 156/66 المتضمن قانون العقوبات الجزائري، فإن العقوبة تتمثل في الحبس من ثلاثة أشهر إلى ثلاث سنوات، وتشدد إلى 10 سنوات طبقاً لنص المادة 378، بالإضافة إلى الغرامة المبينة في نص المادة 58 أعلاه، والتي تساوي ضعف قيمة الأوراق المالية التي تم التعامل عليها.

ما يلاحظ على هذه العقوبات أن المشرع الجزائري، اعتمد في ردع الجرائم المرتكبة في البورصة على العقوبات المخصصة لردع الجرائم العامة، في حين كان من الواجب أن يخصها بعقوبات تتلائم وطبيعة المجال المالي والاقتصادي الواقعة فيه، مع الاكتفاء بالغرامات المالية المرتفعة، باعتبارها أفضل وسيلة قمعية للأشخاص المعنوية. أما بالنسبة للشخص الطبيعي فإن عقوبة الحبس المقررة كافية نظراً لعدم جسامة هذه الجريمة.

في حين إذا نظرنا في التشريع المصري وجدناه قد أقر لجرائم البورصة عقوبات خاصة في قانون سوق رأس المال، وبين حتى العقوبات التكميلية وإن كانت منقوصة كثيراً، حيث نصت المادة 63 من قانون سوق رأس المال على عقوبة الحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات، وغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد عن عشرين مليون جنيه، أو إحدى العقوبتين لمن يزاول نشاط من أنشطة الأوراق المالية دون ترخيص، ما لم يوجد نص آخر يقرر عقوبة أشد من ذلك.

حيث تعد الغرامة المسلطة على المخالف مرتفعة في حدها الأعلى، ومع ذلك في المجال التجاري على غرار الأسواق المالية، أفضل طريقة لتقدير الغرامات، هي بيان النسبة المئوية التي يدفعها المخالف، وتحدد تصاعدياً تبعا لقيمة المعاملة التي أجراها في السوق، باعتبار أن العملات قد تنخفض قيمتها مع مرور الوقت، في حين قيمة المعاملات قابلة للزيادة، مما يقتضي تعديل القوانين للرفع من قيمة الغرامات، وهذا ليس بالأمر السهل، وهكذا تسير قيمة الغرامة كل التغيرات الحاصلة في السوق، دون اللجوء إلى تعديل النصوص القانونية المنظمة لها كل مرة. ولضمان الوفاء بالغرامات المقضي بها فقد نصت المادة 68 من ذات القانون على أن تكون جميع أموال الشركة ضامنة في جميع الأحوال للوفاء بما يحكم به من غرامات مالية.

وفضلا عن العقوبات الأصلية المتمثلة في الحبس والغرامة، يجوز الحكم على الشخص مرتكب الجريمة بالحرمان من مزاوله المهنة، أو بحظر مزاوله النشاط الذي وقعت الجريمة

بمناسبتة لمدة لا تزيد عن ثلاث سنوات كعقوبة تكميلية جوازية، ويكون الحكم بذلك وجوباً في حالة العود طبقاً لنص المادة 69 من القانون نفسه. ومع ذلك كان من الأفضل أن يوسع المشرع المصري من بدائل العقوبات التكميلية التي وضعها حتى يترك للقاضي الخيار، كإضافة عقوبة حل الشركة، أو غلق المنشأة لفترة معينة، أو نهائياً وغيرها من العقوبات التكميلية التي يمكن الحكم بها في المجال التجاري، وهذا ما لم يتقطن إليه المشرع الجزائري كذلك لأنه اعتمد على العقوبات الواردة في قانون العقوبات، مع أنه غير مخصص لردع مثل هذه الجرائم.

كما أقر المشرع الأردني طبقاً لنص المادة 107 من قانون الأوراق المالية، في حالة مخالفة أحكامه ولوائحه غرامة لا تزيد عن (100.000) مائة ألف دينار إضافة إلى غرامة لا تقل عن ضعف الربح المحقق، أو ضعف الخسارة المراد تجنبها على أن لا تزيد عن خمسة أضعاف ذلك. هذا بالإضافة إلى عقوبة الحبس لمدة لا تزيد عن سنة لمخالفة أحكام المادة 47 السابقة، والمتعلقة بممارسة أنشطة الأوراق المالية بدون ترخيص، شريطة أن لا تنص تشريعات أخرى على عقوبة أشد، ويمكن للمحكمة المختصة أن لا تحكم بعقوبة الحبس إذا كانت المخالفة لأول مرة، أو في حالة إذا أودع المخالف لدى صندوق المحكمة، أو الهيئة مبلغاً كافياً لدفع قيمة الغرامة التي قد يحكم بها، وذلك قبل أن يكتسب الحكم الدرجة القطعية.

ما يلاحظ على التشريع الأردني أنه ركز أكثر على الغرامات المالية وبنسبة مقبولة مقارنة بدرجة جسامة المخالفة، وهذا أمر مستحسن في مجال الأسواق المالية، لردع الوسطاء الماليين في حين أهمل العقوبات التكميلية.

في حين العقوبات التي أقرها المنظم السعودي على مزولة أعمال الوساطة بدون ترخيص، تتلخص وفقاً للمواد 59، 60، 61، 62 من نظام السوق المالية السعودي في:

- إلزام المخالف بدفع غرامة مالية لا تتجاوز ثلاثة أضعاف المكاسب التي حققها، أو ثلاثة أضعاف الخسائر التي تجنبها نتيجة هذه المخالفة.
- كما يجوز للهيئة أن تطلب من اللجنة إيقاع غرامة مالية على الأشخاص المسؤولين عن المخالفة إذا كانت المخالفة متعمدة، على أن لا تتجاوز الغرامة خمسة وعشرين مليون ريال.
- السجن لمدة لا تزيد على تسعة أشهر.

هذا بالإضافة إلى بعض العقوبات التكميلية كالتوقيف عن مزولة الأنشطة في السوق، المنع من السفر، المنع من العمل في الجهات الخاضعة لإشراف الهيئة، وهي غير كافية

بالنظر لحساسية التعامل في مجال الأوراق المالية، مقارنة بما هو معمول به من عقوبات في المجال التجاري.

أما المشرع الفرنسي فيعاقب على جريمة تقديم خدمات الاستثمار - بصفة معتادة - للآخرين من غير ترخيص¹ بالحبس ثلاث سنوات، والغرامة التي تصل إلى 2500000 فرنك فرنسي، وذلك بالنسبة للشخص الطبيعي. كما يجوز الحكم عليه بعقوبات تكميلية أخرى منها: الحرمان من الحقوق السياسية والمدنية، والحرمان من تقلد المناصب العامة، أو ممارسة الأنشطة النقابية أو الاجتماعية، وغلق المنشأة، ومصادرة الأشياء المستخدمة في الجريمة أو المحصل عليها منه، ونشر الأحكام والقرارات المقضي بها.

وبالنسبة للشخص المعنوي وطبقاً لنص المادة 88 من القانون نفسه، يمكن اعتبار الأشخاص الاعتباريين مسؤولين جنائياً، بموجب الشروط المنصوص عليها في المادة 121-2 من قانون العقوبات، بالنسبة للجرائم المحددة في المواد 82 إلى 87 من هذا القانون. أما العقوبات التي يتكبدها الأشخاص الاعتباريون هي:

- الغرامة وفق الشروط المنصوص عليها في المادة 131 - 38 من قانون العقوبات.

- العقوبات المنصوص عليها في المادة 131 - 39 من قانون العقوبات².

حيث تتمثل العقوبة في الغرامة، والتي تصل إلى خمسة أضعاف تلك المقررة للشخص الطبيعي، بالإضافة إلى جملة من العقوبات التكميلية مثل الحرمان نهائياً أو مؤقتاً من ممارسة

¹ - " Est puni de trois ans d'emprisonnement et de 2 500 000 F d'amende le fait, pour toute personne physique :

1) **De fournir des services d'investissement** à des tiers à titre de profession habituelle **sans y avoir été autorisée**. ... Les personnes physiques coupables de l'une des infractions prévues aux 1o et 2o ci-dessus encourent également les peines complémentaires suivantes :

1) L'interdiction des droits civiques, civils et de famille, suivant les modalités prévues par l'article 131-26 du code pénal ;

2) L'interdiction suivant les modalités prévues par l'article 131-27 du code pénal d'exercer une fonction publique ou d'exercer l'activité professionnelle ou sociale dans l'exercice ou à l'occasion de laquelle l'infraction a été commise, pour une durée de cinq ans au plus ;

3) La fermeture, pour une durée de cinq ans au plus, des établissements ou de l'un ou plusieurs établissements de l'entreprise ayant servi à commettre les faits incriminés ;

4) La confiscation de la chose qui a servi ou était destinée à commettre l'infraction ou de la chose qui en est le produit, à l'exception des objets susceptibles de restitution ;

5) L'affichage ou la diffusion de la décision prononcée... ", Art 82, de la LOI no 96-597 , de modernisation des activités financiers, op.cit.

² - " **Les personnes morales** peuvent être déclarées responsables pénalement, dans les conditions prévues par l'article 121-2 du code pénal,

des infractions définies aux articles 82 à 87 de la présente loi.

Les peines encourues par les personnes morales sont :

1o L'amende suivant les modalités prévues par l'article 131-38 du code pénal ;

2o Les peines mentionnées à l'article 131-39 du code pénal.

L'interdiction mentionnée au 2o de l'article 131-39 du code pénal porte sur l'activité dans l'exercice ou à l'occasion de l'exercice de laquelle l'infraction a été commise", l'Art.88, de la meme LOI.

الأنشطة المهنية أو الاجتماعية، والوضع تحت المراقبة القضائية لمدة خمسة سنوات أو أكثر¹، وغيرها من العقوبات التكميلية الأخرى.

الملاحظ أن المشرع الفرنسي يسلط عقوبات جد قاسية على الشخص المعنوي، ومتناسقة في الوقت نفسه مع جسامة الجريمة، كما أنه ركز كثيرا على العقوبات التكميلية، والتي تعد جد مهمة في المجال الاقتصادي والمالي، مقارنة مع التشريع الجزائري والتشريعات المقارنة الأخرى التي أهملتها.

ما يمكن قوله حول العقوبات المسلطة بمناسبة ممارسة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية بدون ترخيص، أن التشريعات المقارنة قد أولت هذه الجريمة أهمية بالرغم من عدم جسامتها، في حين المشرع الجزائري أقر لها الغرامة المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93، فيما أحال على قانون العقوبات بخصوص العقوبة السالبة للحرية، وبالتالي عدم إعطائه أهمية للجانب العقابي في القانون الخاص بسوق المال. كما أن بعض التشريعات تحدد مباشرة قيمة الغرامة المالية، فيما يفضل في المجال التجاري تحديد النسبة المئوية للغرامة من قيمة المعاملة. كما أن هناك قوانين تكتفي بالعقوبات الأصلية فقط، دون التطرق للعقوبات التكميلية، وهناك من تشير إليها دون ذكر أهم العقوبات التكميلية في المجال التجاري.

في حين التشريع الفرنسي يولي أهمية كبيرة بالسوق المالي، بالنظر إلى الخبرة التي يكتسبها، حيث يظهر أن القواعد المنظمة للسوق المالي الفرنسي أدق بكثير، من القواعد المنظمة للأسواق المالية للتشريعات المقارنة الأخرى.

الفرع الثاني: جريمة التصرف في الأوراق المالية للعميل دون تفويض.

سبق القول أن تداول الأوراق المالية في البورصة، يتم من خلال وسطاء ماليين مفوضين من قبل العملاء بإبرام عقود التداول نيابة عنهم، باعتبار أن العملاء غير مسموح لهم القيام بذلك بأنفسهم داخل السوق، وتبعاً لذلك يتعين على الوسيط عدم التصرف سواء بالبيع أو الشراء، في الأوراق المالية الخاصة بأي زبون من زبائنه، إلا بناءً على تفويض خطي من العميل، أو من خلال اتفاقية خطية يبرمها مع هذا الأخير، تخوله التصرف بالأوراق المالية نيابة عنه.

ولحماية مالكي الأوراق المالية في السوق، من أن يقوم الوسطاء الماليون بالتصرف في أوراقهم المالية بدون تفويض، فكيف عولجت هذه التصرفات سواء التشريع الجزائري، أو في

¹ - محمد مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 292.

التشريعات المقارنة، وهذا ما نستشفه من أحكام الأسواق المالية للتشريعات محل الدراسة ضمن بندين، يتناول الأول موقف التشريعات من تصرف وسيط ب.أ.م في أوراق العمل بدون تفويض، فيما يتطرق البند الثاني إلى الجزاء المقرر لتصرف وسيط ب.أ.م في أوراق العمل بدون تفويض.

أولاً: موقف التشريعات من تصرف وسيط البورصة في أوراق العمل دون تفويض.

جاء ضمن أحكام المادة رقم 63/ج من قانون الأوراق المالية الأردني، بأنه يعتبر مرتكباً لجريمة التزوير والاحتيايل كل وسيط مالي يبيع أو يتصرف بأوراق مالية دون تفويض من مالكةا، أو دون وجود اتفاقية خطية تخوله ذلك وفقاً لأحكام تعليمات التداول التي يصدرها المجلس، هذه الأخيرة والتي تنص هي بدورها ضمن أحكام المادة رقم 1/16 منها بأنه يجب على الوسيط تنفيذ الصفقة بناءً على تفويض من عميله ووفقاً لأحكام هذه التعليمات، التي تبين للوسطاء الماليين أشكال التفويض التي يعتد بها المشرع.

كما ورد في نص المادة 67 من قانون سوق رأس المال المصري، بأن مخالفة أحكام اللائحة التنفيذية لهذا القانون يعد مخالفة يعاقب عليها، وتبعاً لأحكام اللائحة واتقاءً للعقوبة، فإنه بناءً على نص المادة 263 منها، يتوجب على شركة السمسرة إدخال عروض وطلبات البيع والشراء تبعاً لأوامر العميل، وأن يكون ذلك طبقاً للقانون واللائحة والنظم المعمول بها.

أما في التشريع الجزائري واستناداً لأحكام المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم فلم يرد به أي نص يجرم التصرف في الأوراق المالية للعميل دون تفويض، ويرجع ذلك حسب تقدير الباحث إلى عدم جسامه هذا النوع من المخالفات، حيث يمكن تصنيف الخطأ المرتكب هنا ضمن الأخطاء المترتبة على الإخلال بالالتزامات العقدية، ويكون ذلك متى اشترط العميل على الوسيط عدم إبرام أي صفقة إلا بموجب أمر منه، ومع ذلك وحتى وإن لم يتم إدراجه كشرط في العقد، فإن لوائح وتعليمات الأسواق المالية وفي سبيل تنظيم هذه الأخيرة بهدف عدم ترك الفرصة للوسطاء الماليين للتلاعب بأموال العملاء، فإنها أرست قواعد يتوجب على الوسطاء الماليين احترامها أثناء التعامل مع الزبائن، نستشفها من أحكام المادة 89 النظام 03/97 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم الجزائرية، والتي ورد فيها بأن أمر البورصة هي تعليمة يقدمها زبون إلى الوسيط في عمليات البورصة.

معنى ذلك أن الوسيط لا يمكنه التصرف في الأوراق المالية العائدة للعميل دون تفويض صادر إليه من العميل، باستثناء الحالة التي يكون فيها الوسيط مديراً لمحفظه الأوراق المالية كما تم دراسته سابقاً.

وتضيف المادتين 96، 97 من النظام نفسه بأن إرسال أمر من الأمر إلى الوسيط في عمليات البورصة يتم بأية وسيلة، وفق الشروط المحددة بين الزبون ووسيطه في عمليات البورصة في اتفاقية الحساب الموقعة بين الطرفين، وأنه في حال ما إذا كان الأمر الوارد من العميل إلى الوسيط كتابياً، يجب أن يحرر طبقاً لنموذج الأوامر المعمول به من طرف الوسيط ، وفي حال ما إذا كان الأمر الوارد إلى الوسيط هاتفياً أو إلكترونياً، وجب على العميل الأمر تأكيد ذلك لاحقاً كتابياً.

كل هذه النصوص وغيرها من النصوص الأخرى تبين بأن تعامل الوسيط المالي على الأوراق المالية للعملاء لا يكون إلا بناءً على تفويض صريح يسمح له بذلك، وهذا ما يؤكد تقنين التعامل في السوق المالي وضبطه بأحكام لا يجوز تجاوزها، وأن أي خرق لهذه الأحكام يستوجب تحمل المسؤولية الكاملة للوسيط المالي.

ثانياً: الجزاء المقرر لتصرف وسيط البورصة في أوراق العميل بدون تفويض.

تبعاً لما سبق ذكره فإنه في حال مخالفة أحكام المادة 63/ج من قانون الأوراق المالية الأردني، والمادة رقم 1/16 من تعليمات التداول، تطبق العقوبات الواردة في المادة 107 سالفه الذكر، فتكون العقوبة عبارة عن غرامة مالية لا تزيد عن (100.000) مائة ألف دينار، إضافة إلى غرامة مالية أخرى لا تقل عن ضعف الربح المحقق، أو ضعف الخسارة المراد تجنبها على أن لا تزيد عن خمسة أضعاف ذلك، مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد منها وردت ضمن نصوص أخرى والغرامة السابقة، فإنه تسلط عقوبة الحبس كذلك على كل من يخالف أحكام المادة 63/ج المذكورة أعلاه، حيث لا تزيد مدة الحبس عن ثلاث سنوات.

أما في التشريع المصري فإن العقوبة المسلطة على شركات السمسرة في حال تصرفها في الأوراق المالية العائدة للعملاء دون تفويض منهم هي الغرامة، التي لا تقل عن ألفي جنيه ولا تزيد على مليون جنيه، مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد منصوص عليها في أي قانون آخر. في حين أن مسؤولية الوسيط المالي في التشريع الجزائري في حال قيامه بالتصرف في الأوراق المالية للعميل بدون تفويض ليست جزائية، باعتبار أن المشرع لم يجرم هذا التصرف،

وإنما هي مسؤولية مهنية بسبب عدم الالتزام بأخلاقيات المهنة وآدابها طبقاً لنص المادة 57 من النظام 01/15.

الملاحظ حول هذا التصرف الواقع من قبل الوسطاء الماليين، ومدى تجريمه في التشريعات المقارنة يرجع إلى نظرة كل مشرع حول مدى خطورة مثل هذه التصرفات، أما بخصوص العقوبات المقررة لمثل هذه الأفعال، فكان من الأولى الاكتفاء بالغرامة المالية فقط بالنسبة للمشرع الأردني على غرار ما أخذ به المشرع المصري، باعتبار أن القيام بمثل هذه الأفعال يعد خرقاً لآداب وأخلاقيات مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية، ضف إلى ذلك أن الوسيط المالي ضامن للصفقات التي يبرمها لحساب العملاء، فمتى قام بإبرام صفقة لحساب الزبون دون أن يتلقى تفويضاً من الأخير، وكانت الصفقة مرضية للزبون بما حققته له من أرباح، فهل يعاقب الوسيط؟

بطبيعة الحال وفقاً للتشريعين الأردني والمصري الوسيط يعاقب بغض النظر عن النتائج، لكن باعتبار الوسيط خبير في مجال إختصاصه فهو أدري بمصلحة الزبون، فلا يجوز معاقبته في هذه الحالة، أما في حال ما إذا كان تصرف الوسيط مضرراً بالعميل ومن دون تفويض، فالوسيط يعد ضامناً طبقاً لقواعد السوق، بالإضافة إلى العقوبة التأديبية التي ستسلطها عليه هيئة السوق المالي، والتي تعتبر كافية ولا حاجة لتجريم مثل هذه التصرفات.

الفرع الثالث: جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية:

يهدف المتعاملون من وراء التداول في بورصة الأوراق المالية إلى تحقيق الربح، إلا أن ذلك غير مضمون على الدوام، بسبب عدم استقرار أسعار الأوراق المالية. غير أن جشع بعض المتعاملين وبالخصوص الوسطاء الماليين ممن يحبون الربح السريع، قد يلجأون في الغالب إلى التأثير على أسعار الأوراق المالية لتحقيق أطماعهم بأساليب غير أخلاقية، لا تتوافق مع نظام السوق القائم على العرض والطلب، من أجل رفع أسعار الأوراق المالية أو خفضها وفقاً لما يخدم مصالحهم، وهذا ما يعرف بالتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية (*Securities Price Manipulation*) أو كما يسميها البعض الآخر بالمضاربة غير المشروعة.

حيث تعتبر هذه السلوكيات من أخطر الأفعال تأثيراً على سوق الأوراق المالية وأكثرها شيوعاً، لذلك حرصت تشريعات الأسواق المالية لمختلف دول العالم على تجريمها، حماية

للأسواق والاقتصاد بصفة عامة، فمتى ثبت إدانة الوسطاء الماليين بارتكاب مثل هذه الأفعال فإن ذلك يؤدي إلى قيام مسؤوليتهم الجنائية.

وعليه وتبعاً لما تم تقديمه فإن دراسة هذه الجريمة الخطرة، ذات التسميات المتعددة والمتشعبة الصور، تقتضي التعريف بها وبيان أهم صورها (أولاً)، ثم الوقوف على أركانها (ثانياً)، على أن يتم ختمها بالجزاء المقرر لردعها في التشريع الجزائري والتشريعات المقارنة (ثالثاً).

أولاً: مفهوم التلاعب بأسعار الأوراق المالية وصوره:

يتناول هذا البند مفهوم التلاعب بأسعار الأوراق المالية، بالإضافة إلى بيان صور هذه الجريمة.

أ- مفهوم التلاعب بأسعار الأوراق المالية:

هناك تسميات مختلفة لهذه الجريمة، حيث أن البعض يطلق عليها بالمضاربة غير المشروعة في البورصة، في حين يصطلح عليها آخرون بجريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية، ونظراً لذلك يتوجب توضيح مصطلحي التلاعب والمضاربة من الناحية اللغوية، ثم عرض بعض التعاريف المقدمة في هذا الشأن من الناحية الاصطلاحية، وبعدها الإشارة إلى موقف التشريعات من تعريف هذه الجريمة.

1- المعنى اللغوي لمصطلحي التلاعب والمضاربة.

1 - 1- مصطلح التلاعب في اللغة:

كلمة تلاعب في اللغة من لعب واللعب ضد الجد، لعب يلعب لعباً، أي تلاعب مرة تلو الأخرى¹، وقد يراد باللعب السير بالقوم إلى وجهة لم يقصدها، كما في حديث تميم والجباسة عندما قال: فلعب الموج بنا شهراً، وقال ابن منظور: "سمي اضطراب الموج لعباً لما لم يسر بهم إلى الوجهة التي أرادوها¹."

¹ - عمار عباس الحسيني، عمار كريم فاضل، مرجع سابق، ص 221، 222.

¹ - سعيد بوهراوة، التلاعب في الأسواق المالية- عرض تحليلي نقدي، مداخلة مقدمة في الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي من طرف رابطة العالم الإسلامي، وتم انعقادها بمكة المكرمة في الفترة من 25 إلى 29 ديسمبر 2010، ص 4.

1 - 2 - مصطلح المضاربة في اللغة:

تعني كلمة المضاربة في اللغة الكسب، وهي مشتقة من الضرب في الأرض، حيث يقال: ضرب في الأرض أي سار في ابتغاء الرزق¹، وهذا لقوله تعالى: "وآخرون يضربون في الأرض يبتغون فضلاً من الله"².

وعلى هذا ورد في أحد التعاريف الفقهية المقدمة للمضاربة بأنها: "عملية بيع أو شراء يقوم بها شخص خبير بالسوق للانتفاع من فروق الأسعار³ الناتجة عن التنبؤ في تغيرات قيمتها"⁴، والمضاربة بهذا المفهوم يمكن أن توجد في أي سوق، في حين ينصرف مفهوم المضاربة في الأسواق المالية إلى شراء وبيع الأوراق المالية بغرض الربح من المتغيرات السريعة في أسعارها⁵، على أن يكون ذلك وفقاً لنظام العرض والطلب، أي من دون تحايل وغش.

إذا استخلص مما سبق ذكره أن المضاربة غير المشروعة تكون خلافاً للمضاربة المشروعة القائمة على نظام العرض والطلب، وهذا ما سيتم بيانه في الفقرات الموالية.

2 - التلاعب اصطلاحاً.

يقصد بالتلاعب بالأسعار في الأسواق المالية اصطلاحاً: "التصرفات التي يقوم بها متداول، أو مجموعة من المتداولين؛ لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها، بهدف الربح على حساب بقية المتداولين في السوق، وبصرف النظر عن أي شيء خلاف المصلحة الخاصة به"¹. ويقصد كذلك بالمضاربة غير المشروعة أو التلاعب بالأسعار تلك:

¹ - عمر ناطق يحي، المضاربة في سوق الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، مجلة الكوفة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة الكوفة، المجلد الأول، العدد 34، سنة 2018، ص 130.

² - الآية 20 من سورة المزمل.

³ - رفيق يونس المصري، المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والمعارضين، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المجلد 20، العدد الأول، 2007، ص 67. كذلك عمر ناطق يحي، مرجع سابق، ص 131. كذلك عمار عباس الحسيني، عمار كريم فاضل، مرجع سابق، ص 223.

⁴ - سعيد بوهراوة، مرجع سابق، ص 7.

⁵ - محمد بن إبراهيم السحيباني، المضاربة في الأسواق المالية مع الإشارة لحالة سوق الأسهم السعودية، مجلة جنوب آسيا للقانون والسياسة والعلوم الاجتماعية، عدد جانفي 2009، ص 2، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.ssrn.com/link/South-Asian-J-Law-Policy-Social-Research.html> تاريخ الزيارة 2020/07/15.

¹ - أحمد بصري إبراهيم، محمد حسن علي علوش، التدابير الوقائية من جرائم البورصات في الاقتصاد الوضعي والفقهاء الإسلامي - دراسة مقارنة، مجلة التجديد، الجامعة الإسلامية - ماليزيا، المجلد السابع عشر، العدد 33، 2013، ص 135.

"العمليات التي يقوم فيها المضارب بأفعال من شأنها إحداث إرتفاع أو انخفاض مصطنع في الأسعار، بناءً على طرق احتيالية للتلاعب بالأسعار وإحداث تموجات شديدة في الحدود القصوى بطرق مفتعلة بغرض الاستفادة من فروق الأسعار"¹. وعند آخرين المضاربة غير المشروعة (التلاعب بالسوق) هي: "عملية تستهدف الإخلال بقانون العرض أو الطلب من خلال القيام بسلوكيات من شأنها تضليل المتداول بشأن السعر الحالي للورقة المالية، أو إيجاد انطباع كاذب بأن هنالك تداولاً نشطاً ببيعها أو شرائها"².

إذا فالتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية، أو المضاربة غير المشروعة، هي مجرد أفعال تتطوي على أساليب احتيالية أساسها الغش والخداع، يمارسها في الغالب الوسطاء في السوق بالتواطؤ مع المتداولين للتأثير على سعر ورقة مالية معينة، بهدف الحصول على أكبر قدر من الأرباح في وقت وجيز، من خلال الفارق في الأسعار الذي يتم إحداثه. حيث يتم التلاعب إما برفع سعر الورقة المالية، وتعد من أكثرها شيوعاً وانتشاراً، أو بتثبيت سعر الورقة المالية؛ وغالباً ما يكون عند الإصدار الجديد للأسهم، للحيلولة دون هبوط السهم وقت تأسيس الشركة، وأخيراً بخفض سعر الورقة المالية³؛ بغرض التعرير بالمستثمرين الصغار حتى يتخلصوا من أسهمهم مخافة استمرار تدهور قيمتها في السوق، حينها يقوم المتلاعب بشراء أكبر عدد منها قصد السيطرة على السوق أو العكس.

كما تجدر الإشارة أنه من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستشف كذلك، أن عملية التلاعب بالأسعار أو المضاربة غير المشروعة في سوق الأوراق المالية، تتعلق دائماً بالأوراق المالية، مما يعني أنها محور أو ركن أساسي في هذه الجريمة، وبالتالي فبغيب هذا الركن تنتفي الجريمة.

¹ - أوزدن حسين رحمن دزه بي، رؤوف رشيد ره نج، الحماية الجنائية من المضاربة غير المشروعة في سوق الأوراق المالية -

دراسة مقارنة، مجلة جامعة تكريت للحقوق، المجلد الرابع، الجزء الثاني، العدد الأول، 2019، ص 5.

² - فهد محمد النفيعي، الحماية الجنائية للسوق المالية السعودي - دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، قسم العدالة الجنائية، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، 2006، ص 298.

³ - محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص ص 124، 125.

3 - التعريف التشريعي للجريمة.

تباين موقف التشريعات المقارنة المنظمة لأسواق الأوراق المالية من تعريف هذه الجريمة، حيث أن هناك قوانين عرفت الجريمة¹ على غرار المشرع الفرنسي، وذلك من خلال نص المادة 2/465 من القانون النقدي والمالي لسنة 1996²، حيث جاء فيها بأنها: "...الفعل الذي يقوم به أي شخص بممارسة، أو محاولة ممارسة بطريقة مباشرة أو بواسطة وسيط أي عمل يهدف إلى إعاقة الأداء الطبيعي لسوق الأوراق المالية بإيقاع الغير في غلط"³.

وقد استبدل النص السابق بعد تعديل القانون النقدي والمالي الفرنسي بموجب القانون رقم 819/2016 حيث أصبحت تعاقب على هذه الجريمة المادة 3/465-1⁴.

وهو الأسلوب نفسه للمشرع الجزائري وذلك من خلال نص المادة 3/60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم والتي جاء فيها بأنه: "...كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس مباشرة أو عن طريق شخص آخر مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تظليل الغير..." وكذلك بموجب المادة 172 قانون العقوبات والتي جاء فيها

¹ - جاء في تعريف هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (sec) بأن التلاعب هو: "سلوك مقصود مصمم لخداع المستثمرين من خلال التحكم في السوق أو التأثير عليه بشكل مصطنع من أجل ورقة مالية، ويمكن أن يتضمن التلاعب عددًا من التقنيات للتأثير على العرض أو الطلب على الأسهم، وهو يشمل نشر معلومات كاذبة أو مضللة عن الشركة للحد بشكل غير صحيح من عدد الأسهم المتاحة للجمهور، أو تزوير عروض الأسعار أو الأسعار أو الصفقات لخلق صورة خاطئة أو مضللة عن الطلب على ورقة مالية، وخضوع المتورطون في التلاعب لعقوبات مدنية وجنائية".

"Manipulation is intentional conduct designed to deceive investors by controlling or artificially affecting the market for a security. Manipulation can involve a number of techniques to affect the supply of, or demand for, a stock. They include: spreading false or misleading information about a company; improperly limiting the number of publicly-available shares; or rigging quotes, prices or trades to create a false or deceptive picture of the demand for a security. Those who engage in manipulation are subject to various civil and criminal sanctions", See the authority's website: <https://www.sec.gov/fast-answers/answerstmanipulhtm.html> .

² - Art L465-2 du C. mon .fin (abrogé) « le fait, pour toute personne, exercé ou tenté d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur », Brice HUGOU, Le fonctionnement des marchés financiers de matières premières agricoles à la lumière du droit des contrats, thèse de doctort, faculté de Droit et Sciences politiques, Spécialité : Droit privé, Université de Nantes ,2018, p 107.

³ - أوزدن حسين رحمن دزه بي، رؤوف رشيد ره نج، مرجع سابق، ص 5.

⁴ - Article L465-3-1:

I. – A. – Est puni des peines prévues au A du I de l'article L. 465-1 le fait, par toute personne, de réaliser une opération, de passer un ordre ou d'adopter un comportement qui donne ou est susceptible de donner des indications trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un instrument financier...

II. – Est également puni des peines prévues au A du I de l'article L. 465-1 le fait, par toute personne, de réaliser une opération, de passer un ordre ou d'adopter un comportement qui affecte le cours d'un instrument financier, en ayant recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice, LOI no 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché, JORF, n° 0144, du 22 juin 2016.

بأنه: "...كل من أحدث بطريق مباشر أو عن طريق وسيط رفعاً أو خفضاً مصطنعاً في أسعار السلع أو البضائع أو الأوراق المالية العمومية أو الخاصة أو شرع في ذلك..." مع إعطائه بعض الصور التي قد يتم بها التحايل وذلك على سبيل المثال.

فيما اكتفت تشريعات أخرى بتقديم عدد من الصور التي يمارس عن طريقها هذا النوع من التلاعب، أو المضاربة غير المشروعة، على غرار المشرع المصري، حيث أورد في نص المادة 63 من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 بأنه: " مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد، منصوص عليها في أي قانون آخر يعاقب ... كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق".

كذلك المشرع الأردني فإنه لم يشر إلى تعريف جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية، وإنما حظر على أي شخص القيام ببث إشاعات أو إعطاء معلومات أو بيانات مضللة، أو غير صحيحة تؤثر في سعر أية أوراق مالية، أو سمعة الجهة المصدرة لها، أو أي عمل يقوم به أي شخص للتأثير على أسعار الأوراق المالية، أو أي عمل من شأنه إلحاق الضرر بسمعة السوق أو المتعاملين¹.

إذا يمكن القول أن قيام المشرعين الفرنسي والجزائري بتعريف الجريمة هو أمر مستحسن لتوسيع الرؤية، ومع ذلك فالمشرعين المصري والأردني صائبين حين تجنبنا تعريف الجريمة وتركنا ذلك للفقهاء، حتى لا يضيقا من حدود الجريمة، ولذلك التزمنا بتقديم صور فقط عن أساليب التلاعب للأخذ بها على سبيل المثال، وتركنا المجال مفتوحاً لإضافة صور أخرى، من خلال ما تقدمه الحياة العملية، بناءً على التطورات التكنولوجية التي يعرفها عالم المال والأعمال.

ب - صور التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية.

يمكن أن يتخذ التلاعب في بورصة الأوراق المالية عدة أشكال وذلك تبعاً لاعتبارات مختلفة، من أبرزها ما يلي:

1 - صور التلاعب حسب تأثيرها على السعر: ينقسم التلاعب بالسوق وفقاً لهذا الاعتبار إلى:

1-1 - التلاعب المؤثر في القيمة:

ويحدث عندما يقوم المتلاعب بتصرف يؤثر على قيمة السهم، وفي الغالب يكون هذا التلاعب من متخذي القرار في الشركة المساهمة. ومن حالات التلاعب التي تذكر عادة تحت

¹ - عمار عباس الحسين، عمار فاضل كريم، مرجع سابق، ص 224.

هذا النوع، التلاعب المرتبط بقرارات الاندماج والاستحواذ، مثل الإعلان عن تقديم عرض لشراء أو دمج أو الاستحواذ على شركة، بما يؤدي إلى رفع سعر سهم الشركة المستهدفة، فيقوم المعلن ببيع ما يملكه من أسهمها، ويعلن بعد ذلك أن المفاوضات تعثرت، ويتم العدول عن العرض¹، وبالتالي فهذا النوع يخرج عن نطاق الدراسة بالنظر إلى المسؤولين عن القيام به.

1- 2 - التلاعب المؤثر في السعر²:

ويعد أكثر التلاعبات ممارسة من قبل الوسطاء الماليين ويمكن أن يحدث بإحدى الطريقتين:
 - من خلال بث معلومات مضللة سواء كانت غير صحيحة، أو كانت صحيحة، ولكن معروضة بطريقة يمكن أن يفسرها بقية المتداولين بشكل خاطئ، بما يؤدي إلى التأثير على توقعاتهم حول القيمة. ويدخل في ذلك نشر الشركة المساهمة معلومات مضللة حول وضعها المالي.

— من خلال تداولات مغررة: وذلك بأن يقوم المضارب بتنفيذ تداولات لها تأثير مباشر على الأسعار والكميات المتداولة في السوق، مما يؤثر على توقعات بقية المتداولين حول قيمة الورقة المالية محل التداول، وهي أكثر أنواع التلاعب شيوعاً.

2 - صور التلاعب بالأسواق حسب نوعية البيع والشراء.

وتنقسم صور التلاعب بالأسواق المالية من حيث هذا الاعتبار إلى ثلاثة أقسام رئيسية:

2- 1 - البيع الوهمي أو السوري: (Wash Sale)

ويقصد به خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما³، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، كأن يمتلك شخص ما عدداً معيناً من الأسهم فيبيعها بيعاً صورياً لأحد أقاربه أو أصدقائه، ثم يعاود شراءها في مدة زمنية قصيرة قد تكون في اليوم نفسه لإيهام المتعاملين بأن هناك تغيرات سعرية حدثت على سعر تلك الورقة، وأن تعاملًا نشطاً

¹ محمد بن إبراهيم السحبياني، التلاعب في الأسواق المالية- البعد الاقتصادي، ورقة عمل مقدمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية- الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، المنظمة من طرف الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، يوم 27 صفر 1429هـ (الموافق 5 مارس 2008م)، ص 11.

² - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

³ - سيف إبراهيم المساورة، مرجع سابق، ص 295.

يجري عليها¹، كذلك يهدف البيع الصوري إلى خلق سعر زائف للورقة المالية، وذلك إما بقصد تحقيق فرص للربح، أو تحقيق خسائر دفترية لأغراض ضريبية².

إن وقوع مثل هذه التصرفات المجرمة من قبل شركات الوساطة، في ظل النظم التي تسمح لهم بالتعامل لحسابهم الخاص³، كما تم دراسته سابقاً (التشريع الجزائري، الفرنسي الأردني، السعودي...)، فيما منعت أنظمة قانونية أخرى تعاقد شركات الوساطة لحسابها الخاص، كما هو الحال في التشريع المصري وذلك وفقاً لنص المادة 90 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، لا يعني عدم وقوعها من قبل شركات الوساطة المالية التي تتعامل لحساب الغير، حيث يمارس هذا السلوك كذلك من قبل شركات الوساطة بالتواطؤ مع العملاء.

2 - 2 - توافق الطلبات (matched orders)

وتتم هذه الصورة عبر إدخال أوامر بيع وشراء متطابقة في الوقت نفسه على ورقة مالية معينة. ولإنجاح هذه الخطة يتم إعطاء أوامر البيع والشراء إلى العديد من السماسرة، بحيث لا يعرف أحدهم الآخر، وهذا بغية خلق انطباع بأن هناك اهتماماً كبيراً ومتجدداً على تلك الورقة، وعادة ما يوعز المتلاعبون إلى بعض الصحف ووسائل الإعلام المالية بنشره، مما يعمل على ترويجها، وبعد ذلك يقتصرون على الشراء دون البيع، وحينئذ تتجه الأسعار إلى الصعود، فيبادر الجمهور إلى الشراء، وتواصل الأسعار سيرتها الصعودية، إلى أن تصل إلى المستوى الذي يرضي مطامع المتلاعبين، فيصفون مراكزهم الصعودية بالبيع. ولا تلبث الأسعار وتندهور بعد زوال العوامل المفتعلة التي رفعتها. وقد تكون المسألة اتفاقية بين مجموعة من المتعاملين، وتسمى كذلك باتفاقيات التلاعب⁴ (Pools). وهذا يعني أن الاتفاق قد يتم بين مجموعة من الوسطاء الماليين كما يمكن أن يتم بين وسيط ومجموعة من متعامليه لتنفيذ الجريمة.

2 - 3 - الشراء بغرض الاحتكار: (Corner the market)

وهو أن يقوم المتلاعب بشراء كمية هائلة من ورقة مالية معينة بغرض الاحتكار، مما يمكنه فيما بعد من السيطرة على سعرها ثم بيعها في السوق بالسعر الذي يراه مناسباً⁵.

¹ - سعيد بوهرارة، مرجع سابق، ص 13. كذلك مازن محمد المرسي، ص 160.

² - محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص ص 126، 126.

³ - سويلم عبد الله السويلم، مرجع سابق، ص 138.

⁴ - سعيد بوهرارة، مرجع سابق، ص 13.

⁵ - سعيد بوهرارة، مرجع سابق، ص 13. كذلك محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص 126. كذلك سيف إبراهيم

المصاورة، مرجع سابق، ص 295.

ثانيا : أركان الجريمة:

تقتضي جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية كغيرها من الجرائم الأخرى توافر بالإضافة إلى الركن الشرعي للجريمة، والمتمثل في نص المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري، المادة 63 من قانون سوق رأس المال المصري، المادة 106 من قانون الأوراق المالية الأردني، والمادتين، 1-465 و 1-465/3-1 ركناً مادياً وركناً معنوياً، وهذا ما سيتم بيانه في ما يلي:

أ - الركن المادي للجريمة.

إن جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية (التلاعب بالسوق)، أو المضاربة غير المشروعة، أو عرقلة السير المنتظم للبورصة وغيرها من التسميات¹، لا يمكن حصر صورها في شكل معين، حيث أن التشريعات في هذا الصدد استخدمت عبارات عامة للتعبير عنها.

ف نجد أن المشرع الفرنسي مثلاً يعبر عنها بالعبارات التالية: «*indication trompeuses*» ، «*fixer à un niveau anormal ou artificiel*» ، «*toute autre forme de tromperie ou d'artificiel*» في نص المادة 3/465-1 من القانون رقم 819/2016 المذكور سابقاً، وإن كان قد قدم بعض الصور التي يمكن أن يرتكبها الوسيط المالي وغيره من المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، فتعد ركناً مادياً وتتحقق من خلالها الجريمة، وهي صور على سبيل المثال لا الحصر، باعتبار أن عولمة الأسواق المالية من خلال التكنولوجيات الحديثة، قادرة على إبتكار ما لا يمكن عده من الصور الجديدة، التي يمكن أن ترتكب من خلالها الجريمة. وقد وردت هذه الصور في المادة 1/631 من لائحة لجنة الأسواق المالية الفرنسية لسنة 2014 ، حيث جاء فيها بأنه²: "يجب على أي شخص الامتناع عن التلاعب بالأسعار، ويشكل تلاعباً بالأسعار:

¹ - وردة شرف الدين، جرائم بورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري- أشكالها والعقوبات المقررة لها، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، العدد 11، 2018، ص 233.

² - " Toute personne doit s'abstenir de procéder à des manipulations de cours.

Constitue une manipulation de cours :

1° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres :

a) Qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers ou ;

b) Qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel, à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné ;

2° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice.

En particulier, constituent des manipulations de cours : =

1- إجراء المعاملات أو إصدار أوامر:

أ- تعطي أو يحتمل أن تعطي معلومات خاطئة، أو مضللة حول عرض، أو طلب أو سعر الأدوات المالية.

ب- أو تحدد سعر أداة مالية واحدة أو أكثر، على مستوى غير طبيعي أو مصطنع بفعل شخص أو أكثر، يتصرفون بالتناغم، ما لم يثبت الشخص الذي أجرى المعاملات أو أصدر الأوامر المعروضة، شرعية أسبابها ومطابقتها لممارسات السوق المقبولة في السوق المنظمة المعنية.

2 - إجراء معاملات أو إصدار أوامر باستخدام إجراءات تعطي صورة وهمية عن حالة السوق، أو أي شكل آخر من أشكال الخداع أو الحيلة، وعلى وجه الخصوص تشكل تلاعباً في الأسعار:

أ- حصول شخص واحد، أو عدة أشخاص بالاتفاق على مركز مهيم في سوق أداة مالية، مع تأثير تحديد أسعار الشراء بشكل مباشر أو غير مباشر، أو بيع أو إنشاء شروط تجارية أخرى غير عادلة.

ب- إصدار أوامر وقت الافتتاح أو الإغلاق، أو عند الاقتضاء في حال تثبيت أوامر شراء أو بيع أدوات مالية في سوق تهدف إلى إعاقة إنشاء الأسعار في تلك السوق، أو تأثير تضليل المستثمرين على أساس الأسعار المعنية".

كذلك المشرع الجزائري على غرار نظيره الفرنسي جاء بعبارات عامة، تؤكد أن الجريمة يمكن أن تقع بأي فعل أو نشاط مباشر، أو غير مباشر من شأنه عرقلة السير المنتظم للبورصة، وحسناً فعل¹، إذ تتسم الجريمة بالابتكار والتنوع والتجديد في أساليب ووسائل ارتكابها، وبالتالي تجنب ظهور أي أسلوب، أو وسيلة عملية لم ينص عليها القانون، وبالتالي خروجها من نص التجريم²، فمن خلال نص المادة 3/60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93

=a) Le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitables ;

b) Le fait d'émettre au moment de l'ouverture ou de la clôture ou, le cas échéant lors du fixage, des ordres d'achat ou de vente d'instruments financiers du marché ayant pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché ou pour effet d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours concernés», Site web précité de l'AMF.

¹ - سليمان صديقة، مرجع سابق، ص 119.

² - أحمد محمد اللوزي، مرجع سابق، ص 119.

المعدل والمتمم المذكورة سالفاً تتمثل تلك العبارات العامة في "ارتكاب مناورة ما أو المشاركة فيها"، كذلك عبارة "حيث يولد لديهم انطباعاً مضللاً بشأن، البورصة أو أحد عناصرها".

والشيء نفسه بالنسبة للمشرع الأردني، إذ عدد بعض الصور التي من شأنها أن تؤدي، إلى التلاعب بأسعار بورصة الأوراق المالية، والتي تعد محظورة في السوق المالي، ثم ختم صياغة النص بعبارة: "أو أي عمل يقوم به أي شخص للتأثير على أسعار الأوراق المالية، أو أي عمل من شأنه إلحاق الضرر بسمعة السوق أو المتعاملين"¹. كذلك المشرع المصري اتبع الأسلوب نفسه، من خلال نص المادة 63 من قانون رأس المال، وبعدها حاول تعداد بعض التصرفات التي يمكن أن تشكل تلاعباً بأسعار الأوراق المالية بموجب نص المادة 321 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، وإن كان قد أوردها على سبيل المثال لا الحصر للأسباب السابقة نفسها، وختم الصياغة بكلمة "وبالأخص".

إذا فمن خلال ما تم التطرق إليه وبالاستناد إلى نصوص التشريعات المقارنة السابق ذكرها، بما فيها تلك التي عرفت هذه جريمة تحت أية تسمية، سواء التلاعب بأسعار الأوراق المالية، أو التأثير على السير المنتظم لبورصة القيم المنقولة، يتضح أنها لم تحدد مفهوماً دقيقاً لجريمة المضاربة غير المشروعة، بالنظر لتعدد أساليب ارتكاب هذه الجريمة وكثرة صورها، التي يصعب حصرها، لو لا السوابق القضائية التي حصرت تلك الممارسات غير المشروعة في الأشكال الرئيسية الثلاثة السابقة وهي البيع الصوري، توافق الطلبات أو اتفاقيات التلاعب والشراء بغرض الاحتكار وهي أشهر الصور.

ولذلك ذهب البعض إلى القول بأن بساطة النصوص التي تحظر التلاعب بالأسعار توجد صعوبات كبيرة للقضاة في التطبيق العملي للقانون²، وبالتالي فمن الصعب على قاضي الموضوع إثبات الركن المادي لهذه الجريمة، بالنسبة لكثير من الأساليب التي ذكرتها التشريعات المقارنة، على غرار المعاملات التي تتم عن طريق التدليس كما نص عليه المشرع المصري، وأسلوب المناورات التي ذكرها المشرع الجزائري والفرنسي، وهذا نظراً لصعوبة إثبات العلاقة

¹ - المادة 106/أ من قانون الأوراق المالية الأردني، مرجع سابق.

² - همام القوسي، الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، تخصص القانون التجاري، جامعة حلب، 2011، ص 78. كذلك :

- " Des textes plus simples ont souvent rencontré des difficultés d'application par des juges insuffisamment formés", Jacques HAMON, le rôle et l'évolution des institutions de surveillance, Lavoisier Revue française de gestion, V5 , N° 141, 2002.

السببية¹ بين التدليس ووقوع الوسيط أو عميله في خطأ، ومن جانب آخر فهي تعطي للقاضي السلطة التقديرية، فيما إذا كانت تلك السلوكات التي يقوم بها الوسيط المالي أثناء إبرام الصفقات في بورصة الأوراق المالية مؤثرة على أسعار الأوراق المالية أم لا .

وعليه وحتى يتحقق الركن المادي للجريمة يشترط أن يقوم الوسيط المالي بأي عمل، أو نشاط إيجابي من شأنه التأثير على أسعار الأوراق المالية، أو الإخلال بالسير الطبيعي والمعتاد للسوق المالي²، باعتبار أن المشرع الجزائري والتشريعات المقارنة من خلال النصوص المجرمة لسلوك التلاعب بأسعار الأوراق المالية، لم تحصر قيام الركن المادي بأفعال معينة، وذلك بناءً على العبارات الواردة في النصوص السابقة الذكر، والتي تؤكد أنها جاءت على سبيل المثال لا الحصر، بمعنى أن الباب يبقى مفتوحاً لأي وسيلة من الوسائل التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية بطرق مفتعلة.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يكفي لقيام جريمة التلاعب بالأسعار، أو المضاربة غير المشروعة مجرد صعود أسعار الأوراق المالية أو نزولها بشكل مفتعل وغير طبيعي³، بل لا بد أن يؤدي أو يحتمل أن يؤدي الفعل الذي قام به الوسيط المالي، إلى تظليل المتعاملين وإيقاعهم في الغلط، وذلك بإعطائهم صورة غير صحيحة عن السعر الحقيقي لورقة مالية معينة، أو حجم التداول الوارد عليها، مما قد يدفعهم للدخول في معاملات على تلك القيم المنقولة التي يكون سعرها موضوع تلاعب⁴.

ومن أمثلة التلاعب قيام الوسيط المالي القائم بإدارة محافظ عملائه بإصدار عدد كبير من أوامر البورصة لشراء نوع معين من الأسهم من غير أن يكون تحت يده الغطاء المالي اللازم لذلك⁵، وذلك لإقناع المستثمرين في السوق المالية بوشك قيام عملية ضخمة على قيمة منقولة معينة، بحيث يدفعهم إلى إصدار أوامر بورصة لشراء هذه القيمة الواعدة بارتفاع قيمتها في القريب العاجل طمعاً في ربح كبير، مما ينتج عنه ارتفاع مفاجئ لأسعار هذه القيمة المنقولة طبقاً لمبدأ العرض والطلب، وإثر ذلك يعود هذا الوسيط المالي إلى سحب أوامر البورصة التي

¹ - منير بوريشة، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2007، ص 196.

² - سيف المصاورة، مرجع سابق، ص 298.

³ - مازن محمد المرسي، مرجع سابق، ص 164.

⁴ - منير بوريشة، مرجع سابق، ص ص 195، 196.

⁵ - أيت ملود فاتح، مرجع سابق، ص 426.

أصدرها، ثم يقوم بعد ذلك بإصدار أوامر بورصة ببيع المخزون الذي بحوزته من هذه القيمة المنقولة، محققاً بذلك مكاسب كبيرة من خلال العمولة المحصل عليها جراء العمليات التي نفذها لحساب عملائه، وإيقاعه للمستثمرين في الغلط من خلال هذا الأسلوب القائم على التدليس¹.

كما لا يشترط لقيام الجريمة تحقق نتيجة فعلية على النشاط الإجرامي المكون لها، ومؤدى ذلك قيام الجريمة طالما كان من شأن الفعل التأثير على السوق، أو على أسعار الأوراق المالية أو حجم تداولها²، بمعنى أن النتيجة ليست عنصراً من عناصر الركن المادي للفعل المجرم، حيث أن الركن المادي يقوم ولو لم تتحقق النتيجة المطلوبة، وهذا ما يستشف باستقراء أحكام المادة 60 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم، والتي جاء فيها بأن: "...كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس...مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم للسوق...". وهذا ما نستشفه كذلك من نص 63 من قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 والتي جاء فيها بأنه: "...كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي، أو عملية صورية، أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق" والشيء نفسه في باقي التشريعات المقارنة.

ولهذا فلا يشترط أن تُحدِث تلك السلوكات، أو المناورات أي تأثير مفتعل على الأسعار بالفعل، بل يكفي ارتكابها أو محاولة ارتكابها فقط، لأن الجرائم الاقتصادية عموماً لا تتطلب وقوع ضرر فعلي، بل يكفي مجرد التهديد بوقوعه، لكون نتائجها خطيرة، ولهذا يتوسع القانون الاقتصادي إلى تجريم الأفعال المتقدمة لمنع وقوع نتائج ضارة، ولا يعاقب عليها بوصف الشروع أو المحاولة وإنما بوصفها جرائم تامة قائمة بذاتها، وهذا خلافاً للقانون العام الذي في الغالب يجرم النتائج الضارة³.

بالإضافة إلى ما تقدم فالمشكلة الخطيرة أن هذه الممارسات تترافق مع العود والتكرار من المتلاعبين وتنتقل من دولة إلى أخرى خلال مدد زمنية طويلة⁴، وهذا بفضل تطور وسائل الاتصال والشبكة المعلوماتية، التي قضت على المسافات والحدود الدولية (العولمة).

ولذلك جرمت جميع القوانين التلاعب بأسعار البورصة لأنه يمثل عملاً متنافياً مع أليات السوق المالي، حيث يربك ميزان العرض والطلب، فيقع المساس بنظام تحديد أسعار الأوراق

¹ منير بوريشة، مرجع سابق، ص 196.

² سيف المصاورة، مرجع سابق، ص 300. كذلك مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 310.

³ محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص 124.

⁴ همام القوصي، مرجع سابق، ص 78.

المالي في البورصة، كما يتنافى والنظام التنافسي السليم، ولذلك عملت التشريعات على توسيع مجال المسؤولية الجنائية للوسيط المالي، لإضفاء حماية أكثر على السوق المالي، طالما أن المحاولة وحدها تؤدي إلى قيام الركن المادي لجريمة التلاعب بالأسعار في البورصة¹.

ب- الركن المعنوي

تعتبر جريمة التلاعب بالأسعار أو المضاربة غير المشروعة من الجرائم العمدية، التي يتعين لقيامها توافر القصد الجنائي العام، القائم على عنصري العلم والإرادة لدى الجاني، فلا بد أن يكون هذا الأخير عالماً بأنه يقوم بأفعال غير مشروعة، من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية، أو على السير الطبيعي للسوق، وأن تتجه إرادته إلى القيام بتلك الأفعال، بغرض التأثير على الأسعار للارتفاع أو الانخفاض، لتحقيق أغراض شخصية لا يمكن تحقيقها وفقاً للسير العادي لآليات السوق². وإلى جانب توفر القصد العام فإن هناك بعض التشريعات تتطلب قصد خاص بتوفر النية السيئة للتأثير على السوق، أو الإخلال بآلياته الطبيعية من خلال قيد سعر غير حقيقي، أو عملية صورية ومحاولة القيام بذلك بطرق التدليس³.

وهذا ما نستفثه من نص المادة 3/60 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم، التي تبين أن المشرع الجزائري يشترط القصد الخاص في جريمة التلاعب بأسعار القيم المنقولة، وذلك بأن تتصرف إرادة الفاعل لعرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة⁴. كما يتضح ذلك من قانون الأوراق المالية الأردني الذي يتطلب أن يكون هناك قصد خاص متمثل في التأثير على أسعار أو حجم تداول ورقة معينة، بالإضافة إلى قيام علم الوسيط المالي أن ما يقوم به سيؤدي إلى التلاعب بأسعار الورقة المالية التي يقوم بإعطاء الأوامر عليها بحكم طبيعة عمله⁵. كذلك الحال بالنسبة للتشريع المصري حيث يتبين ذلك من نص المادة 63 من القانون رقم 95 لسنة 1992 والتي جاء فيها بأنه: "...أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق...".

¹ - منير بوريشة، مرجع سابق، ص 197.

² - سيف المصاورة، مرجع سابق، ص 303. كذلك مازن محمد المرسي، مرجع سابق، ص 167. كذلك محمد على السويلم، مرجع سابق، ص 285. كذلك أحمد محمد اللوزي، مرجع سابق، ص 122.

³ - تامر محمد صالح، الحماية الجنائية لسوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجامعي، لبنان، 2015، ص 248.

⁴ - جلاب شافية، الركن المعنوي في جرائم البورصة، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المركز الجامعي، تامنغست، المجلد 08، العدد 04، 2019، ص ص 216، 217.

⁵ - قصي على الضمور، مرجع سابق، ص 96.

أما بالنسبة للمشرع الفرنسي فقد كان قبل تاريخ 2 يوليو سنة 1996 ينص صراحة على العمد لقيام جريمة التلاعب بأسعار القيم المنقولة، حيث كانت صياغة المادة 1/10 - 3 كما يلي: "يعاقب بالعقوبات المنصوص عليها في الفقرة الأولى من المادة 1/10 كل من قام أو حاول القيام عمداً عن طريق وساطة بعمل يهدف منه إلى التأثير على سوق إحدى القيم المنقولة، أو الأدوات المالية المدرجة في الجدول الرسمي للبورصة أو عقد من عقود الحياة"¹.

بعدها ألغى المشرع الفرنسي شرط العمد الذي تقوم عليه المسؤولية الجنائية، ويرى الفقه الفرنسي عكس ذلك وأن إلغاء كلمة "العمد" من النص بعد تعديله ثم إلغائه لاحقاً لا يعني التخلي عن هذا العنصر في هذه الجريمة².

وقد قضت محكمة جناح باريس ببراءة متهمين بالتلاعب بالأسعار في أسهم إحدى الشركات، حيث لم يتوافر لديهم التأثير على السوق والإضرار به، بل إنهم قاموا بتلك الأفعال بقصد ضمان استقرار السوق والمحافظة على سعر السهم الحقيقي³، وهذا ما يعني اشتراط توفر القصد الخاص لقيام هذه الجريمة في التشريع الفرنسي.

والعلم وفقاً للصور السابقة بالنسبة للتشريعات التي تشترط القصد الخاص، يحتم أن يكون الوسيط المالي على دراية بكل واقعة من شأنها أن تساهم، أو تؤدي وحدها للتأثير على أسعار البورصة. وفي مثل الصور السابقة فإن الوسيط المالي الذي قام بإصدار أوامر في البورصة، بكمية هائلة كما سبق التطرق إليه، من أجل شراء أوراق مالية معينة، فيوهم المستثمرين بأن الأوراق المالية المعنية مرشحة للإرتفاع من خلال الطلبات عليها فيتهافت عليها باقي المستثمرين، ومن ثم يقوم الوسيط بسحب طلبات الشراء، ويقوم بعملية عكسية، حيث يلجأ إلى التخلص من مخزونه من تلك القيم المنقولة.

ففي هذه الحالة لا يمكن للوسيط المالي الاحتجاج بعدم علمه، بأن ذلك من شأنه أن يشكل إخلالاً بمبدأ العرض والطلب الذي تقوم عليه البورصة، وعدم التعامل بشفافية ومساواة

¹ - ART 10-1 alinéa 3, ordonnance n°67-833 du 28 Septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, JORF du 29 septembre 1967 : « Est puni des peines prévues au premier alinéa le fait, pour toute personne, de répondre sciemment dans le public par de voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours », modifiée par l'art 89 de loi n 96/597 du 2 juillet 1996, op.cit.

² - سيف المصاورة، مرجع سابق، ص 304. كذلك مازن محمد المرسى، مرجع سابق، ص 168.

³ - جلاب شافية، مرجع سابق، ص 217.

وفقاً لما تنص عليه تشريعات الأسواق المالية، حماية للثقة فيها، وبالتالي يعد تعدد على حقوق المتعاملين القائمة على المنافسة الشريفة والتي يكفلها القانون.

ومن هنا يفترض أن الوسيط المالي بحكم خبرته ومركزه القانوني في السوق المالي، الذي يمكنه من الإلمام بقانون السوق ولوائحه، أنه عالمياً بخطورة ما أقدم عليه من أفعال، أدت إلى الإيقاع بالمستثمرين والاستيلاء على أموالهم بطريقة غير مشروعة، وبالتالي فلا يمكنه الدفع بعدم توقعه لما سببته مناووراته وأساليبه التدليسية، حيث كان يتوجب عليه أن يكون حريصاً في تعاملاته كرجل محترف، وفقاً لما تفرضه عليه تشريعات الأسواق المالية ولوائحها.

ومتى ثبت علم الوسيط المالي بما قام به ونتيجته، وبالشكل المشار إليه وتحرك بفعله نحو القيام بمناورة، فإن عنصر الإرادة يكون متواجداً وصادراً عن وعي وإدراك، ومن ثم علمه بالغرض المستهدف وبالوسيلة التي يستعان بها للوصول لهذا الغرض يكون مفترضاً¹.

وتبعاً لذلك فيتوافر إرادة الوسيط المالي يقوم الركن المعنوي لجريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية، طالما أن هدف الوسيط من وراء الأفعال السابق ذكرها في نصوص التشريعات المقارنة، هو إعاقة السير العادي لبورصة الأوراق المالية، فيتوفر بذلك القصد الخاص للجريمة.

ثالثاً: ردع الجريمة:

إن العقوبة المقررة لجريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية في التشريع الجزائري وفقاً لنص المادة 60 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم تتمثل في الحبس من ستة (6) أشهر إلى خمس (5) سنوات، وغرامة قدرها 30.000 دج ويمكن رفعها حتى تصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل عن مبلغ الربح نفسه، أو بإحدى هاتين العقوبتين.

من خلال نص المادة يمكن القول أن العقوبة السالبة للحرية وإن كان حدها الأقصى مقبول، فإن حدها الأدنى غير مقبول، مقارنة بجسامة الجريمة وما لها من آثار وخيمة، حيث كان يفترض بالمشروع الاكتفاء بالحد الأقصى وعدم إعطاء السلطة التقديرية للقاضي في تحديد مدة الحبس، وهو بذلك سلك أسلوب المشرع المصري الذي يعاقب عليها بالحبس لمدة لا تزيد عن خمس سنوات وفقاً لنص المادة 63 من قانون سوق رأس المال، حيث كان من الأجدر أن تحدد العقوبة بالحبس لمدة لا تقل عن خمس سنوات، وقد أخذ المشرع الأردني بالأسلوب نفسه،

¹ - منير بوريشة، مرجع سابق، ص 203.

حث اشترط أن لا تزيد مدة الحبس عن ثلاث سنوات، معنى ذلك أنه يمكن للقاضي أن يصدر في حق الوسيط المالي عقوبة جد مخفضة وكذلك الحال في التشريع المصري.

أما بخصوص الغرامة المالية التي أوجبها المشرع الجزائري من حيث حداها الأدنى وهو 30.000 دج ، ثم بعد ذلك يقول في نهاية الفقرة دون أن تقل عن هذه الغرامة عن مبلغ الربح المحقق ، فكان يجدر به عدم ذكر قيمة 30.000 دج باعتبارها مبلغ رمزي بالنسبة لما يحققه الوسيط المالي في البورصة، والاكتفاء بربط نسبة الغرامة بما يحققه الوسيط من وراء تلك المعاملات غير المشروعة.

فيما أحسن المشرع الأردني في فرض الغرامة المالية، وهي الغرامة نفسها السابق ذكرها بالنسبة لجريمة ممارسة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية بدون ترخيص وكذلك باقي الجرائم، تتمثل في غرامة مالية لا تزيد عن (100.000) مائة ألف دينار، إضافة إلى غرامة مالية أخرى لا تقل عن ضعف الربح المحقق، أو ضعف الخسارة المراد تجنبها على أن لا تزيد عن خمسة أضعاف ذلك.

أما بالنسبة للغرامة التي فرضها المشرع المصري، والتي لا تقل عن خمسين ألف جنيه ولا تزيد عن عشرين مليون جنيه فهي منخفضة في حداها الأدنى، وهي نفسها بالنسبة لباقي الجرائم الأخرى المرتكبة في السوق، علما أن جرائم البورصة ليست على درجة واحدة من الجسام، ومع ذلك كان من الأفضل أن يحدد نسبتها ويربطها بقيمة ما يحققه الوسيط المالي من ربح، أو ما يريد تجنبه من خسارة من خلال تلك المعاملة غير المشروعة التي قام بها.

كما تجدر الإشارة أن للمحكمة أن تختار بين توقيع عقوبة الحبس أو الغرامة أو الجمع بينهما، وفقا لما جاء في النصين العقابيين في التشريعين الجزائري والمصري، وهو أسلوب غير محبذ في المجال التجاري، وخاصة في قطاع اقتصادي كالأسواق المالية، حيث تعد الغرامة أحسن وسيلة للردع، وبالأخص في حالة ما إذا كانت مرتفعة. فيما وفق المشرع الأردني عندما قرن بين الغرامة والحبس، وإن كان قد سمح بإسقاط عقوبة الحبس في حالات معينة.

أما في التشريع الفرنسي فعقوبة التلاعب بأسعار الأوراق المالية، أو عرقلة السير العادي لبورصة القيم المنقولة كما يصطلح عليها المشرع الجزائري، هي العقوبة نفسها المقررة لأغلبية جرائم البورصة باعتبارها من الجرح وليست من الجنایات، وهذا طبقاً لنصوص المواد من L465-1 إلى L465-3-5 من التقنين النقدي والمالي الفرنسي، حيث شدد في مدة الحبس

وجعلها أقصى مدة مقررة للجنح في هذا المجال، وهي خمسة سنوات والغرامة المالية التي لا تقل عن 100 مليون أورو¹.

يتضح من خلال التعديل الأخير لعقوبة هذه الجريمة بعدما كانت سابقاً معاقب عليها بالحبس سنتين وغرامة مالية قدرها 150 مليون أورو²، أن المشرع الفرنسي قد ساوى بين كل جرائم البورصة، وجعلها على درجة واحدة من الخطورة، حيث رفع مدة الحبس وخفض من قيمة الغرامة، وهو أسلوب منتقد لأن جرائم البورصة ليست على نفس الدرجة من الخطورة في الواقع. إذ أن تخفيضه لقيمة الغرامة المالية وإن كان مقبول بالنسبة لبعض الجرائم، فهو مرفوض بالنسبة للبعض الآخر من الجرائم، على غرار جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية التي تعد درجة خطورتها أكبر. كما أن رفعه في مدة الحبس، وإن كان يمكن قبوله بالنسبة للجريمة بصدد الدراسة فهو مبالغ فيه بالنسبة للبعض الآخر من الجرائم.

أما بخصوص فرض عقوبة الحبس والغرامة المالية معاً، وعدم ترك الحرية للقاضي في اختيار إحدى العقوبتين للحكم بها يعد أمراً حسناً، حيث من خلاله يضمن حماية قانونية للبورصة من الغش والتلاعب والتدليس، إذ يؤدي حتماً إلى ردع وسطاء بورصة الأوراق المالية وحملهم على الامتناع عن التلاعب بالسوق. وهذا خلاف ما تم ذكره في التشريعات المقارنة الأخرى التي فسحت المجال للقاضي لإعمال سلطته التقديرية في الاختيار بين العقوبتين.

الفرع الرابع : جريمة عرقلة مراقبي سلطة ضبط السوق المالي.

أسندت تشريعات الأسواق المالية مهمة ضبط هذه الأسواق إلى السلطات الإدارية المستقلة الوارد ذكرها سابقاً، سواء بالنسبة للتشريع الجزائري أو التشريعات المقارنة، فهي سلطات إدارية خارج التدرج الهرمي، فلا تخضع لأي رقابة رئاسية أو وصائية³، وتتمتع بالاستقلالية العضوية والوظيفية، حيث تخضع إلا للرقابة القضائية في ممارستها

¹ - Art L. 465-1 du C.mon.fin **Modifié par** loi n°2016-819 du 21 juin 2016, dispose : « Est puni de cinq ans d'emprisonnement et de 100 million d'euros », op.cit.

² - Art L. 465-1 du C.mon.fin **avant modification** par la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016, dispos : « - Est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros », Ibid.

³ عيساوي عز الدين، المكانة الدستورية للهيئات الإدارية المستقلة - مبدأ الفصل بين السلطات، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، جمعة محمد خيضر - بسكرة، العدد الرابع، مارس 2008، ص 204. كذلك أحسن غربي، نسبية الاستقلالية الوظيفية للسلطات الإدارية المستقلة، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، جامعة 20 أوت - سكيكدة، العدد 11، 2015، ص 234. كذلك قوراري مجدوب، مكانة الهيئات الإدارية المستقلة في النظام الإداري الجزائري، الموقع الإلكتروني لمجلة المنارة: <https://revuealmanara.com> زيارة بتاريخ 2020 / 10/31.

لاختصاصاتها¹، ويمثل تدخل القاضي ضماناً أساسية ضد كل تعسف في استعمال امتيازات السلطة العامة.

ومن أجل القيام بالمهام المنوطة بها، خولت مختلف التشريعات لهذه السلطات العديد من الصلاحيات، تمكنها من فرض رقابتها² على المتعاملين داخل البورصة، سواء في ما تعلق بشق الرقابة السابقة، والمتمثلة في ما تسنه من لوائح بغرض ضبط السوق، كتحديد شروط الدخول إليه وكيفيات التعامل فيه، وبالخصوص تلك التي تتعلق بنظام الوسطاء الماليين محور الدراسة بصفة عامة. كذلك ما يتعلق بالرقابة اللاحقة، والتي تدخل ضمن صلاحيات أعوان الرقابة التابعين لهذه الهيئات، والمتمثلة في القيام بعمليات التفتيش والتحري³ لدى شركات الوساطة، عن أي مخالفة لأحكام التشريع المعمول به، وأن أي اعتراض من قبل شركات الوساطة المالية، وعدم تمكين أعوان الرقابة من ممارسة هذه الصلاحيات الأخيرة، موضوع البحث ضمن هذا الفرع، يعد جريمة سواء في التشريع الجزائري أو التشريعات المقارنة، حيث كفلت هذه الأخيرة لأعوان الرقابة حماية جزائية، للتصدي لأي سلوكات من شأنها إعاقتهم أثناء أدائهم لمهامهم، وهذا ما سيتم تناوله في بندين؛ يخصص الأول لأركان جريمة عرقلة مراقبي سلطة ضبط السوق المالي، فيما سيتضمن الثاني الجزاء المقرر لهذه الجريمة.

أولاً: أركان جريمة عرقلة مراقبي سلطة ضبط السوق المالي.

جاء في أحكام المادة 5/ب من القرار⁴ الفرنسي رقم 67 لسنة 833 الصادر في 28 سبتمبر 1967 بأنه يمكن للأعوان المحققين المكلفين من قبل رئيس هيئة عمليات البورصة

¹ - قوراري مجدوب، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي (لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وسلطة الضبط للبريد والمواصلات أنموذجين)، مرجع سابق، ص 162.

كذلك عيساوي عز الدين، الرقابة القضائية على السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة في المجال الاقتصادي، مرجع سابق، ص 15. كذلك غربي أحسن مرجع سابق، ص 234.

² - وفي هذا السياق تؤكد المادة 55 من النظام 01/15 السابق الذكر بأنه: " تخضع نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة لمراقبة اللجنة".

³ - حيث تدخل هذه الصلاحيات ضمن آليات الرقابة التي تمارسها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، أنظر خلفاوي عبد الباقي، رقابة بورصة القيم المنقولة على شركات المساهمة في التشريع الجزائري، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة الإخوة منتوري - قسنطينة، المجلد - ب، عدد 49، جوان 2018، ص ص 316 - 318.

⁴ - **Article 5/ B** " Afin d'assurer l'exécution de sa mission, la Commission des opérations de bourse dispose d'enquêteurs habilités par le président selon des modalités fixées par décret en Conseil d'Etat.

Les enquêteurs peuvent, pour les nécessités de l'enquête, se faire communiquer tous documents, quel qu'en soit le support, et en obtenir la copie. Ils peuvent convoquer et entendre toute personne susceptible de leur fournir des=

الدخول إلى مقار العمل والحصول على الوثائق التي يرونها مهمة، مهما كان سندها، أو الحصول على نسخ، كما يمكنهم استدعاء أي شخص بإمكانه الإدلاء بمعلومات تهم التحقيق وسماعه.

كما نصت المادة 49 من القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال المصري بأنه: "يكون لموظفي الهيئة الذين يصدر بتحديد أسمائهم، أو وظائفهم قرار من وزير العدل بالاتفاق مع الوزير - وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية - صفة الضبطية القضائية في إثبات الجرائم التي تقع بالمخالفة لأحكام هذا القانون، ولائحته التنفيذية، والقرارات الصادرة تنفيذاً له، ولهم في سبيل ذلك الاطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات والبيانات في مقر الشركة أو مقر البورصة. وعلى المسؤولين في الجهات المشار إليها أن يقدموا إلى الموظفين المذكورين، البيانات والمستخرجات وصور المستندات التي يطلبونها لهذا الغرض".

أما بالنسبة للتشريع الأردني فقد ورد في المادة 17 من قانون الأوراق المالية لسنة 2017 بأن: "للهيئة المختصة من خلال الجهة المختصة فيها، إجراء أي تحقيق أو تفتيش أو تدقيق لتحديد ما إذا كان أي شخص قد ارتكب مخالفة، لأي من أحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه ... للهيئة ومن خلال الجهة المختصة فيها، وفي سبيل إجراء التحقيقات الواردة في ... هذه المادة القيام بأي من ما يلي: - تدقيق الوثائق والقيود والسجلات العائدة لأي مرخص له أو معتمد، أو أي من الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها والحصول على نسخة من أي منها، والتفتيش عليها بإشعار مسبق أو بدونه. - طلب سماع الشهود وسماع ... وتقديم أي وثائق ومستندات ذات علاقة بموضوع التحقيق".

كما تنص المادة 18 بأنه: "تعتبر مخالفة لأحكام هذا القانون ما يلي: عدم استجابة أي مرخص له أو معتمد أو أي جهة خاضعة لرقابة الهيئة، وإشرافها لطلبات الهيئة بتقديم الوثائق، أو المستندات اللازمة، أو بالحضور للإدلاء بالشهادة...".

وتضيف المادة 22 / ب من القانون نفسه أنه: " للمجلس إحالة المخالفات المرتكبة لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه إلى المحكمة المختصة".

في حين نصت المادة 37 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري بأنه: "تجري اللجنة عن طريق مداولة خاصة وقصد ضمان تنفيذ

مهمتها في مجال المراقبة والرقابة وتحقيقات لدى الشركات التي تلتجئ إلى التوفير علناً والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة... ويمكن الأعوان المؤهلين أن يطلبوا إمدادهم بأية وثائق أيا كانت دعامتها وأن يحصلوا على نسخ منها، ويمكنهم الوصول إلى جميع المحال ذات الاستعمال المهني".

وهذا ما تؤكدته المادة 2/55 النظام 01/15 السابق الذكر، والتي جاء فيها بأنه: "يمكن الأعوان المؤهلين إجراء تحقيقات لدى الوسطاء في عمليات البورصة وتعطى لهم كل وثيقة ضرورية كما يمكنهم الدخول إلى المحلات ذات الصبغة المهنية خلال ساعات العمل العادية".

وبالتالي فإن اعتراض الوسيط المالي سبيل أعوان اللجنة أو عدم الامتثال للأحكام السابقة، وذلك بعدم تسليم أي وثيقة، أو معلومة تطالب بها اللجنة، أو العون الذي كلفته بالتحقيق أو التفتيش، يعد جريمة طبقاً للتشريع المعمول به، يعاقب عليه الوسيط المالي طبقاً لنص المادة 59 من المرسوم 10/93.

إذا باستقراء مختلف هذه النصوص، وبالرغم من تنوع واختلاف المصطلحات المستعملة من تشريع لآخر، إلا أنها توضح مجمل الصلاحيات المخولة لأعوان الرقابة في مجال الأسواق المالية، والتي يمكنهم من خلالها الكشف عن أي مخالفة للتشريع المعمول به، حيث أنه إذا ما تم الاعتراض على القيام بأي من تلك الصلاحيات، من قبل شركات الوساطة في بورصة الأوراق المالية، يؤدي ذلك إلى قيام جريمة عرقلة مراقبي سلطة ضبط السوق المالي. ويمكن إجمال صور السلوك الإجرامي التي يتحقق بها الركن المادي لهذه الجريمة في ثلاثة صور¹:

- إعاقة دخول المحققين لمقر شركة الوساطة المالية موضع التحقيق.
- إعاقة حق الاطلاع على الدفاتر والأوراق والوثائق، وعدم الاستظهار بها عند طلب المحققين إياها، وإعاقة كل ما من شأنه أن يعينهم على القيام بمهامهم.
- إعاقة حق سماعهم لأي شخص قادر على إفادتهم بمعلومات لها صلة بمهامهم، أو إعاقة وصول الآخرين إليهم بعد أن تم استدعاؤهم من طرف المحققين.

¹ - منير بوريشة، مرجع سابق، ص 210.

معنى ذلك أن السلوك الإجرامي الذي يقوم عليه الركن المادي للجريمة، يتمثل في سلوك سلبي يأخذ شكل الامتناع في الغالب، وبالتالي فإن هذه الجريمة تنتمي إلى الجرائم الشكلية التي لا نتيجة لها¹.

فيما تعد جريمة إعاقة أعوان الرقابة عن أداء مهامهم الرقابية من الجرائم العمدية التي يتخذ فيها الركن المعنوي صورة القصد الجنائي²، وإن لم تنص التشريعات محل الدراسة على الركن المعنوي المستلزم لقيامها، غير أن طبيعة نشاط وسطاء.ب.أ.م ومركزهم القانوني كمحترفين، يلزمهم بالاطلاع على قواعد السوق، حتى يتمكنوا من إدراك ما لهم من حقوق وما عليهم من التزامات، يمكن أن يؤدي عدم التقيد بها إلى تحمل المسؤولية مهما كانت طبيعتها. ومن هنا فإن قيام الوسطاء الماليين بأبي سلوكات تمنع أعوان هيئات الرقابة من قيامهم بمهامهم، لا يكون إلا بصفة عمدية ولأغراض معينة، بحيث أنه لا يمكن أن يتصور وقوع مثل هذه السلوكات ممن يدرك أنها مجرمة قانوناً.

إذاً فقيام هذه الجريمة من الضروري توفر القصد الجنائي القائم على عنصرين، هما: العلم بأن عدم امتثال الوسيط المالي لطلبات أعوان الرقابة، يعيقهم عن أداء مهامهم، وأن ذلك مخالف لقواعد السوق. كما يتطلب القصد اتجاه إرادة الوسيط المالي، إلى عدم تمكين أعوان الرقابة مما يطلبونه من وثائق ومستندات وشهادات، من أجل إخفاء الحقيقة التي يبحثون عليها.

ثانياً: الجزاء المقرر للجريمة.

في التشريع الفرنسي تتمثل عقوبة عرقلة مهمة المحققين وفقاً لأحكام المادة 2-462 L من القانون النقدي والمالي³، في الحبس لمدة سنتين والغرامة المالية المقدرة بـ300.000 أورو. أما عقوبتها في التشريع المصري وفقاً لنص المادة 65 من قانون سوق رأس المال فتتمثل في الحبس والغرامة التي لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد عن مليون جنيه، أو بإحدى هاتين العقوبتين. حيث يظهر من خلال هذا النص أن العقوبة في التشريع المصري يمكن أن

¹ - محمد على سويلم، مرجع سابق، ص ص 350، 351.

² - المرجع نفسه، ص ص 351، 352.

³ - Art L. 462-2 du C. mon .fin , dispose : « Est puni d'un emprisonnement de deux ans et d'une amende de 300 000 euros le fait, pour toute personne, de mettre obstacle à une mission de contrôle ou d'enquête de l'Autorité des marchés financiers effectuée dans les conditions prévues aux articles L.621-9 Al.621-9-2 ou de lui communiquer des renseignements inexacts » , op.cit.

تجمع بين الحبس والغرامة أو إحداهما، وإشارة أن مدة الحبس قد تصل إلى يوم واحد فقط، طالما المشرع لم يحدد المدة، وهي عقوبة شكلية بالنسبة لمجال وقوع الجريمة.

فيما اكتفى المشرع الأردني بتسليط غرامة مالية لا تزيد عن (100.000) مائة ألف دينار، إضافة إلى غرامة مالية أخرى لا تقل عن ضعف الربح المحقق، أو ضعف الخسارة المراد تجنبها على أن لا تزيد عن خمسة أضعاف ذلك، ما لم تكن هناك عقوبة أشد منها ضمن نصوص أخرى، على الوسيط المالي مركب الجريمة وهذا وفقاً لنص المادة 107 من قانون الأوراق المالية.

في حين تتلخص العقوبات المقررة لهذه الجريمة في المادة 59 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري في الحبس من 30 يوماً إلى ثلاث سنوات وبغرامة مالية قدرها 30.000 دج أو بإحدى العقوبتين فقط.

المطلب الثاني: جرائم مرتبطة بتعامل وسيط بورصة الأوراق المالية مع المعلومات.

يقتضي التعامل في بورصة الأوراق المالية أن يكون جميع المستثمرين فيها على قدم المساواة، من حيث المعلومات المتاحة لهم عن أوضاع الشركات المصدرة للقيم المنقولة في البورصة، غير أنه في بعض الأحيان يكون التعامل مع المعلومات محل مخالفات تؤدي إلى قيام المسؤولية الجنائية للمخل بقواعد السوق، ونخص بالذكر هنا وسيط بورصة الأوراق المالية، الذي قد يلجأ إلى التلاعب بالمعلومات في السوق مستغلاً مركزه الوظيفي، وقد يتجسد ذلك إما باستغلاله لمعلومات داخلية مميزة عن المركز المالي للشركة المصدرة لإنجاز صفقات خيالية، أو قيامه بتسريب معلومات خاطئة ومغالطة عن الجهات المصدرة للتحايل على المستثمرين، وكل ذلك من شأنه أن يؤدي إلى تقويض نظام السوق، القائم على مبدأ العدالة والمساواة بين المتنافسين في الحصول على المعلومات، مما يزعزع ثقتهم في الأسواق المالية. وبناءً على ما سبق سوف يتعرض هذا المطلب إلى دراسة هذه الجرائم المرتكبة من قبل وسيط بورصة الأوراق المالية، مع بيان موقف المشرع الجزائري والتشريعات المقارنة منها.

الفرع الأول: جريمة استغلال المعلومات الداخلية (الجوهرية).

يعد البحث عن المعلومات الخاصة بالشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية من الحقوق الأساسية للمساهمين والمدخرين على حد سواء، فعلى أساس هذه المعلومات يمكنهم اتخاذ القرارات المناسبة، إما بشراء الأوراق المالية التي تصدرها تلك الشركات، أو التخلص مما

لديهم من مخزونها من القيم المنقولة. وتكتسب هذه المعلومات أهمية خاصة عندما تكون غير معلنة للجمهور، ولها تأثير جوهري على الأسعار. حيث يؤدي استغلالها كمعلومات لازمة للاستثمار المدروس، إلى ارتكاب ممارسات غير عادلة، تنتهك مبدأ الشفافية والإفصاح الذي يكرس المساواة بين المتعاملين في السوق¹.

إذا فالبورصة السليمة وذات السمعة الطيبة هي المكان الذي يعتقد فيه المستثمرون أن لديهم جميعاً المعلومات نفسها ، وأنه ليس بإمكان أي أحد استخدام المعلومات السرية للتدخل في السوق. فالمساواة في الوصول إلى المعلومات هي أساس السوق وضمن حسن سيره²، ولهذا فإن أي معلومات داخلية جوهريّة تتعلق بوضعية الشركات المصدرة في البورصة، حاضراً أو مستقبلاً، أو بأوراقها المالية، هي من الأسرار التي لا يجوز استغلالها لتحقيق مكاسب أو تجنب خسائر، أو كشفها للغير للعرض نفسه ، من قبل كل من سمحت له ظروف عمله بالاطلاع عليها، ونخص بالذكر هنا وسيط بورصة الأوراق المالية بحكم نشاطه المهني، الذي يمكنه من الاطلاع على أسرار الشركات المصدرة للأوراق المالية، هذه المعلومات التي لم يكن بمقدوره الوصول إليها لو لا ممارسته لهذا النشاط، مما يستوجب عليه كتمان هذه المعلومات وعدم استغلالها، حتى لا يكون في مركز متميز عن باقي المتعاملين، وهذا تطبيقاً لمبدأ العدالة والمساواة بين المتنافسين أمام المعلومات الواجب الإفصاح عنها، وأن أي إخلال بهذا المبدأ قد يترتب عليه فقدان الثقة في السوق المالي، كما قد يؤدي إلى أزمات اقتصادية، وهذا ما استدعى تجريم استغلال المعلومات الداخلية للشركات المصدرة في السوق المالي.

ولبيان المسؤولية الجنائية للوسيط المالي، في حال استغلال معلومات داخلية للشركات المصدرة في بورصة الأوراق المالية، يستلزم الإحاطة بمسألتين هامتين؛ الأولى وهي ماهية جريمة استغلال المعلومات الداخلية، أما الثانية فهي أركان هذه الجريمة.

أولاً: تحديد ماهية جريمة استغلال المعلومات الداخلية.

ظهرت هذه الجريمة في بداية الأمر في الولايات المتحدة الأمريكية، مما جعلها السبابة في حظر التعامل من الداخل، والذي اعتبرته تجارة في الأوراق المالية بناءً على معلومات مادية

¹ - همام القوسي، مرجع سابق، ص 13.

² - " U ne place boursière saine et à la bonne réputation, est une place où les investisseurs estiment qu'ils disposent tous des mêmes informations et que personne n'est en mesure d'utiliser une information confidentielle pour intervenir sur le marché. L'accès égalitaire à l'information constitue le fondement du marché et la garantie de son bon fonctionnement", Walid Ben Salah, La responsabilité des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants Etude de droit comparé en Tunisie et en France, Thèse de doctorat en droit privé, faculte de droit et des sciences politiques, université el manar, tunis, , 2012, p 57.

غير عامة، ثم حدث دول أخرى حدودها منذ ذلك الحين¹، وكان ذلك بموجب المادة 10/ب من قانون الأوراق المالية والبورصات لسنة 1934م، الذي وإن كان يتعلق بحظر استخدام وسائل التلاعب والمخادعة في شراء أو بيع الأوراق المالية، إلا أن المحاكم القضائية اعتبرت التداول من الداخل نوع من الاحتيال المحظور بناءً على هذا النص، وكذلك قواعد لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC)، الصادرة لتنفيذ المادة 10/ب، ولا سيما القاعدة 10/ب-5 التي تم الاحتجاج بها بشكل متكرر في محاكمات التداول من الداخل²، وبالتالي أصبحت القاعدة 10/ب-5 المصدر القانوني الرئيسي للمسؤولية التجارية من الداخل عند لجنة السوق (SEC)، ولم يحدد الكونجرس بشكل واضح التداول من الداخل، ولكن الفكرة الأساسية التي تم تطويرها من خلال السوابق القضائية، هي أن التداول من الداخل يحدث عندما يقوم شخص ما بشراء أو بيع الأوراق المالية، على أساس معلومات جوهرية غير معلنة في انتهاك لواجب ائتماني أو علاقة ثقة³.

¹- "The United States was in the vanguard in prohibiting insider dealing, which it saw as trading in securities based on material, non-public information. Numerous other countries have since followed in its wake", Ragha Mahmoud Al-Qatanani, Legal Regimes to Counter Insider Dealing and Market Abuse: A Comparative Analysis of the UK and Jordan, Thesis for the Degree of Doctorate of Philosophy, School of Law, University of Newcastle, United Kingdom, February 2014, p 2. see also, "Insider trading law evolved first, in the United States, then, but with a slower pace, in the United Kingdom, and recently by continental Europe. After the Great Depression the USA Securities and Exchange Commission (SEC) attempted to deal with the issues of fraud and manipulation on the stock exchanges. The SEC made sanctions against illegal insider trading, inter alia with the passage of the Securities Exchange Act of 1934 (SEA). The basic regulation of insider trading is carried out under Section 16. However, the sources of insider trading litigation have been developed through 1960s case law, which resulted in the enforcement of Section 10b" of the SEA 1934, and most importantly Rule 10b-5 of 1942", Moh'd Mahmoud Ajlouni, Insider Trading on the UK Stock Market: Information Contents and Managerial Incentives, Thesis For the degree of Doctor of Philosophy, the University of Nottingham, United Kingdom, 2004, pp32,33.

² - "Some federal statutes contain provisions that have been used to prosecute insider trading violations. For example, Section 16 of the Securities Act of 1934 requires the removal of short-term profits by insiders - board members, officials, and shareholders at 10%. The General Anti-Fraud Provision in 1934 Act Section 10 (b) is frequently used to prosecute insider dealers. Although the law does not specifically mention insider trading, but instead prohibits the use of "manipulative or deceptive" means to buy or sell securities, case law has made clear that insider trading is a type of fraud prohibited under Article 10 (b). The Securities and Exchange Commission (SEC) rules promulgating to implement Section 10 (b), in particular Rule 10B.5, have been frequently invoked in insider trading trials", website: <https://www.jeffreynewmanlaw.com> Accessed 05/11/2020. See also: Michael.V. SEITZINGER, federal securities law: insider trading, report for congress, order code RS21127, congressional research service, the library of congress, January 30, 2002, p1. See also Klein, Spencer Derek, "Insider Trading, SEC Decision-Making, and the Calculus of Investor Confidence," Hofstra Law Review, Université Hofstra, États-Unis, Vol. 16: Iss. 3, Article 5, pp 666- 672.

³- "Rule 10b-5 has developed into the SEC's principal legal source for insider trading liability. Congress has not clearly defined insider trading, but the core notion developed through case law is that insider trading occurs when someone buys or sells securities on the basis of material nonpublic information in breach of a fiduciary duty or a relationship of trust or confidence", ELIZABETH POLLMAN, Information Issues on Wall Street 2.0, University of Pennsylvania Law Review, [Vol. 161: 179], 2012, p 216.

فيما جرم المشرع الفرنسي التعامل بناءً على معلومات داخلية بموجب المادة 1/10 من المرسوم رقم 833 المؤرخ في 28 سبتمبر لسنة 1967¹، ثم بعدها بريطانيا بموجب قانون الشركات لسنة 1980²، وغيرها من الدول. ومنذ ذلك الحين أصبح الفقه الأمريكي يصطلح على تلك الممارسات بـ "اتجار المطلعين" "Insider Trading"³، على اعتبار أن المطلع يقوم بالاتجار بالمعلومات الداخلية لتحقيق الربح من التعامل على أساسها، أو بالتداول من الداخل "Insider Dealing"⁴ وهي أكثر العبارات شهرة لارتباطها بمخالفات شارع وول ستريت الذي يعد من أوائل الأماكن التي عرفت تداول الأوراق المالية⁵، فيما يصطلح عليها الفقه الفرنسي *le délit d'initié*⁶.

وتعرف جريمة استغلال المعلومات الداخلية في سوق الأوراق المالية بأنها: "تعامل الشخص في السوق عندما يكون حائزاً على معلومات جوهرية وسرية، فيقوم عن طريق تداول الأوراق المالية

¹ - JEAN-FRANÇOIS RENUCCI, *le délit d'initié*, Presses Universitaires, boulevard Saint-Germain, Paris, 1^{ère} édition, juillet 1995, p 5. Voir aussi l'article intitulé: *Le délit d'initié après l'affaire Pechiney-Triangle*, sur le site: <https://www.lesechos.fr>, visite le 05/11/2020. voir aussi l'article intitulé: *Réflexions sur le délit et le manquement d'initié*, sur le site: <https://www.simonassocies.com>, visite le 01/11/2020. Voir aussi l'article intitulé: *La répression pénale des abus démarchés fortement renforcée* de Bruno Zabala, éditions français Lefebvre, sur le site: <https://CMS.LAW/fr>, visite le 02/11/2020.

²- " Likewise, the United Kingdom has criminalized insider dealing since 1980, in the Companies Act (CA of 1980), Part V, sections 69-73. These provisions were subsequently consolidated in the Companies Act of 1985 (CA of 1985), then amended by the Financial Services Act of 1986 (FSA of 1986). The impetus for further reform came from the European Community (EC) Directive of 1989, which was implemented in Part V of the Criminal Justice Act of 1993 (CJA of 1993)", Raghda Mahmoud Al-Qatanani, op.cit, p3.

أنظر كذلك بخصوص هذا الشأن (العجلوني)، غير أن هناك تناقض مع المرجع أعلاه حول التواريخ المذكورة والمتعلقة بتطور التشريع الإنجليزي فيما يخص التصدي لجريمة التداول من الداخل:

- " insider trading has been unlawful in the UK since 1980. Such late regulation. however, should not be interpreted as lack of the stock exchange's recognition of this issue. or lack of the existence of this form of market abuse. On the contrary', the English law, since many years ago, has recognised the importance of protecting the integrity and fairness of the market. Theoretically, section 13 of the Prevention of Fraud (Investments) Act 1958 (PFIA), now Section 47(1) of the Financial Services Act 1986 (FSA), made it possible to prosecute insider traders. Moreover, insider trading was an offence under the Companies Act 1967 (CA), which prohibited the firm's director to purchase an option to acquire or dispose of securities in his firm, or related firm, for himself or on behalf of his spouse. This provision, however, is aimed at insider speculation or manipulation rather than the misusing of inside private information", Moh'd Mahmoud Ajlouni, op.cit, p 34.

³- George W.Dent, *Why Legalized Insider Trading Would Be a Disaster*, Case Western University School of Law, Faculty Publications.27, 2013, p 247.

⁴- Raghda Mahmoud Al-Qatanani, op.cit, p113.

⁵ - "Insider trading is one of the most famous phrases popular culture associates with Wall Street fouls. It is often misunderstood. The Securities and Exchange Commission generally uses the term to describe trading securities based on material, non-public information. An insider is someone, usually an executive, director, or employee of a company, who possesses valuable information about a company or security that is unknown to the public. Insiders can also pass the information on to relatives, friends, and colleagues. Using this information to profit in the financial markets is known as insider trading", previous website: <https://www.jeffreynewmanlaw.com>.

⁶- " pour faire en sorte que les infractions de délit d'initié soient passibles de sanctions pénales effectives, proportionnées et dissuasives", Noëllie Mattiacci, *Le directeur financier*, thèse de doctrat, école doctorale Droit et science politique (ED 461), Spécialité Droit privé et sciences criminelles, Université de Montpellier, 2015, P 290.

بتحقيق ربح أو تجنب خسارة"¹. وتعرف كذلك بأنها: "واقعة استغلال أو توصيل معلومات مميزة، من جانب المطلعين عليها بحكم وظائفهم، في فترة زمنية يتعين عليهم فيها حفظ هذه المعلومات، وهي تمثل انتهاكاً صارخاً لمبدأ المساواة والعدالة بين المتعاملين في سوق رأس المال"².

إذا من خلال هذه التعاريف بالإضافة إلى تعاريف كثيرة لا يتسع المجال لذكرها، قدمت تسميات متعددة ومتنوعة لهذه الجريمة، على غرار جريمة التعامل على معلومات جوهرية وسرية، توصيل معلومات مميزة، جريمة المطلع على المعلومات الجوهرية، ويطلق عليها كذلك جريمة استغلال المعلومات الداخلية³ أو جريمة الاتجار الداخلي⁴، وغيرها من التسميات. نستشف أن هذه الجريمة تقوم أساساً على استغلال معلومات داخلية أو سرية لا يعلم بها الجمهور، لها خصائص جوهرية ومميزة، وذلك بغرض تحقيق مكاسب أو تجنب خسائر كبيرة، وأن تنفيذها يكون من قبل فئة تعرف بالمطلعين⁵، وهم من الأشخاص المسيرين للشركات المصدرة للأوراق المالية في البورصة، وكل من له علاقة بالشركة بحكم وظيفته أو مهنته، ومن

¹- "Insider trading in securities may occur when a person in possession of material nonpublic information about a company trades in the company's securities and makes a profit or avoids a loss", M.V. SEITZINGER, op.cit, pp 1, 2.

ويمكن الاطلاع عليه كذلك على الموقع الإلكتروني: www.crs.gov ، تاريخ الزيارة 2020/11/5. كذلك:

"Dans sa définition usuelle, le délit d'initié correspond au fait pour une personne détenant des informations dites privilégiées de les utiliser afin d'en tirer un important profit". M-C BERGERES et P.DUPRAT, «Les infractions boursières», PUF, Que sais-je?, 1996, page 1, Article sur le site web: <https://docplayer.fr> , visté le 05/11/2020.

²- أحمد بن محمد الخليل، جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، مجلة جامعة الإمام، الرياض، عدد 9، 2009، ص 29.

³- Noëllie Mattiacci, op.cit, p 289.

⁴- حيث يعرف البعض الاتجار الداخلي أو التداول الداخلي بأنه: "التعامل على الأوراق المالية من قبل أشخاص لديهم علاقات مميزة مع شركات الإصدار بحكم عملهم (المديرين والمسؤولين والموظفين والمستشارين)، فيتداولون بناءً على معلومات خاصة غير عامة تؤثر على الأسعار، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق أكثر من متوسط عائد السوق، فيضمن لهم مكاسب أكبر أو تجنب الخسائر عن طريق التخلص من المقتنيات أو تقليلها".

" To sum up, the term of insider trading can be defined as the transactions in securities by licrsons who, by virtue of their privileged relationship to the issuance firms (such as directors, officers, staff, and advisers), trade upon price-sensitive. private and not made public Information. This can result in achieving more than the average market return, by acquiring more of such securities; or avoiding loss, by disposing or reducing holdings. It can also be used for portfolio diversification, or just for liquidity reasons ", Moh'd Mahmoud Ajlouni, op. cit, pp 5,6.

⁵- " L'initié primaire s'entend de celui qui a reçu l'information de première main. Sera dès lors considéré comme un initié primaire, celui qui est membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur de l'instrument financier en question, celui qui détient une participation dans le capital de l'émetteur, celui qui a accès aux informations du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions" , Goffin, Edouard, Le délit d'initié, un exemple paradigmatique du cumul de sanctions pénales et administratives en droit financier, Publications matheo, Département de Droit, université de liège, Belgique, 2019, p 21. voir aussi sur le site: <https://matheo.uliege.be>. Voir aussi " Insiders are those persons who, by virtue of their duties, have access to the firm's inside information, and are aware of this endogenous possession. Hence, the term insider refers not only to firm's directors, officers, and staff, but also it includes the firm's external advisers, such as bankers, auditors, lawyers, and financial advisers. This study, however, limits its empirical investigation on the firm's directors only", Moh'd Mahmoud Ajlouni, op.cit, p 5.

بين كل هؤلاء الأشخاص الوسطاء الماليين الذين يركز عليهم البحث، باعتبارهم محور هذه الدراسة، فيما يخرج باقي المطلعين عن نطاق البحث.

كما نستشف أن السلوك المجرم الذي يقوم عليه الركن المادي لهذه الجريمة، لا يتحقق إلا بتوفر شرطين مفترضين، لا تستوي دراسة هذه الجريمة إلا بتحديد المقصود منهما:

- أن يتم اسغلال المعلومة الداخلية من قبل شخص مطلع وهو أمر قد تم الفصل فيه.
- أن تكون المعلومات المستغلة في التعامل على الأوراق المالية داخلية أو مميزة.

إذ أن المعلومة الداخلية المميزة تكتسي أهمية كبيرة في بورصة الأوراق المالية، حيث تعتبر أساساً لتعريف وتحديد المحل الذي تنصب عليه جريمة التداول بناءً على معلومات داخلية، وليس كل معلومة يمتلكها الوسيط المالي هي معلومات مميزة أو سرية وممنوعة من الاستغلال، نظراً لتعدد وتفاوت أهمية وقوة المعلومات الخاصة بالشركات المصدرة للقيم المنقولة التي يتم تداولها في البورصة¹، فالشائعات مثلا لا تشكل معلومات امتيازية ولو كانت تؤثر على سير السوق، وأنه إذا ما عد أي حصول على معلومة واستغلالها جريمة، فإن ذلك في المطاف سينتهي إلى الإحجام عن التعامل في البورصة²، وكون التحديد الدقيق لمفهوم المعلومات الداخلية يعد أمراً مهماً، يسمح بمقاضاة فعالة من قبل السلطات القضائية والإدارية لعمليات التداول من الداخل، ومعاقبة المتداول من الداخل على الفعل الذي قام به، إما باستخدام المعلومات الداخلية من أجل المضاربة في سوق الأوراق المالية، وبالتالي تحقيق أرباح يمكن أن تكون كبيرة، أو لنقلها إلى الغير. ولذلك فماذا تعني المعلومات الداخلية؟³ وما هي خصائصها؟

من أجل بيان ذلك يتوجب الوقوف على تعريف المعلومة الداخلية من وجهة نظر التشريع ثم الفقه، وبعدها نستشف خصائص هذه المعلومات.

¹ - أحمد الباز محمد متولي، مرجع سابق، ص 19.

² - منير بوريشة، مرجع سابق، ص 148.

³ - " Une délimitation précise du concept d'information privilégiée est, importante pour permettre une poursuite efficace et effective par les autorités judiciaires et administratives des opérations d'initié. Les délits d'initié sanctionnent le fait de la part d'un initié, soit d'utiliser une information privilégiée, afin de spéculer en bourse et réaliser ainsi des profits qui peuvent être considérable, soit de la transmettre à un tiers ou communiquer. Mais qu'entend par information privilégié ?, Kenan Evren Yasar, *La Luttre Contre Les Operations D'inities: Double Protection En France*, Annales XLVI, N. 63, 221-283, 2014, 247. Voir aussi le site web: <https://dergipark.org.tr>

أ- التعريف التشريعي للمعلومة الداخلية.

لم يقدم المشرع الجزائري تعريفاً للمعلومة المميزة سواء في المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ولا في أنظمة ل.ت.ع.ب.م، مكتفياً ببيان طبيعتها ومضمونها، وذلك من خلال النظام رقم 02/2000 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، حيث جاء في المادة الثانية منه بأنه: "يجب على المصدر إعلام الجمهور على الفور، بكل تغيير أو واقعة مهمة إن كانت معروفة، وقد تؤثر بصفة ملموسة على سعر القيم المنقولة"، وتبين المادة الثالثة أن طبيعة المعلومة التي تتجسد في أهميتها، هي التي تجعلها سرية، وذلك من خلال أحكام المادة والتي جاء فيها بأنه يحق للشركة المصدرة متى كانت قادرة على ضمان سرية المعلومة المتعلقة بوضعيتها الجديدة أن تؤجل نشر المعلومة المهمة¹.

في حين أن التشريعات المقارنة أخذت بأسلوب مغاير، حيث سعت إلى تعريف المعلومة الامتيازية، وهذا ما نستشفه من التشريع المصري، الذي أورد في نص المادة 20 مكرر من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992م على أنه: "يحظر على الأشخاص الذين تتوافر لديهم معلومات عن المراكز المالية للشركات المقيدة بالبورصة أو نتائج أنشطتها، وغيرها من المعلومات التي يكون من شأنها التأثير على أوضاع هذه الشركات، التعامل عليها لحسابهم الشخصي قبل الإعلان، أو الإفصاح عنها للجمهور، كما يحظر على هؤلاء الأشخاص إفشاء تلك المعلومات للغير بصورة مباشرة أو غير مباشرة، وتحدد اللائحة التنفيذية لهذا القانون وقواعد القيد بالبورصة نوعية المعلومات التي يكون من شأنها التأثير على عملية التداول".

وتطبيقاً لما ورد في النص أعلاه جاءت المادة رقم 319 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال لتبين المعلومات محل الحظر وهي على نوعين:

- **المعلومات الجوهرية:** عرفتها الفقرة (ب) من المادة 319 أعلاه، بأنها: "المعلومة أو المعلومات التي يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية أو القابلة للتداول، أو تأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها، أو تأثير على اتجاهات التعامل في السوق.

¹ المادة الثالثة من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02/2000، المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، ج ر، عدد 50، الصادرة بتاريخ 16 أوت 2000.

وتصبح المعلومة الجوهرية معلنة عندما يتم إتاحتها لجمهور المتعاملين في وقت واحد، وبذات الطريقة وفقاً للقواعد والإجراءات الحاكمة والمنظمة للإفصاح بالبورصة".

- **المعلومة الداخلية:** "أي من المعلومات الجوهرية التي لم يتم إعلانها لجمهور المتعاملين، وتكون مرتبطة بأعمال شركة من الشركات المتداولة أوراقها المالية أو أي من الأطراف أو الكيانات المرتبطة بها".

كذلك الشأن بالنسبة للتشريع الأردني، حيث بينت المادة 2 قانون الأوراق المالية المعلومات الداخلية بأنها: "المعلومات الداخلية: المعلومات غير المعلن عنها المتعلقة بمصدر أو أكثر، أو بورقة مالية أو أكثر، والتي قد تؤثر على سعر أي ورقة مالية في حال الإعلان عنها، ولا يشمل ذلك الاستنتاجات المبنية على الدراسات والبحوث والتحليل الاقتصادية المالية"¹.

فيما لم يضع المشرع الفرنسي تعريفاً للمقصود بالمعلومة الامتيازية واكتفى بالتعبير عنها أنها مميزة، فقد نصت المادة ل 1/465 من قانون النقدي والمالي في فقرتها الأولى الخاصة باستغلالها بأنها: " كل فعل صادر من مديري الشركات المذكورة في نص المادة 109-225 من قانون التجارة، وكل فعل صادر من الأشخاص الذين يملكون بواسطة مهنتهم أو وظيفتهم... وكان متعلقاً بمعلومة مميزة...". كما بينت الفقرة الثانية من المادة نفسها². غير أن لجنة البورصة الفرنسية ومن خلال المادة الأولى من النظام رقم 08/90 لسنة 1990 عرفت المعلومة الامتيازية بأنها: "معلومة غير معمة خاصة، دقيقة وتتعلق بوحدة أو أكثر من مصدري الأوراق المالية أو بورقة مالية أو أكثر، والتي لو تم تعميمها لكان لها أثر على سعر الورقة المالية أو المنتج المالي الذي تتصل به"³، وهو بالتقريب التعريف نفسه المقدم من قبل سلطة الأسواق المالية الفرنسية والذي جاء فيه بأن: "المعلومة الداخلية هي معلومة دقيقة غير

¹ - المادة الثانية من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 18 لسنة 2017، مرجع سابق.

² - art L465-1, du C m f: « fait, pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article L. 225 -109 du Code de commerce, et pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations», Walid BEN SALAH, op. cit, p 59. Voir aussi Noëlle Mattiacci, op.cit, p 489.

³ - "... information non publique, précise, concernant un ou plusieurs comémetteurs, une ou plusieurs valeurs mobilières, un ou plusieurs produits financiers cotés qui, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur, du contrat ou du produit financier concerné, JEAN-FRANÇOIS RENUCCI, op.cit, p p 9,10.

- كذلك سيف المصاورة، مرجع سابق، ص 204.

معلنة للجمهور، وتتعلق بشكل مباشر أو غير مباشر بمصدر أو أكثر للأدوات المالية، أو بأدوات مالية أو أكثر، والتي إذا تم نشرها سيكون لها تأثير جوهري على سعر الأدوات المالية المعنية، أو سعر الأدوات المالية المتعلقة بها¹، والمقصود بالأدوات المالية المتعلقة بها هنا، هي المشتقات المالية التي سبق التطرق إليها في الفصل التمهيدي. حيث يعد هذا التعريف أكثر دقة من غيره من التعاريف الواردة في باقي التشريعات².

الملاحظ من خلال النصوص التشريعية السابقة، أن المعلومات التي يحظر على أي مطلع وخاصة الوسيط المالي استغلالها أو الإفصاح عنها للجمهور، هي المعلومات الداخلية المميزة أو الجوهريّة، السرية، التي لم تقم الشركة المصدرة بإعلانها في السوق المالي، والتي من شأن الإفصاح عنها أن يؤدي إلى التأثير على أسعار أوراقها المالية، وفي غياب هذه الأوصاف لا تكون المعلومة مشمولة بالحظر. ولهذا عملت التشريعات المقارنة على تعريف المعلومات الامتيازية، من أجل التفريق بين المعلومة الامتيازية المحظور استغلالها أو الإفصاح عنها، والمعلومة غير الامتيازية التي يمكن التعامل عليها، وبالتالي درء كل شبهة وعدم تخوف المدخرين من التعامل في السوق بأية معلومة محظورة، ولهذا يستحسن للمشرع الجزائري أن يبادر بتعريف المعلومة الامتيازية في بورصة القيم المنقولة.

ب - التعريف الفقهي للمعلومة الداخلية.

عرف بعض الفقه المعلومات الجوهريّة بأنها: "معلومات تتعلق بالشركة المصدرة للورقة المالية، ليست معلنة للكافة أو للسوق، والتي لو تم الإعلان عنها فإنها ستؤثر بطريقة واضحة على سعر الورقة المالية الخاصة بالشركة، أو من الممكن أن تعتبر كذلك في نظر المستثمر العادي³. وعرفت كذلك بأنها: "معلومة صحيحة غير معلنة، والتي لا يعرف بها المستثمرون

¹ - " « Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés", *Les délits d'abus de marché*, Éditions Dalloz – 2018 -324, p 3. Voi aussi sur le site: <http://precis.dalloz.fr>, visité le 6/11/2020.

² - والحال كذلك بالنسبة للمشرع الإنجليزي الذي عرف المعلومة الامتيازية من خلال المادة رقم (56) من قانون العدالة الجنائية لسنة 1993، والشيء نفسه بالنسبة للمشرع السعودي طبقاً لنص المادة 50/أ من نظام السوق المالية، أنظر فهد بن محمد النفيعي، مرجع سابق، ص 150. كذلك سيف المصاورة، مرجع سابق، ص 205.

³ - محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، ص 137.

في سوق الأوراق المالية، والتي من شأنها التأثير الجوهري في أسعار الأوراق المالية¹. فيما يعرفها الفقه الفرنسي بأنها: "كل معلومة ذات طبيعة خاصة، دقيقة ومؤكدة"².

وفقاً لما سبق التطرق إليه تكون المعلومات مميزة عندما تكون دقيقة، ولم يتم الإعلان عنها، وتتعلق، بشكل مباشر أو غير مباشر بشركة أو أكثر، يتم تداول أوراقها المالية في سوق منظم (شركة مدرجة)، أو العديد من الأدوات المالية المقبولة في سوق منظم (أسهم، سندات)، والتي إذا تم نشرها من المحتمل أن يكون لها تأثير كبير على سعر الأدوات المالية المعنية، أو سعر الأدوات المالية المشتقة التي تتصل بها³.

وعليه لا يعد وسيط بورصة الأوراق المالية مرتكباً لجريمة استغلال معلومات داخلية أو مميزة، إلا إذا كانت المعلومات تتصف بأنها جوهرية، فإن لم تكن كذلك كان استعمالها مباحاً لا يثير أية مشكلة، حيث يتضح من خلال المصطلحات المقدمة في التعاريف السابقة أنها استعملت تسميات مختلفة، وعلى هذا فأياً كانت التسمية، فالمهم أن تكون المعلومة الجوهرية ذات قيمة ووزناً، من شأنه أن يؤثر على بورصة الأوراق المالية، متى استغلها الوسيط المالي، أو أفصح عنها للغير لاستعمالها على وجه غير شرعي، وفي ما يلي بيان هذه الخصائص:

ج - خصائص المعلومة الداخلية:

المعلومات عنصر جد مهم لنظرية كفاءة السوق المالية، إذ يجب أن تتصف المعلومات المالية بالوضوح، الأهمية، الموثوقية والقابلية للمقارنة، وأن الجمع بين هذه الصفات الأربع يحدد فعالية المعلومات المالية ويضمن حمايتها بتخصيص عقوبات ضد التداول من الداخل والتلاعب بالأسعار. وعلى إثر ذلك وحتى تُعتبر المعلومات مميزة، يجب أن تكون المعلومات

¹ - نبيل يوسف السمحان، مسؤولية المطلع الجزائرية عن المعلومات الداخلية في أسواق المال - دراسة مقارنة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون العام، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2014، ص 58.

² - سليمان صيرينة، مرجع سابق، ص ص 30، 31.

³ - "une information est privilégiée lorsqu'elle est précise, n'a pas été rendue publique, et concerne, directement ou indirectement, une ou plusieurs sociétés dont les titres sont négociés sur un marché réglementé (société cotée), ou un ou plusieurs instruments financiers admis sur un marché réglementé (actions, obligations etc.), et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés", Rapport annuel -Vilmorincie, voir le site web: <https://www.vilmorincie.com>, Visite le 07/11/2020.

غير معروفة للجمهور، وأن تكون دقيقة، ومن المحتمل أن يكون لها تأثير على سعر سوق الأوراق المالية، وأخيراً تتعلق بالمصدرين أو الأدوات المالية المباشرة¹.

وقد أكدت هذه الخصائص محكمة النقض الفرنسية حين حددت مضمون المعلومة السرية في حكمها الصادر في 26 يونيو 1995، والذي جاء فيه بأن المعلومات المميزة يشترط فيها أن تكون: "دقيقة وسرية من شأنها التأثير على سعر القيمة المنقولة وتحديد المعاملات المنفذة"، وتضيف إلى ذلك بأن: "الطابع المميز للمعلومات ... لا يكون بناءً عن تحليل يجعلها مطلوبة للاستخدام، ولكن يجب تقييمها بطريقة موضوعية وفقاً لمحتواها². كما ورد في الحكم الصادر في 14 يونيو 2006 للمحكمة ذاتها، والتي حددت من خلاله خصائص هذا المفهوم للمعلومات الداخلية، جاء في فحواه أنه يجب أن تكون المعلومات الداخلية "معلومات دقيقة ومن المحتمل أن تؤثر على سعر الورقة المالية، وأن استخدام هذه المعلومات يكون عن علم وتحديد للعمليات المنفذة³. ويمكن توضيح هذه الخصائص تبعاً:

1 - أن تكون المعلومة جوهرية (مميزة): "Material Information"

إن المعلومة لا تكون جوهرية "مميزة" ما لم تكن علاقة التأثير قائمة بينها وبين مركز الشركة في السوق، إن انتقت فلا مجال للمساءلة الجنائية. ولهذا يعتبر شرط الجوهرية من أهم الشروط التي تحكم المعلومة محل الاستغلال، ولكي تكون المعلومة جوهرية، أي بمعنى متى تؤثر جوهرياً على الأسعار؟ فالمعلومة تكون ذات طابع جوهري وأساسي عندما تكون احتمالات الاعتماد عليها من قبل المتعاملين في تغيير القرار الذي يتخذه في البيع والشراء، ومن هنا فإن

¹ " L'information est un élément très important pour la théorie d'efficacité du marché financier. L'information financière doit être : l'intelligibilité, la pertinence, la fiabilité et la comparabilité. La réunion de ces quatre qualités conditionne l'efficacité de l'information financière. La protection de l'information financière se construit par la mise en œuvre de sanctions contre les délits d'initiés et les manipulations de cours. En effet, pour être considérée comme privilégiée, une information devra être méconnue du public, précise, susceptible d'avoir un impact sur le cours de la bourse et, enfin, concerner des émetteurs ou directement des instruments financiers", Kenan Evren Yasar, op. cit, p 229.

² - " En se concerne les caractéristiques de l'information, la cour de cassation française a précisé le contenu de la notion d'information privilégiée en jugeant dans un arrêt remarqué de 26 juin 1995, que des informations sont privilégiées à la condition qu'elles soient " précises, confidentielles, de nature à influencer sur le cours de la valeur et déterminantes des opérations réalisées" et que " le caractère privilégié des informations... ne saurait résulter de l'analyse que peut en faire celui qui les reçoit et les utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, exécutant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu". l'exigence de précision de l'information ne signifie pas cependant que celle-ci doit être certaine", Fatiha Madmoun, le contrôle au sein des OPCVM: étude comparative entre le droit français et marocain, thèse de doctorat nouveau régime, école doctorale 101 droit et science politique et histoire, mention " droit des affaires", université de strasbourg III, 2011, p 265.

³ - " C'est donc la jurisprudence qui est venue spécifier les caractères de cette notion d'information privilégiée. Selon un arrêt de la Cour de Cassation du 14 juin 2006, l'information privilégiée doit être « une information confidentielle , précise , et de nature à influencer sur le cours de la valeur , information sciemment utilisée et déterminante des opérations réalisées», Kenan Evren Yasar, op cit, p 247.

المعيار في تحديد جوهرية المعلومة دائماً يكون وقت إبرام العقد وليس وقت تنفيذه¹، أي أن العبرة بالجوهرية تكون وقت إصدار أوامر البيع أو الشراء للوسيط، وليس وقت تنفيذ تلك الأوامر من قبل الوسيط المالي²، ويرجع تقدير ذلك إلى قاضي الموضوع.

وعموماً فإن محل المعلومة الجوهرية المتعلق بمصدري الأوراق المالية، أو تطور مستوى الأدوات المالية في السوق لا يكفي للقول بأنها مميزة، ما لم يتوفر في المعلومة:

2 - شرط السرية "Confidentiality": تتميز المعلومة بكونها سرية غير معلنة³، أي لم تصل بعد إلى علم عامة الناس، الذين لا يملكون الوسائل لمعرفة ذلك⁴، إذ لم يطلع عليها إلا فئة قليلة من الأشخاص مثل مديري الشركة، ولا تفقد سريتها إلا عندما تداع للجمهور⁵، وبالمخالفة يجب أن تكون المعلومات غير عامة حيث تفقد المعلومات طبيعتها السرية فقط عندما يتم توصيلها إلى (المستثمرين والمدخرين المحتملين)، من خلال القنوات القانونية

¹ - عاهد مبارك، التعامل بالمعلومات غير المعلنة للشركة المساهمة - دراسة مقارنة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون الخاص، جامعة الشرق الأوسط، 2012، ص 34.

² - فهد بن محمد النفيعي، مرجع سابق، ص 156، 157. كذلك نبيل يوسف السمحان، مرجع سابق، ص 64.
³ - " l'information ne doit pas être rendue publique et donc confidentielle : cela est stipulé dans l'article 1er de la directive européenne ainsi que dans l'article 10-1 de l'ordonnance de 1967. Ce terme reste aujourd'hui flou, mais le législateur sous entend toute information non disponible au grand public, c'est-à-dire avant sa publication", M-C BERGERES et P.DUPRAT, «Les infractions boursières», PUF, Que sais-je?, 1996, page 19, le site web précité.

- وفي نفس السياق يعبر عنها البعض بأنها معلومات خاصة وليست عامة، وفقاً للصياغة التي قدمها (Moh'd Mahmoud Ajlouni)، ولا فرق بين الصياغتين من حيث المعنى العام.

- " private and not made public Information ", Moh'd Mahmoud Ajlouni, op. cit, p5.

⁴ - " Elle doit être privilégiée c'est-à-dire inconnue du grand public qui n'as pas les" moyens d'en avoir connaissance"

نقلا عن: حسينة شرون، حورية مريان، جريمة استغلال معلومات امتيازية من طرف الوسطاء في البورصة، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، 2018، ص 160، 161.

⁵ - عاهد مبارك، مرجع سابق، ص 29. كذلك:

- " On entend par confidentielle le fait que l'information doit être ignorée du public.Elle possède un caractère secret qui ne doit pas être utilisé par les détenteurs de cette information avant qu'elle ne soit rendue publique. Cependant, elle ne perd pas pour autant sa confidentialité lorsqu' elle est détenue par plusieurs initiés tels que les administrateurs d'une société par exemple Cette information ne doit pas avoir donné lieu à publication pour être privilégiée ",Husain Buaraki, l'incrimination et la poursuite du délit d'initié au Koweit - Etude comparée avec les droits Français et Egyptien, thèse de doctorat, école doctorale « Sciences de l'Homme et de la Société »,Centre de Recherche Droit Privé, Spécialité: Droit pénal des affaires, université françois- rabelais de tours, france, 2014, p 127.

كذلك حمليل نواره، جنحة استغلال معلومات امتيازية في البورصة بين اختصاص القاضي وسلطة ضبط السوق المالية، المجلة النقدية للعلوم القانونية والسياسية، كلية الحقوق، جامعة تيزي وزو، العدد 2، 2007، ص 117.

- "Simplement l'information est considérée comme confidentielle tant qu'elle est ignorée du public. La logique veut qu'une information soit consi dérée comme privilégiée lorsque seulement un nombre très limité de personnes, par définition privilégiées par rapport aux autres, ont accès à l'information en question, tandis que la grande majorité des investisseurs n'en ont pas connaissance", Kenan Evren Yasar, op cit, p 248.

والتنظيمية¹، كذلك الجرائد المتخصصة، المؤتمرات الصحافية، أو خلال بيان صحفي رسمي في الصحافة المتخصصة²، فالذي يحدد طابع السرية هو نسبة من يعلمون بالمعلومة إلى من لا يعلمون، طالما هذه النسبة ضئيلة، بحيث لا تسمح بالقول بأن المعلومة أصبحت متوفرة للجمهور، فإنها تظل محتفظة بخاصية السرية³. وقد قضت محكمة استئناف باريس بأن المعلومات المنشورة في دورية توزع وتقرأ بشكل محدود لا تؤثر على سريتها، فتبقى امتيازية طالما أن تلك النشرات ظلت دون صدى في الصحافة المتخصصة⁴.

3 - شرط الدقة: لتكون المعلومة الداخلية جوهرية أو مميزة يجب أن تتصف بالتحديد، ويقصد بذلك أن تكون المعلومة واقعية وليس محض افتراض أو تخمين⁵؛ تتعلق بأوضاع خاصة بالشركة المدرجة، مثل تطورها الفني والتجاري والمالي⁶ وذلك للتمييز بينها وبين الإشاعة⁷، أو التنبؤات التي عادة ما تكثر في سوق المال، ولا يجب أن يكون معنى التحديد قاصراً على مدى تأثير المعلومة على السوق؛ لأن الإشاعة من شأنها تحقيق ذلك بالرغم من عدم الاعتداد بها لقيام جريمة إساءة استعمال المعلومات الجوهرية⁸، على اعتبار أن الإشاعة

¹ - " L'informtion privilégiée perd se caractère lorsqu'elle n'est plus confidentielle, à savoir une fois a été rendu publique par sa diffision, qui ne doit pas s'aentendre nécessairement semble-t-il d'une publication selon les formalités légaux gouvernant l'informtion des actionnaires", Fatiha Madmoun, op.cit, p 267. aussi " l'information se doit d'être non publique... L'information ne perd donc son caractère confidentiel que lorsqu'elle est communiquée par les voies légales et réglementaires", Walid Ben Salah, op. cit, p 63.

² - " En revanche l'information cesse d'être privilégiée lorsqu'elle est portée à la connaissance du public (investisseurs potentiels et épargnants) par la publication d'un avis dans les journaux spécialisés, par conférence de presse, ou encore par un communiqué officiel à la presse spécialisé", Kenan Evren Yasar, op cit, p 248.

³ - مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 382. كذلك حمليل نواره، جنحة استغلال معلومات امتيازية في البورصة بين اختصاص القاضي وسلطة ضبط السوق المالية، مرجع سابق، ص 117. كذلك أيت ملود فاتح، استغلال معلومات امتيازية في قانون البورصة الجزائري، المجلة النقدية للعلوم القانونية والسياسية، كلية الحقوق، جامعة تيزي وزو، المجلد 4، العدد الأول، جوان 2009، ص 211.

⁴ - مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 382. كذلك عادل مانع، مرجع سابق، ص 42. كذلك حمليل نواره، جنحة استغلال معلومات امتيازية في البورصة بين اختصاص القاضي وسلطة ضبط السوق المالية، مرجع سابق، ص 117.

⁵ - عادل مانع، مرجع سابق، ص 39.

⁶ - " l'information concernée, objet de protection pénale, doit correspondre à un renseignement particulier, précis et certain. Ainsi, l'information doit porter des problèmes spécifiques à la société cotée, **tel que son développement technique, commercial et financier**", Kenan Evren Yasar, op cit, p249. - Aussi " une information qui doit être claire, certaine et relativement précise ; toujours selon les mêmes textes, une information en plus d'être confidentielle doit être précise pour être caractérisée de privilégiée. Ainsi une simple rumeur ne peut être considérée comme une information avantagée ", M-C BERGERES et P.DUPRAT, op.cit, p19.

⁷ - " Le caractère de précision est un élément constitutif de l'informtion en ce qu'il permet de distinguer l'information de la rumeur ", Fatiha Madmoun, op.cit, p 266.

⁸ - عادل مانع، مرجع سابق، ص 39. كذلك:

" il faut distinguer l'information privilégiée des simples rumeurs et autres spéculations, et ce afin d'éviter de qualifier d'opération d'initié toute transaction opérée sur base d'une connaissance vague de la situation de l'émetteur", Kenan Evren Yasar, op. cit, p 249.

في بورصة الأوراق المالية تعد جريمة مستقلة. ومن ثم يجب أن تفهم الواقعية على أنها حقيقة جدية وقابلة للانتشار، ومثال ذلك المعلومة المتعلقة بالسعر الدقيق الذي سوف يعلن عن ربحية السهم أو خسارة الشركة، والمعلومة المتعلقة بالعقود الموقعة، أو بإبرام أو فض شركات مع شركات أخرى¹.

معنى ذلك أن المعلومات يجب أن تكون دقيقة إلى درجة كافية لاستغلالها على الفور في السوق ودون تردد، وهذا ما أكدته محكمة النقض الفرنسية².

4 - تأثير المعلومة الداخلية على سعر الأوراق المالية: حتى تكون المعلومة جوهرية يجب أن تحظى كذلك بقدر من الأهمية والتأثير، يخولها تحريك أسعار الأوراق المالية سلباً أو إيجاباً، حيث أن قيمة المعلومات تأتي من الحدث المؤثر الذي يمثلها³، وخصوصاً ندرة المعلومة حيث ترفع من قيمتها، فتزيد من تأثيرها على أسعار الأوراق المالية، في حين إذا تم الإفصاح عن المعلومة للعامة تصبح دون قيمة⁴.

ويمكن أن نستشف وقوع استغلال لمعلومات داخلية استناداً إلى معلومات مؤثرة وحقيقية، إذا كان حجم التعامل على الأوراق المالية كبيراً، حيث أن ذلك يعطينا دليلاً على أن المعلومات التي تعامل على أساسها الشخص - الوسيط المالي - كانت جوهرية باعتقاده⁵، وبالتالي لا

¹ - عادل مانع، مرجع سابق، ص ص 39، 40. وفي نفس المعنى أنظر كذلك:

- " La chambre criminelle, dans son arrêt du 26 octobre 1995, communément appelée affaire Péchiney-Triangle, avait considéré que les renseignements devaient être « suffisamment précis pour être immédiatement exploités sur le marché ». Ainsi, l'exigence de précision est satisfaite lorsque l'information porte, par exemple, sur la connaissance de lourdes pertes subies par la société, sur des résultats bénéficiaires entraînant une augmentation importante et imprévue des dividendes à distribuer, sur la date et les titres concernés d'une opération de stellation ou sur la préparation d'une offre publique d'achat ou d'une offre publique d'échange quand bien même cette dernière aurait été précédée de rumeurs dans la presse. La Cour d'appel de Paris avait à ce titre relaxé des initiés ayant divulgué de fausses informations car ces dernières ne présentaient pas un caractère suffisamment précis. L'article 621-1 du Règlement de l' AMF prévoit aussi qu' « une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique ». Il est ainsi évident que toute rumeur concernant le monde de la bourse ne saurait constituer une information privilégiée", Husain BUARAKI, op.cit, p 128,

² - " La cour de cassation a explicité le degré de précision en affirmant que les renseignements doivent être « suffisamment précis pour être immédiatement exploités sur le marché », Fatiha Madmoun, op.cit, p 266.

³ - همام القوصي، مرجع سابق، ص 23. كذلك سليمان، مرجع سابق، ص 36. كذلك بوغبنوز أمينة، أثر المعلومة المالية في السوق المالي مع دراسة حالة: بورصة القيم المنقولة للجزائر، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر - يوسف بن خدة، 2008، ص 78. كذلك:

- " if insider trading by ... were to take place on price-sensitive private information, **stock prices would be expected to change** after the announcement of such trades ", Moh'd Mahmoud Ajlouni, op. cit, p 16.

⁴ - " it is a valuable commodity that stimulates market competition. This valuable information, when scarce, can increase stock prices, but is valueless once disclosed (once it assumes the character of a free good) ", Raghda Mahmoud Al-Qatanani, op. cit , p64.

⁵ - همام القوصي، مرجع سابق، ص 24.

تعتبر الشائعات من المعلومات الداخلية، لأنها لا تعطي تأثيراً حقيقياً في السوق وإنما تأثيراً مفتعلاً، ولذا يجب أن يكون - الوسيط المالي - ممارس الاستغلال قد تحصل على المعلومات الداخلية من علاقته بالشركة أو بالمطلع، وأن يستغل هذه المعلومات ويتاجر على أساسها في السوق¹.

غير أن هناك من يرى بأن القول بضرورة أن يكون من شأن المعلومة التأثير على أسعار الأوراق المالية لا يعني التأثير الحقيقي والفعلي، إذ يكفي أن يكون هناك احتمال لهذا التأثير حتى ولو لم يحدث فعلاً². أي أنه ليس من الضروري أن تؤثر المعلومة على سعر الورقة المالية عندما يتم الكشف عنها للجمهور، بل يكفي أن يعتقد المرء بشكل معقول أن هذه المعلومات من المحتمل أن يكون لها تأثير على سعر الورقة المالية³.

معنى ذلك أنه ليس هناك توافق فقهي حول شرط تأثير المعلومات الداخلية المستغلة على الأسعار، حيث أن هناك من يشترط أن يكون لها تأثيراً فعلياً على الأسعار، وهذا هو الأصح من وجهة نظر الباحث، فيما يشترط الرأي الآخر مجرد احتمال التأثير على الأسعار حتى تقوم الجريمة، وهو رأي منتقد طالما لم يتسبب التداول على أساس تلك المعلومة في إرباك السوق من خلال ارتفاع أسعار الشركة المصدرة المعنية بالمعلومة أو انخفاضها، وهذا هو سبب تجريم استغلال المعلومات الداخلية المميزة، فإن لم يحدث إرباك لقاعدة العرض والطلب في السوق، فلا تعد المعلومات المتداول على أساسها جوهرية.

وقد اختلفت التشريعات في اشتراط مدى التأثير الذي تحدثه المعلومة الداخلية، فمنها من تأخذ باحتمال إحداث المعلومة أي تأثير على الأسعار وإن لم يحدث فعلاً⁴، وذلك باتباعها التفسير الموسع، فاكتفت بمجرد احتمال التأثير على أسعار الأوراق المالية اعتماداً على جوهرها، على غرار المشرع الأردني، حيث بين ذلك في المادة 2 من قانون الأوراق المالية

¹ - S.J. HUDDART, Bin KE, information asymmetry and cross-sectional variation in insider trading, Contemporary Accounting Research journal, canada, Vol. 24, No. 1, spring 2007, page 199.

يمكن الاطلاع على نفس المقال على الموقع الإلكتروني: <https://onlinelibrary.wiley.com> ، تاريخ الزيارة 2020/11/9.

² - مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 386، 387. كذلك حمليل نورة، جنحة استغلال معلومات امتيازية في البورصة بين اختصاص القاضي وسلطة ضبط السوق المالية، مرجع سابق، ص 119.

³ - " L'information privilégiée est une information qui potentiellement pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur. Cela veut dire qu'il n'est pas nécessaire que l'information ait une incidence sur le cours de la valeur lorsqu'elle est révélée au public. Il suffit, qu'on puisse raisonnablement penser que ces informations sont susceptibles d'avoir une incidence sur le cours de la valeur", Walid BEN SALAH, op.cit, p 63.

⁴ - حمليل نورة، جنحة استغلال معلومات امتيازية في البورصة بين اختصاص القاضي وسلطة ضبط السوق المالية، مرجع سابق، ص 119.

حيث نص بأن: "المعلومات الداخلية: المعلومات غير المعلن عنها المتعلقة بمصدر أو أكثر، أو بورصة مالية أو أكثر، والتي قد تؤثر على سعر أي ورقة مالية في حال الإعلان عنها...".
والشيء نفسه بالنسبة للمشرع الفرنسي من خلال المادة الأولى من نظام لجنة السوق، رقم 08/90 لسنة 1990 والتي عرفت المعلومة الامتيازية بأنها: "معلومة غير معممة خاصة، دقيقة وتتعلق بوحدة، أو أكثر من مصدري الأوراق المالية أو بورصة مالية أو أكثر، والتي لو تم تعميمها لكان لها أثر على سعر الورقة المالية، أو المنتج المالي الذي تتصل به".

ومن التشريعات التي أخذت باحتمال التأثير نجد كذلك المنظم السعودي الذي أكد في نص المادة 50/أ بأن: "المعلومات التي يحصل عليها الشخص المطلع، والتي لا تكون متوافرة لعموم الجمهور، ولم يتم الإعلان عنها، والتي يدرك الشخص العادي بالنظر إلى طبيعتها ومحتواها، أن إعلانها وتوافرها سيؤثر جوهرياً على سعر الورقة المالية أو قيمتها التي تتعلق بها هذه المعلومات...".

ومنها من اشترطت ضرورة حدوث التأثير فعلاً باتباعها التفسير الضيق لمفهوم التأثير، وبالضرورة إثبات هذا التأثير على سعر الأوراق المالية محل المعلومة الداخلية، كالمشرع المصري وذلك من خلال المادة 319 اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، بأنها: "المعلومة الجوهرية: المعلومة أو المعلومات التي يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية أو القابلة للتداول، أو تأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها، أو تأثير على اتجاهات التعامل في السوق...".

بينما لم يتطرق المشرع الجزائري إلى ضرورة أن تكون المعلومة الداخلية جوهرية، كما لم يشترط إلزامية إثبات العلاقة بين استغلال المعلومة من قبل الوسيط المالي، وبين التأثير الجوهري لها على أسعار الأوراق المالية، أو على الشركة المصدرة.
وتجدر الإشارة في الأخير من خلال ما تم ذكره، أن شرط التأثير هذا يرتبط بتعلق المعلومة الداخلية بالمركز المالي، أو الاقتصادي للجهة المصدرة للورقة المالية، سواء على أدواتها المالية المتداولة، أو النتائج المالية أو التجارية للشركة¹.

¹ - مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 387.

ثانياً: أركان جريمة استغلال معلومات داخلية.

لا تقوم جريمة استغلال المعلومات الداخلية للشركة المصدرة من قبل وسيط بورصة الأوراق المالية، بمجرد حيازته لمعلومات سرية ودقيقة، من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية، ما لم يتسبب الوسيط المالي في تحقق إحدى الصور المحظورة، والتي تجسد السلوك الإجرامي الذي يقوم عليه الركن المادي للجريمة(أ)، مع توفر عنصر العمد الذي يقوم عليه الركن المعنوي للجريمة(ب)

أ - الركن المادي لجريمة استغلال معلومات داخلية.

يقوم الركن المادي لجريمة استغلال معلومات داخلية للشركة المصدرة، من قبل وسيط بورصة الأوراق المالية، بعد اطلاعه على المعلومات وقيامه بسلوك ينطوي على إحدى الصور المحظورة الواردة في نص المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم، والتي جاء فيها بأنه: "...ينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يتعمد السماح بإنجازها إما مباشرة، أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات". وبالتالي فهي الصور نفسها الواردة في النص الفرنسي، حيث جاء مطابقاً له تماماً، وإن كان المشرع الفرنسي قد أدخل مؤخراً بموجب القانون رقم 819/2016 إضافات جديدة تمثلت في صورتين: وهما إلغاء أو تعديل أمر أو عدة أوامر أصدرها الشخص نفسه قبل حصوله على المعلومة الامتيازية المتعلقة بالقيم محل الامر أو بمصدرها¹.

ولا يختلف الوضع في التشريع المصري، وفقاً لنص المادة 20 مكرر من قانون سوق رأس المال، والتي جاء فيها بأنه: "يحظر على الأشخاص الذين تتوافر لديهم معلومات عن المراكز المالية للشركات المقيدة بالبورصة...التعامل عليها لحسابهم الشخصي قبل الإعلان أو الإفصاح عنها للجمهور، كما يحظر على هؤلاء الأشخاص إفشاء تلك المعلومات للغير بصورة مباشرة أو غير مباشرة، وتحدد اللائحة التنفيذية لهذا القانون وقواعد القيد بالبورصة نوعية المعلومات التي يكون من شأنها التأثير على عملية التداول".

¹ -« Art. L. 465-I.-I.-A.-" ... par une personne disposant d'une information privilégiée à l'occasion de sa profession ou de ses fonctions ou à l'occasion de sa participation à la commission d'un crime ou d'un délit, ou par toute autre personne disposant d'une information privilégiée en connaissance de cause, de faire usage de cette information privilégiée en réalisant, pour elle-même ou pour autrui, soit directement, soit indirectement, une ou plusieurs opérations ou en annulant ou en modifiant un ou plusieurs ordres passés par cette même personne avant qu'elle ne détienne l'information privilégiée, sur les instruments financiers émis par cet émetteur ou sur les instruments financiers concernés par ces informations privilégiées", LOI n° 2016-819 réformant le système de répression des abus de marché,op.cit.

وكذلك الشأن بالنسبة للمشرع الأردني، وهو ما تبينه المادة 105/هـ، و، ز، من قانون الأوراق المالية رقم 18 لسنة 2017 والتي جاء فيها بأنه: "يعتبر مخالفة لأحكام هذا القانون أي مما يلي:

- هـ- تداول أوراق مالية أو حمل الغير على تداولها بناءً على معلومات داخلية.
 - و - استغلال معلومات داخلية أو سرية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية له أو لغيره، بما في ذلك أعضاء مجلس إدارة السوق المالي والمركز وموظفوا كل منهما.
 - ز- إفشاء المعلومات الداخلية لغير مرجعه المختص أو القضاء".
- إذا فمن خلال النصوص السابقة يمكن أن نستشف أن النشاط الإجرامي الذي يتوجب أن يقوم عليه الركن المادي لجريمة استغلال معلومات داخلية من قبل وسيط بورصة الأوراق المالية، يتخذ ثلاثة صور في التشريع الجزائري، المصري والأردني ، فيما يتخذ أربع صور في التشريع الفرنسي ، وهذا ما سيتم توضيحه فيما يلي:

1- قيام الوسيط المالي بإجراء صفقة أو أكثر بنفسه مستغلاً معلومة داخلية.

وفقاً لهذه الصورة فإن النشاط الإجرامي الذي يقومه وسيط بورصة الأوراق المالية، يتمثل في قيامه بإبرام صفقة أو أكثر، بصفة شخصية ودون الاعتماد على الغير حسب نص المادة 60 التي جاء فيها: "فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق..."، وهي نفسها في التشريعي الفرنسي، فيما عبرت عنها المادة 20 مكرر من قانون رأس المال المصري ب: "... التعامل عليها لحسابهم الشخصي..."، وتقابلها في التشريع الأردني عبارة: "تداول أوراق مالية... بناءً على معلومات داخلية...". ولا يهم إن كانت الصفقة لحساب الوسيط المالي أو لصالح عملائه، فما عليه سوى إصدار أوامر بالشراء إذا كانت لديه معلومات جيدة عن الشركة مصدرة الأوراق المالية، أو بالبيع في الحالة العكسية.

إذا فبمجرد قيام الوسيط المالي بإصدار الأمر بالتداول سواء بيعا أو شراءً، تقوم الجريمة في التشريعين الجزائري، والفرنسي، مما يعني أنهما لا يشترطان تحقق النتيجة، أي تحقيق أرباح أو تجنب خسائر حسب نوع العملية. فيما إشتراط المشرع المصري تحقيق أرباح إما للوسيط أو لعائلته، وفقاً لنص المادة 64 من قانون رأس المال، وهنا يتوجب إعادة النظر في هذا النص لأن من شأن هذه السلوكات أن تترك السوق، لذا فالركن المادي للجريمة يعد قائماً بمجرد إبرام الصفقة ولو لم تتحقق النتيجة.

أما المشرع الأردني من خلال المادة 105 أعلاه، فقد قدم صورتين متشابهتين، حيث لا يستلزم من وراء النشاط الإجرامي في الصورة الأولى أن تتحقق النتيجة (هـ- تداول أوراق مالية ... بناءً على معلومات داخلية)، فيما يشترط تحقق النتيجة من وراء النشاط الإجرامي في الصورة الثانية (و- استغلال معلومات داخلية أو سرية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية له أو لغيره)، فالواضح من خلال هاتين الصورتين أن كلا الصياغتين وفقاً للمصطلحات المعمول بها في السوق لهما المعنى نفسه (تداول أوراق مالية ... بناءً على معلومات داخلية) في السوق المالي لا تختلف عن (استغلال معلومات داخلية أو سرية)، فهو مجرد تكرار، مما يعني أن المشرع الأردني يشترط تحقيق نتيجة من وراء الصفقة من أجل قيام الركن المادي للجريمة.

2 - قيام الوسيط المالي بإجراء صفقة أو أكثر بواسطة الغير مستغلاً معلومة داخلية.

ويقصد بذلك أن يقوم المطلع - الوسيط المالي - بإجراء العملية المالية بصورة غير مباشرة لمصلحته، وذلك عن طريق وسيط للقيام بالعملية¹، بمعنى أن يقوم بتقديم المعلومة الداخلية لمن يتداول بها عوضاً عنه، وأن هذا الشخص الذي تسلم له المعلومة الداخلية يتوجب عليه أن يكون عميلاً لدى وسيط آخر، باعتبار أنه غير مسموح للمدخرين التداول في السوق إلا من خلال وسيط مرخص له بذلك. كل ذلك تهرباً من المسؤولية الجزائية للوسيط المالي المطلع على المعلومة، ومع ذلك فإن مسؤوليته لا تتأثر بعد تجريم تشريعات الأسواق المالية لمثل هذه السلوكات، وقد لا يفلت من المسؤولية حتى الوسيط الذي قام بالتداول لحساب العميل الشريك كمهني يمكنه أن يميز بفضل خبرته أنها صفقة غير عادية بسبب ضخامتها.

وهذا ما عبر عنه المشرع الجزائري من خلال المادة أعلاه بـ: " أو يتعمد السماح بإنجازها إما مباشرة...". وإن كانت الصياغة غير دقيقة لأنها مجرد ترجمة عن النص الأصلي الذي عبر عنها بـ: " للاستفادة من هذه المعلومات الداخلية من خلال تنفيذه لنفسه عملية أو أكثر... أو بشكل غير مباشر"، " -de faire usage de cette information privilégiée en réalisant, pour elle-même ... soit indirectement, une ou plusieurs operations"

وقد عبرت عنه المادة 150/هـ من قانون الأوراق المالية الأردني بدقة، بقولها: " تداول أوراق مالية أو حمل الغير على تداولها بناءً على معلومات داخلية"، أما نص المادة 20

¹ - عادل مانع، مرجع سابق، ص 49.

مكرر من التشريع المصري فلم يبين هذه الصورة، وكذلك الحال بالنسبة لنص المادة 322 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال.

3 - قيام الوسيط المالي بإفشاء المعلومة الداخلية للغير يستغلها في إجراء صفقة.

يتمثل النشاط الإجرامي في هذه الصورة في قيام الفاعل - الوسيط المال - بإعطاء المعلومة الداخلية لغيره، الذي يقوم بإجراء صفقة أو أكثر - مستغلا هذه المعلومة - على الورقة المالية التي تتصل بها¹، وذلك حسب ما تبينه الصياغة الواردة في نص المادة 60 أعلاه المرسوم 10/93 والتي مفادها: " أو يعتمد السماح بإنجازها... عن طريق شخص مسخر لذلك"، وهي الصياغة نفسها عند المشرع الفرنسي، وتقابلها في التشريع المصري الصياغة التالية: "... كما يحظر على هؤلاء الأشخاص إفشاء تلك المعلومات للغير..."، فيما جاءت صياغتها في التشريع الأردني كما يلي: "إفشاء المعلومات الداخلية لغير مرجعه المختص أو القضاء".

الملاحظ هنا أن النشاط الذي صدر من الفاعل إنما يعد من أفعال المساعدة الجنائية التبعية استناداً للقواعد العامة، فهو يتمثل في تقديم المساعدة لشخص على ارتكاب الجريمة²، وتطبيقاً للقواعد العامة في قانون العقوبات الجزائري³، طالما أن المشرع لم يحدد الطرق التي تتم بها المساعدة فإن جميع الأساليب، والوسائل المسهلة لارتكاب الجريمة تعد صالحة لذلك بما فيها إفشاء المعلومات الداخلية للغير لاستغلالها، وعليه يعد الوسيط المالي الذي قام بإفشاء المعلومة شريكا في الجريمة وله الجزاء نفسه المقرر للفاعل الأصلي.

وطالما الغير منفذ الصفقة هنا لا تتوفر فيه صفة المطلق فتسقط عليه صفة التجريم، وتعد صفقته مشروعة والوسيط المالي يعد شريك في صفقة مشروعة فلا جزاء عليها، ولهذا أورد المشرع الفرنسي الصورة الحالية لتغطية الثغرة القانونية، التي كانت موجودة في نص المادة 1/10 من مرسوم 28 سبتمبر لسنة 1967 وذلك بموجب القانون رقم 01/83 المتعلق بتنمية الاستثمار وحماية الادخار⁴ لسنة 1983، فأصبحت الصياغة على الشكل المذكور أعلاه.

¹ - مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 392.

² - سليمان صبرينة، مرجع سابق، ص 39.

³ - حيث تنص المادة 42 من الأمر 156/66 المعدل والمتمم، مرجع سابق، بأنه: " يعتبر شريكاً في الجريمة من لم يساهم مباشرة، ولكنه ساعد بكل الطرق أو عاون الفاعل أو الفاعلين على ارتكاب الأفعال التحضيرية أو المسهلة أو المنفذة لها مع علمه بذلك".

⁴ - Loi n°83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne, JORF du 4-1-83, p162.

كل ذلك كان بسبب واقعة كان بطلها مدير شركة قدم لعشيقته معلومة داخلية قامت من خلالها بشراء عدد كبير من أسهم الشركة التي تخصها المعلومة، ورغم اكتشاف لجنة البورصة (COB) تلك الواقعة، إلا أنه لم يتم ملاحقتها جنائياً لعدم توافر الصفة التي يتطلبها القانون في منفذ الصفقة، كما أنها أجرت الصفقة لحسابها، وأن المدير المطلع يعد مجرد شريك في صفقة مشروعة لا يمكن معاقبته¹.

4 - إلغاء الوسيط المالي أو تعديله لأوامر أصدرها قبل الحصول على المعلومة الداخلية.

أضيفت هذه الصورة بعد أن حكم المجلس الدستوري الفرنسي في 18 مارس 2015 بعدم دستورية نص المادة 1-465 من القانون النقدي والمالي، فتم تعديل المادة السالفة الذكر، كما أدرجت هذه الصورة إلى جانب الصور الثلاثة الأولى²، وبذلك يكون المشرع الفرنسي قد تفتن لثغرة قانونية أخرى؛ تمثلت في حالة ما إذا كان الوسيط المالي قد أصدر أوامر بالشراء أو البيع مثلاً، وبعد اطلاعه على المعلومة الجوهرية يقوم بتعديل الأوامر أو سحبها، للحصول على ربح أكبر أو تجنب خسارة، ففي هذه الحالة يعد مرتكباً لجريمة استغلال معلومات امتيازية بناءً على هذه الصورة الجديدة، وإن كانت الأوامر التي نفذها قد صدرت قبل الاطلاع على المعلومة. وبالتالي يكون المشرع الفرنسي قد انفرد بإدراجه لهذه الصورة التي لم تتفطن لها التشريعات المقارنة لحد الآن ومنها المشرع الجزائري، إذ يتوجب الأخذ بها لسد كل الثغرات القانونية توكياً لكل التلاعبات في السوق المالي.

ب - الركن المعنوي لجريمة استغلال معلومات داخلية.

بالرجوع إلى الصور الواردة في التشريعات السابقة يمكن أن نميز بين حالتين، سواء في التشريع الجزائري من خلال المادة 60 أعلاه، أو المادة 1-465 من القانون النقدي والمالي قبل تعديلها بموجب القانون رقم 597/96، الصادر في 2 جويلية لسنة 1996 المتعلق بشأن تحديث الأنشطة المالية.

فالنسبة للصورتين الأولى والثانية والمتمثلتين في استغلال و.ب.أ.م معلومات داخلية للشركة المصدرة بصفة شخصية، وحمل شخص آخر على القيام بها عوضاً عنه، فإن النصين

¹ - مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 393.

² - " Le 18 mars 2015, le Conseil constitutionnel déclarait non conforme à la Constitution l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier prévoyant le délit d'initié ...", Gérard Hervé Vilon Guezo , Responsabilité pénale du dirigeant : regard critique, THÈSE de doctorat, ÉCOLE DOCTORALE SCIENCES DE L'HOMME ET DE LA SOCIÉTÉ, CENTRE DE RECHERCHE JURIDIQUE POTHIER, Droit privé/ Sciences criminelles, Université d'Orléans, France, 2016. pp 167-169.

القانونيين لا يشترطان إلزامية توافر النية الإجرامية للوسيط المالي، وبالتالي إعفاء القاضي من إثبات سوء نية الوسيط المالي، أو البحث عن الباعث على ارتكاب الجريمة، وإنما يكفي علم الوسيط المالي بأن المعلومة التي اطلع عليها هي معلوم داخلية غير معلنة للعامة من قبل الشركة، وقام هو باستغلالها وذلك بالتداول عليها في السوق المالي.

أما الصورة الثالثة والتي يقوم فيها الوسيط المالي بالإفصاح عن المعلومة الداخلية للغير الذي يستغلها في إبرام صفقة لصالحه، فقد اشترط فيها المشرعين الجزائري والفرنسي وجوب توفر النية الإجرامية لدى الوسيط المالي لقيام الجريمة، وذلك من خلال الصياغة "sciemment" "يتعمد". ويرى الفقه أن القصد المتطلب هو قصد عام وبالتالي قيام الجريمة قبل الوسيط المالي لعلمه بأنه يحوز معلومة داخلية، ورغم ذلك تتجه إرادته إلى الإفصاح عنها للغير الذي استغلها¹.

أما بالنسبة للمشرعين الأردني والمصري فلم يشير إلى القصد الجنائي، ومع ذلك يرى غالبية الفقه أن جريمة استغلال معلومات داخلية هي من الجرائم العمدية، التي تتطلب توافر القصد الجنائي العام القائم على عنصري العلم والإرادة المنصرفين إلى عناصر الجريمة، إذ يجب ثبوت علم الوسيط المالي بحيازته لمعلومات داخلية لم تصل إلى علم الجمهور واتجاه إرادته إلى استغلالها بإجراء عمليات بيع أو شراء للأوراق المالية التي تتعلق بها تلك المعلومات².

ثالثاً: الجزاء المترتب على الوسيط المالي مرتكب جريمة استغلال معلومات داخلية.

من خلال نص المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 يتضح أن العقوبة التي خص بها المشرع الجزائري جريمة استغلال معلومات داخلية في بورصة الأوراق المالية، بالنسبة لجميع الصور تتمثل في الحبس من ستة أشهر إلى خمس سنوات وغرامة قدرها 30.000 دج، مع إمكانية رفع قيمة الغرامة إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه، ويمكن للقاضي الحكم بإحدى العقوبتين فقط.

¹ - سيف المصاورة، مرجع سابق، ص 223. كذلك مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص 410.

² - سيف المصاورة، مرجع سابق، ص 225.

أما العقوبة التي أقرها المشرع الفرنسي وفقاً لنص المادة L 465-1-I-A، فلا تقل عن خمس سنوات حبس و100 مليون أورو¹، بدلاً من 1.5 مليون يورو للتداول من الداخل و150 ألف يورو لاتصالات المعلومات الداخلية السابقة، ولا يزال من الممكن زيادة الغرامة المالية حتى عشرة أضعاف... من المنفعة المكتسبة، بما في ذلك الخسارة التي تم تجنبها، وفي حال ارتكاب الجريمة في عصابة منظمة يتم زيادة الحد الأقصى لعقوبة السجن إلى 10 سنوات حسب نص المادة L 465-3-5، II من القانون المالي والنقدي. وقد أدت هذه الزيادة إلى رفع المسؤولية الجنائية للأشخاص الاعتباريين عن إساءة استخدام السوق إلى مستويات غير مسبقة تمثلت في غرامة قدرها 500 مليون يورو، أي ما يعادل 10 أضعاف الميزة المكتسبة². كما أقر المشرع المصري للجريمة نفسها وفقاً لنص المادة 64 من قانون رأس المال عقوبة الحبس لمدة لا تقل عن سنتين، وغرامة مالية لا تقل عن عشرين ألف جنيه ولا تزيد عن عشرين مليون جنيه، ويمكن الحكم بإحدى هاتين العقوبتين فقط، دون الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها في أي قانون آخر.

فيما ميز المشرع الأردني في العقوبة المفروضة لمختلف الصور المشككة للسلوك الإجرامي التي أوردها، حيث أن الصورتين الواردتين في الفقرة (هـ) أعلاه، بالإضافة إلى الصورة الواردة في الفقرة (و) تتمثل عقوبتهما وفقاً لنص المادة 107/أ سالف الذكر، في غرامة مالية لا تزيد عن (100.000) مائة ألف دينار، إضافة إلى غرامة مالية أخرى لا تقل عن ضعف الربح المحقق، أو ضعف الخسارة المراد تجنبها على أن لا تزيد عن خمسة أضعاف ذلك. مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد منها وردت ضمن نصوص أخرى والغرامة السابقة، فإنه تسلط على

¹ - «Art. L. 465-1-I.-A.-Est puni de cinq ans d'emprisonnement et de 100 millions d'euros d'amende, ce montant pouvant être porté jusqu'au décuple du montant de l'avantage retiré du délit, sans que l'amende puisse être inférieure à cet avantage, le fait, par le directeur général, le président, un membre du directoire, le gérant, un membre du conseil d'administration ou un membre du conseil de surveillance d'un émetteur concerné par une information privilégiée ou par une personne qui exerce une fonction équivalente, par une personne disposant d'une information privilégiée concernant un émetteur au sein duquel elle détient une participation, par une personne disposant d'une information privilégiée à l'occasion de sa profession ou de ses fonctions ou à l'occasion de sa participation à la commission d'un crime ou d'un délit, ou par toute autre personne disposant d'une information privilégiée en connaissance de cause...», LOI n° 2016-819 réformant le système de répression des abus de marché, op. cit.

² - " (au lieu de 1,5 million d'euros pour le délit d'initié et 150 000 € pour le délit de communication d'information privilégiée auparavant) ;

la sanction pécuniaire peut toujours être portée jusqu'au décuple, non plus du profit réalisé, mais désormais de l'avantage retiré (incluant la perte évitée) ;

lorsque le délit est commis en bande organisée, la peine maximale d'emprisonnement est portée à 10 ans (C. mon. fin. art. L. 465-3-5, II) ;

ce relèvement a pour effet de porter la responsabilité pénale des personnes morales en matière d'abus de marché à des niveaux inégaux : 500 millions d'euros d'amende ; jusqu'à 10 fois l'avantage retiré", La répression pénale des abus demarché fortement renforcée , le sit web: <https://CMS.LAW/fr> , visite le 20/07/2020.

الوسيط المالي مرتكب الجريمة عقوبة الحبس لمدة لا تزيد عن ثلاث سنوات حسب نص المادة 107/ب-1.

أما بالنسبة للصورة الرابعة التي ذكرت في الفقرة (ز) فإن عقوبتها تتمثل في الغرامة الواردة في الفقرة 107/أ دون عقوبة الحبس، وكأن جريمة إفشاء المعلومة الداخلية للغير من أجل استغلالها حسب تصور المشرع الأردني هي أخف من الصور الأخرى، ولذلك كانت عقوبتها الغرامة المالية فقط دون الحبس.

وفي الأخير تجدر الإشارة أنه باستثناء المشرعين الفرنسي والأردني اللذان كانا جد متشددين في العقوبات المفروضة لهذه الجريمة¹، وخاصة حين قرنا بين الغرامة والعقوبة السالبة للحرية، فإن المشرعين الجزائري والمصري تركا للمحكمة السلطة التقديرية في الحكم بالعقوبتين معاً أو إحداها فقط وهو أسلوب غير محمود بخصوص الجرائم الواقعة في أسواق الأوراق المالية، حيث كان من الأفضل الاقتداء بالمشرع الفرنسي وإلزام القاضي بالحكم بالعقوبتين معاً، وإن كانت المدة التي أقرها المشرع الجزائري (خمس سنوات) هي أقسى من تلك التي فرضتها التشريعات المقارنة، ويأتي بعده المشرع الأردني بـ (ثلاث سنوات).

أما بخصوص الغرامة المالية المقررة في التشريع الفرنسي، لردع الوسيط المالي مرتكب الجريمة، فقد كانت في محلها بالنظر لخطورة الجريمة، وما يمكن أن يحصله من ورائها الوسطاء الماليون من مكاسب خيالية. في حين تعد الغرامة التي أقرها المشرع الجزائري بالنسبة لحدها الأدنى رمزية مقارنة بما يمكن أن يحصله الوسيط المالية من وراء صفقته، والشيء نفسه

¹ - في التشريع الأمريكي تختلف العقوبات بحسب القانون الذي يدان به، حيث أن هناك عقوبات مدنية وجنائية وهي جد قاسية، إذ يمكن أن تصل العقوبة إلى ثلاثة أضعاف الربح المكتسب أو الخسارة التي تم تجنبها، وفقاً للقسم 78 ش 1- العقوبات المدنية على معاملات الأوراق المالية أثناء حيازة معلومات جوهرية غير معلنة. ومع ذلك قد تؤدي الانتهاكات المتعمدة للأحكام الأخرى مثل المادة 10 (ب) من القانون العام للأوراق المالية لمكافحة الاحتيال، إلى عقوبات أخرى قاسية في حالة الانتهاك متعمد، حيث تتمثل في غرامة تصل إلى 5 ملايين دولار و / أو السجن لمدة تصل إلى 20 عاماً، كما قد يتم تغريم الشركة حتى 25 مليون دولار.

- " There are both civil and criminal penalties for insider trading, and the penalties can vary depending on what statutes a trader is found guilty of violating. For example, 15 U.S.C. Section 78u-1 sets out the civil penalties for securities transactions while in possession of material nonpublic information. As mentioned above, the penalty can be up to three times the profit gained or loss avoided. However, willful violations of other provisions, such as Section 10(b), the general antifraud securities statute, may result in other significant penalties. These penalties for each willful violation of a securities statute by an individual include fines up to \$5 million and/or imprisonment up to 20 years; a business may be fined up to \$25 million", M.V. SEITZINGER, op. cit, p3.

بالنسبة للغرامة في التشريع المصري. وبالمقابل فالغرامة التي أقرها المشرع الأردني فهي مقبولة إلى حد ما.

الفرع الثاني: جريمة تسريب معلومات خاطئة أو مغالطة.

إن للمعلومات في بورصة الأوراق المالية أهمية كبيرة في اتخاذ المستثمر قراره بالتعامل على الأدوات المالية، وبالتالي فكفاءة السوق المالي مرتبطة بمدى توافر المعلومات للمستثمرين ودرجة شفافتها، فكلما كانت حقيقية تعكس واقع الجهات المصدرة للأدوات المالية، كلما زاد استقطابها للمستثمرين لما يلمسونه من ثقة تجاهها، وهذا ما يساهم في مضاعفة مردودية السوق بدعم القطاعات العاجزة مالياً.

غير أن انتشار الشائعات وكثرة البيانات والمعلومات الكاذبة المضللة للجمهور يؤثر على مصداقية السوق وشفافيتها في نظر المستثمرين، مما يدفعهم إلى العزوف عن الادخار بسبب فقدان الثقة تجاهها، وهذا ما ينعكس بالسلب على كفاءة وقدرة السوق في حشد المدخرات وتمويل المشاريع الاقتصادية.

وتجدر الإشارة أن نشر وترويج المعلومات والبيانات الخاطئة والكاذبة المضللة يكون في الغالب من قبل الشركات المصدرة، بغرض مخادعة الجمهور بأن مركزها المالي قد تحسن، من أجل الزيادة في القيمة السوقية للشركة¹ وذلك بتنشيط التعامل على أوراقها المالية. كما يمكن أن يكون تسريب المعلومة المضللة من طرف الوسطاء الماليين، وذلك إما بهدف رفع سعر نوع معين من الأوراق المالية، لها قيمة سعرية متهاوية في السوق، حيث تعمل تلك المعلومات المضللة على إيهام المستثمرين بأن وضع الشركة مصدرة تلك القيم المنقولة قد تحسن، وهو ما من شأنه حتماً أن يرفع من أسعار أسهمها في القريب العاجل، فيتهاوت المستثمرون على اقتناء أوراقها المالية، حينها يلجأ الوسيط المالي الذي طرح تلك المعلومات المضللة إلى التخلص مما بحوزته من تلك القيم المنقولة.

¹ - M. BORISSOVA, J. HUG, M.Q. URBAN, les leçons juridiques de la loi SARBANES – OXLEY du 30 Juillet 2002, 2005, page 15.

وتعرف هذه الممارسات غير المشروعة بالضح والإغراق "pump and dump"¹، حيث تستهدف رفع أسعار الأوراق المالية المتهاوية في السوق، ثم يقوم الوسيط المتلاعب بضخ السوق بما لديه من أوراق مالية بعد أن ارتفعت أسعارها، ثم ينسحب تاركاً السوق يغرق بأوراق مالية ذات سعر متهاوٍ. وأن هذه الممارسات هي من أهم الأسباب التي أدت إلى وقوع أزمة الأوراق المالية الأمريكية بتاريخ 19 أكتوبر 1987، وكذلك أزمة سوق المناخ بالكويت عام 1982².

أو بغرض خفض سعر قيمة منقولة تعرف ارتفاعاً في السوق حتى يتمكن الوسيط المالي من اقتناء أكبر عدد ممكن من تلك الأوراق المالية بسعر معقول، بعد أن يتخلص المستثمرون مما يحوزونه من تلك الأدوات المالية، بسبب إيهامهم مثلاً بأن الشركة المصدرة لتلك القيم تعرضت لخسائر فادحة، وأن سعر أسهمها سيتهاوى في أقرب وقت.

إذا فجريمة نشر معلومات خاطئة أو مضللة هي كذلك من جرائم التلاعب بالأسعار لكنها من غير تداول للأوراق المالية، بمعنى أن التلاعب في هذه الجريمة يكون بسبب تأثير المعلومة المضللة على المستثمر، وليس بسبب تأثير عمليات التداول المصطنعة أو الوهمية. فالفرق الوحيد بين الجريمتين هو أن جريمة التلاعب بالأسعار تستوجب تدخل الشخص - الوسيط المالي - مباشرة في السوق، ويتحقق ذلك من خلال إصدار أوامر بالبيع أو الشراء³ (التداول). ونظراً لخطورة نشر المعلومات الخاطئة أو المغالطة، على الثقة المفروضة بين المتعاملين وعلى حسن سير السوق، فقد أقرت التشريعات المقارنة حماية جنائية للمعلومات الاستثمارية وذلك بمعاينة كل من يتعمد نشر معلومات مغالطة للجمهور. ومن أجل الوقوف على حيثيات هذه الجريمة، يستلزم الأمر التعرض إلى العناصر المكونة لهذه الجريمة والجزاء المقرر لها.

¹- "The "pump and dump" schemes usually involve the spreading of positive false or misleading information about a company to generate an interest in the company's stock, and a subsequent increase in its price, thereby allowing the profitable sale of the stock owned by those spreading the information. This is done typically on Internet message boards. The "smear and dump" scheme is the reverse of the "pump and dump", where a short-seller spreads negative false or misleading information about a company driving down the company's stock price, allowing the profitable = covering of the short-position by those spreading the information ", M.A. YAHYA, the legal status of "Dump & Sue": should plaintiffs and their attorneys be prohibited from trading the stock of companies they sue? - a law and economics approach, Electronic Journal , Social Science Research Network (SSRN), March 9, 2005, page 15.

²- همام القوصي، مرجع سابق، ص 126.

³- آيت ملود فاتح، مرجع سابق، ص 425.

أولاً: الركن الشرعي للجريمة.

جاء في أحكام المادة 2/60 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم بأنه: "يعاقب بالحبس من ستة (6) أشهر إلى خمس (5) سنوات وبغرامة قدرها 30.000 دج ... كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة، أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى، عن منظور أو وضعية مصدر، تكون سندات محل تداول في البورصة، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة، من شأنه التأثير على الأسعار...". وتقابلها في التشريع الفرنسي المادة 1-2-3-465 L من القانون النقدي والمالي¹ المعدل والمتمم، باعتبارها مستوحاة منها.

فيما نص المشرع الأردني على هذه الجريمة بموجب² نص المادة 106/أ التي جاء فيها بأنه: "يحظر على أي شخص القيام بأي مما يلي: أ- بث الشائعات أو ترويجهما أو إعطاء معلومات أو بيانات أو تصريحات مضللة أو غير صحيحة قد تؤثر على سعر أي ورقة مالية أو على سمعة جهة مصدرة". كما ورد في المادة 3/3 من تعليمات السلوك المهني الخاصة بأعضاء بورصة عمان بأنه: "يلتزم العضو بعدم بث الشائعات حول ارتفاع أسعار الأوراق المالية أو انخفاضها".

في حين لم يرد أي نص ضمن قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، يجرم صراحة قيام الوسيط المالي بنشر معلومات خاطئة ومضللة للجمهور، باعتبار أن نص المادة 3/63 يتعلق بالبيانات والمعلومات غير الصحيحة التي تنشر من قبل الشركات المصدرة. كما أن الفقرة 4 من المادة نفسها والتي جاء فيها بأنه: "كل من أصدر عمداً بيانات غير صحيحة عن الأوراق المالية التي تتلقى الاكتتاب فيها، جهة مرخص لها بتلقي الاكتتاب"، تتعلق بمرحلة إصدار الأوراق المالية أو الاكتتاب، وهي مرحلة تتعلق بالسوق الأولي، في حين الجريمة محل الدراسة ترتكب في السوق الثانوي (سوق التداول)، ويمكن ارتكابها سواء

¹ - Art L465-3-2-I : «...Le fait, par toute personne, de diffuser, par tout moyen, des informations qui donnent des indications fausses ou trompeuses sur la situation ou les perspectives d'un émetteur ou sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un instrument financier à un niveau anormal ou artificiel... », la LOI n° 2016-819 réformant le système de répression des abus de marché , op. cit.

² وفي نفس السياق جاءت المادة 435 من قانون العقوبات الأردني، حيث تنص بأنه: " يعاقب... كل من توصل بالغش لرفع أو تخفيض البضائع أو الأسهم التجارية العامة أو الخاصة المتداولة في البورصة ولا سيما: 1- بإداعة وقائع أو ادعاءات كاذبة أو، 2- تقديم عروض البيع أو الشراء بقصد بلبله السوق، أو بالإقدام على عمل من شأنه إفساد قاعدة العرض والطلب في السوق"، قانون العقوبات رقم 16 لسنة 1960 وتعديلاته، ج ر، رقم 1487، الصادرة بتاريخ 1960/10/11.

من قبل الشركة المصدرة، أو من قبل أي شخص وبالأخص وسيط بورصة الأوراق المالية، وهنا تجدر الإشارة أن نص المادة 63 أعلاه لم ينطرق إلى ارتكاب هذه الجريمة وفقاً لأي صورة من الصورتين الأخيرتين، وهو ما يستدعي البحث عن نص آخر يمكن إدراج هذه الجريمة تحته بدل الرجوع إلى القانون الجنائي.

لكن بالرجوع إلى اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال نجدها قد تطرقت إلى حظر هذه الأفعال سواء ارتكبت من قبل الشركات المصدرة طبقاً لنص المادة 320، حيث جاء فيها بأنه: " يمنع على الشركات المصدرة والأطراف والكيانات المرتبطة بها أو المشتركة معها في الأعمال نشر أية أخبار غير صحيحة أو غير دقيقة بهدف التأثير عمداً على الأسعار أو المتعاملين لتحقيق هدف معين".

فيما تحظر المادة 321 التلاعب بالأسعار من أي شخص، حيث جاء فيها بأنه: "... ويحظر على الأخص القيام بأي أو كل مما يلي: ... 3- نشر أو المساعدة في نشر أخبار مضللة أو غير مدققة. 4- نشر أخبار تتعلق بقرب تغيير سعر ورقة مالية من أجل التأثير على أسعارها والتعامل عليها".

إذا فمن خلال ما سبق ذكره يتضح أن نطاق نص المادة 4/63 ضيق جداً، إذاً يقتصر على إصدار بيانات كاذبة من جهة رسمية لها علاقة بالشركة، وتخص مرحلة قصيرة من عمر الشركة وهي فترة التأسيس وتلقي الاكتتابات، ولا ينطبق على المرحلة الأهم والأخطر، وهي مرحلة التداول على الأوراق المالية¹.

وعليه فإن ارتكاب الوسيط المالي لجريمة تسريب معلومات خاطئة مغالطة، أو مضللة للجمهور في التشريع المصري، وفقاً لما سبق ذكره يدخل تحت حكم المادة 321 من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال، التي تحظر هذا التصرف، فيما تعاقب عليه المادة 67 من قانون سوق رأس المال والتي ورد فيها بأنه: "مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد، منصوص عليها في أي قانون آخر يعاقب بغرامة لا تقل عن ألفي جنيه ولا تزيد على مليون جنيه كل من خالف أحد الأحكام المنصوص عليها في اللائحة التنفيذية لهذا القانون".

¹ - مظهر فرغلي، مرجع سابق، ص ص 260، 261. كذلك محمد فاروق عبد الرسول، مرجع سابق، 177.

ثانياً: الركن المادي للجريمة.

من خلال نص المادة 60 أعلاه يتبين أن النشاط الإجرامي المكون لهذه الجريمة يتمثل في قيام وسيط بورصة الأوراق المالية بسلوك إيجابي وهو تسريب معلومات خاطئة أو مغالطة، في السوق المالي بهدف التأثير على شركة ما أو بهدف تخفيض أو رفع سعر أوراقها المالية. إذا فقيام الركن المادي للجريمة متوقف على توافر عنصرين إثنين وهما:

أ- أن يقوم الوسيط المالي بتسريب معلومة خاطئة أو مضللة في السوق.

ويقصد بذلك أن يكون من شأن المعلومة الكاذبة والمضللة التي قام الوسيط المالي بنشرها في السوق التأثير على المستثمر، بحيث توقعه في خطأ بشكل لوعرف حقيقة الوضع المالي لمصدر الأسهم لما اشتراها، هذا ويجب أن تكون المعلومة الكاذبة أو المضللة محددة، أي تتعلق بأشياء معينة في الشركة المصدرة¹ حاضراً أو مستقبلاً، أو بأوراقها المالية، وفقاً لما بينته المادة 60 أعلاه (عن منظور أو وضعية مصدر، تكون سنداته محل تداول في البورصة، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة)، وهو الحال كذلك بالنسبة لنص المادة I-3-3-465 من القانون النقدي والمالي، والأمر نفسه مع باقي التشريعات المقارنة، وإن كانت لم تبين ذلك صراحة، إذ يفهم ضمناً من خلال النصوص المقارنة أن المعلومة المسربة حتى تؤثر على سعر ورقة مالية معينة فمن اللازم أن تتعلق تلك المعلومة المغالطة بالشركة المصدرة ذاتها أو بقيمتها المنقولة المراد تخفيض أو رفع سعرها.

ولا يشترط أن تكون المعلومة المسربة بين المستثمرين دقيقة، وإلا لكانت صحيحة وغير مغالطة، وهذا ما أخذت به لجنة الأسواق المالية الفرنسية في قضية السيد (بيير)، الذي اعتبرته قد ارتكب جريمة نشر معلومات كاذبة ومضللة، عقب إدلائه لشركة البورصة الفرنسية بمعلومات غير دقيقة وغير صحيحة عن شركة (Les Beaux Sites)، من شأنها المساس بأداء السوق، ولذلك وقعت عليه غرامة، وهو ما قضت به محكمة النقض الفرنسية²، هذا يعني أن القضاء الفرنسي لا يهتم بمحتوى المعلومة، وإنما يهتم فقط بمدى تأثيرها المحتمل على

¹ - منير بوريشة، مرجع سابق، ص 170.

² - " Attendu, selon l'arrêt critiqué (Paris, 17 mars 1993), qu'entre le 27 mars et le 25 novembre 1991, M. Pierre X... a communiqué à des publications financières et à la société des bourses françaises, des informations sur la société anonyme Les Beaux Sites, dont il présidait le conseil d'administration ; que, par décision du 29 septembre 1992, la Commission des opérations de bourse lui a infligé une amende, au motif qu'il avait pris la responsabilité de diffuser des informations inexactes et imprécises ayant faussé le fonctionnement du marché), Cour de cassation, chambre commerciale, du 14 novembre 1995, 93-13.716, publié au bulletin, www.legifrance.ouv.fr.affich.jurijudi.dok .

الأسعار، فالمعلومة يجب أن تكون خاطئة (كاذبة) أو مضللة (مغالطة)، أي أن المعلومة التي تكون صحيحة لا تشكل جريمة، أما إذا كانت المعلومة غير كاملة ومن شأنها التأثير على الأسعار، فيرى الفقه الفرنسي أنها كافية لترتيب الجزاء¹.

كما لا يشترط لقيام الركن المادي للجريمة أن يقوم الوسيط المالي بتسريب المعلومة بطريقة معينة، وإنما أن يتم إيصالها للجمهور بأية وسيلة كانت مثل المناشير، بيانات إعلامية، حوارات، مقالات، محاضرات، الإذاعة، التلفزة، شبكة التواصل الإجتماعي وغيرها من الوسائل الممكنة، وهذا ما عبرت عنه المادة 60 من المرسوم التشريعي 10/93 وكذلك المادة -L465- 1-2-3 أعلاه ب (نشر معلومات خاطئة، أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى). هذا وقد يعمد الوسيط المالي إلى تسريب معلومات كاذبة، إلا أنها قد تصبح في وقت لاحق معطى صحيحا، فهل يعد مرتكباً للجريمة؟

الملاحظ هنا أن العبرة بكذب المعلومة يكون في تاريخ القيام بنشرها، فإذا ثبت أن من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية يقوم الركن المادي للجريمة، وإن أصبحت بعد ذلك حقيقية²، بمعنى أن لحظة نشر المعلومات الكاذبة أو المغالطة تعتبر وقت وقوع الجريمة، ولا يشترط تحقيق أي نتيجة.

ب - أن يكون للمعلومة تأثير محتمل على سعر الأوراق المالية للشركة المعنية.

إن نشر المعلومة الخاطئة أو المغالطة أمر مجرم بحد ذاته دون انتظار تحقيق أي نتيجة³ سلبية، إذ أنه يهدف إلى تغيير توقعات المستثمرين حول الأمان الذي تم التلاعب به في الاتجاه المرغوب، وباعتبار أن العرض يظل ثابتاً على المدى القصير، ومن ثم فإن هذه التوقعات المتغيرة ستعكس في تغيير الطلب على الأوراق المالية التي تم التلاعب بها وبالتالي السعر وهو المقصود بالذات⁴، أو المساس بسمعة الشركات المصدرة⁵، لذلك لم تشترط

¹ - أيت ملود فاتح، مرجع سابق، ص 418.

² - بن عزوز فتيحة، مرجع سابق، ص 454. كذلك

³ - وردة شرف الدين، مرجع سابق، ص 231.

⁴ - " The dissemination of misinformation by a manipulator is intended to change investor expectations about the manipulated security in a desired direction. Since supply can be taken to be fixed in the short run, these changed expectations will be reflected in a shift in demand (and, in turn, price) for the manipulated security ", Lawrence Kryzanowski, Misinformation and Security Markets , McGill LAW JOURNAL McGill University Faculty of Law, Montréal , canada, Vol. 24, 19781, p 124.

⁵ - سليمان صيرينة، مرجع سابق، ص 96.

التشريعات المقارنة التأثير الفعلي على الأسعار، بل اكتفت باحتمال التأثير كي تقوم الجريمة، وهذا ما نستشفه من الصياغة الواردة في نص المادة 60 من المرسوم التشريعي 10/93 والتي مفادها بأنه: (من شأنه التأثير على الأسعار)، وهي لا تختلف عن الصياغة الواردة في التشريع الفرنسي والتي جاء فيها: (التي تثبت أو من المحتمل أن تثبت سعر أداة مالية)، وهذا ما أكدته المادة 106/أ من قانون الأوراق المالية الأردني حيث جاء فيها بأنه: (قد تؤثر على سعر أي ورقة مالية أو على سمعة جهة مصدر)، فيما تشترط المادة 321 من اللائحة التنفيذية للقانون 95 لسنة 1992 المصري، التأثير الفعلي على الأسعار وفقاً للصياغة التالية: (من أجل التأثير على أسعارها).

ثالثاً: الركن المعنوي للجريمة.

تعد جريمة تسريب معلومات خاطئة ومغالطة من قبل وسيط بورصة الأوراق المالية في التشريعات المقارنة من الجرائم العمدية، التي يشترط لقيامها القصد الجنائي العام بعنصره العلم والإدارة¹؛ علمه بتسريب معلومة غير صحيحة أو مغالطة، لما تتضمنه من تزييف وكذب مع المعلومات الصحيحة، وأن من شأنها أن تؤثر على سعر الأوراق المالية للشركة المعنية بتلك القيم المنقولة، ومع ذلك تتجه إرادته إلى إعلان تلك المعلومات أو ترويجها بين المستثمرين. وقد عبر عن ذلك المشرع الجزائري صراحة في نص المادة 2/60 بـ: (تعهد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة). أما إذا انتفى علم الوسيط بأن المعلومات التي قام بنشرها غير صحيحة أو مغالطة، أو إذا لم تتصرف إرادته إلى نشرها فلا يعد ذلك القصد متوفراً.

فيما لم تشترط التشريعات محل مقارنة قصداً جنائياً خاصاً، وهذا ما أخذ به المشرع الجزائري من خلال نص المادة 2/60، والتي لم تشترط أن يكون تسريب المعلومات الخاطئة والمغالطة من أجل التأثير على سعر الأوراق المالية، وإنما اشترطت أن يكون من شأن هذه المعلومات التأثير على الأسعار، وهو الأسلوب نفسه للمشرع الفرنسي، الذي لم يشترط التأثير وإنما عبر عنه بتثبيت، أو احتمال تثبيت سعر الأداة المالية وفقاً لنص المادة 1-2-3-465 أعلاه، ولم يختلف عن ذلك المشرع الأردني حيث أكدت ذلك المادة 106/أ من خلال العبارة (قد تؤثر على سعر).

¹ سيف إبراهيم المصاورة، مرجع سابق، ص 272.

رابعاً: جزاء الوسيط المالي مسرب المعلومات الخاطئة أو المغالطة.

استناداً إلى نص المادة 60 من المرسوم التشريعي 10/93، فإن عقوبة وسيط بورصة الأوراق المالية في حال ارتكابه لجنة تسريب معلومات خاطئة أو مغالطة، هي العقوبة نفسها التي تسلط عليه في حال ارتكابه جنحتي استغلال معلومات داخلية والمضاربة غير المشروعة، وفقاً لما سبق بيانه. وبذلك تكون العقوبة هي الحبس من ستة (6) أشهر إلى خمس (5) سنوات وغرامة قدرها 30.000 دج، مع إمكانية رفع قيمة الغرامة لتصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل عن ملح الربح نفسه، بإحدى العقوبتين فقط .

وبالتالي تصدق على لجنة تسريب معلومات خاطئة أو مغالطة الملاحظات نفسها، التي تم التعرض إليها بمناسبة دراسة جنحتي استغلال معلومات داخلية مميزة والمضاربة غير المشروعة، باعتبار أن هذه الجرائم على الدرجة نفسها من الخطورة، وما يؤكد ذلك أن المشرع الجزائري قد تعمد تنظيمهم بموجب نص واحد شمل كافة الجرائم التي من شأنها التلاعب بالسوق المالي.

ويعد هذا الأسلوب الذي أخذ به المشرع الجزائري الأسلوب نفسه للمشرع الفرنسي، وإن كانت العقوبة عند هذا الأخير جد مشددة، حيث جعل العقوبة السالبة للحرية أقصى مدة مقررة للجرائم السابق ذكرها باعتبارها من الجرح، وهي خمس سنوات، والغرامة 100 مليون أورو، بعدما كان قبل تعديل القانون النقدي والمالي يتبع أسلوب التدرج في توقيع العقاب على جرائم البورصة¹، غير أنه أدرك مؤخراً أن جرائم البورصة لا تقل خطورة عن بعضها البعض، مما جعله يعدل الجزاءات التي كان يقرها سابقاً لجرائم البورصة ويفرض لها العقوبات نفسها.

وقد لوحظ الأسلوب نفسه عند المشرع الأردني، من خلال نص المادة 107 التي نظمت الجزاء المقرر لكل جرائم البورصة، حيث كانت العقوبات أشد من تلك المقررة للجرائم لنفسها في المادة 60 من المرسوم التشريعي 10/93، والمتمثلة في غرامة مالية لا تزيد عن (100.000) مائة ألف دينار، إضافة إلى غرامة مالية أخرى لا تقل عن ضعف الربح المحقق، أو ضعف الخسارة المراد تجنبها على أن لا تزيد عن خمسة أضعاف ذلك.

¹ - Art L. 465-1 du C.mon.fin Modifié par loi n°2016-819 du 21 juin 2016, dispose : « Est puni de cinq ans d'emprisonnement et de 100 million d'euros ...», op.cit.

مع عدم الإخلال بأي عقوبة أشد منها وردت ضمن نصوص أخرى والغرامة السابقة، فإنه تسلط على الوسيط المالي مرتكب الجريمة عقوبة الحبس لمدة لا تزيد عن ثلاث سنوات حسب نص المادة 107/ب-1.

فيما لم ينظم المشرع المصري كما سبق بيانه لجنة تسريب معلومات خاطئة، أو مغالطة للمستثمرين في السوق الثانوي، وتبعاً لذلك واستناداً لأحكام المادة 321 السالفة الذكر، فإن العقوبة التي تطبق على هذه الجريمة هي تلك الواردة في نص المادة 67 من قانون سوق رأس المال، وهي غرامة لا تقل عن ألفي جنيه، ولا تزيد على مليون جنيه لكل من يخالف أحد الأحكام المنصوص عليها في اللائحة التنفيذية لهذا القانون، وإن كانت لا ترقى لأن تكون عقوبة لجنة خطيرة كتسريب معلومات خاطئة أو مغالطة للمستثمرين في السوق المالي، وهذا من أجل تجنب تطبيق أحكام المادة 3/63 و4 لعدم انطباقها على هذه الجريمة، وهذا تطبيقاً لقواعد التجريم المنصوص عليها في قانون العقوبات، والتي مفادها بأنه لا جريمة ولا عقوبة بغير قانون¹.

¹ - المادة الأول من قانون العقوبات الجزائري، مرجع سابق.

ملخص الباب الثاني.

تمحورت الدراسة ضمن هذا الباب حول مسألتين: المسألة الأولى تدور حول الأحكام المترتبة على ممارسة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية، وتتمثل في الالتزامات التي يتوجب على الوسيط المالي التقيد بها، وهي على نوعين؛ باعتبار أن وسيط بورصة الأوراق المالية، سواء في التشريع الجزائري أو التشريعات المقارنة، يعد تاجراً ويزاول هذا النشاط كشركة تجارية، ولذلك يترتب عليه التزامات وفقاً لأحكام القانون التجاري، والالتزامات وفقاً للقواعد المنظمة لبورصة الأوراق المالية، وعقود الوساطة من جهة أخرى، أين تعد هذه الالتزامات استثنائية وغير مألوفة بالنسبة للشركات التجارية، نظراً لخطورة ما قد يترتب على مخالفتها من مضار، وأن هذه الالتزامات تتنوع بحسب تنوع الأنشطة التي يزاولها الوسيط المالي، مما يعني أن هناك التزامات متعددة لا يتسع المجال لدراستها، لذلك تم التركيز على الالتزامات الرئيسية، التي تتقاطع فيها كل الأنشطة الممكن مزاولتها من قبل الوسيط المالي، وقد قسمت إلى التزامات إدارية، التزامات مهنية، ولا خلاف بين التشريعات المقارنة من حيث هذه الالتزامات.

فيما يتمثل النوع الثاني من الأحكام المترتبة على مزاوله نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية، في الحقوق التي تتمتع بها شركات الوساطة، في مقابل تحملها لجملة الالتزامات السابقة، سواء في مواجهة شركة إدارة وتسيير البورصة ولجنة تنظيم ومراقبة السوق، أو تجاه العملاء المستثمرين. حيث تعد هذه الحقوق من جهة الوسيط التزامات على عاتق هيئة السوق، نظير التزامه بقواعد السوق وخدمته، وكذلك التزامات على عاتق العملاء من جهة أخرى، لقاء ما يقدمه لهم الوسيط من خدمات مالية.

في حين تعلقت المسألة الثانية من هذا الباب بمسؤولية وسيط ب.أ.م عقب أداء مهامه بالمخالفة لقواعد السوق، حيث تعد هذه المسؤولية بمثابة رقابة لاحقة لردع تجاوزات الوسيط المالي إن وجدت، من أجل تقويم أفعاله وسلوكاته وذلك بتحميله المسؤولية تبعاً لطبيعة المخالفة التي يرتكبها، والتي قد تكون مجرد إخلال بقواعد السوق دون إلحاق ضرر بالعميل فيتحمل المسؤولية التأديبية فقط، أو إخلال بقواعد عقدية أو قواعد قانونية فيترتب عليها ضرر دون وجود جريمة فيتحمل المسؤولية المدنية، كما قد يكون الإخلال متمثل في ارتكاب جريمة في السوق فتلحقه المسؤولية الجنائية، ولا مناع من استتباع الصورة الثانية والثالثة بعقوبات تأديبية كذلك.

- والملاحظ أنه لا خلاف بين التشريعات محل مقارنة، بخصوص المسؤولية المدنية في شقها الأول وهو المسؤولية التقصيرية للوسيط المالي، حيث أن كل خطأ يترتب عليه أضرار للعملاء أو الشركات المصدرة، يكون الوسيط ملزم بالتعويض، وكذلك في حالة قيام جريمة أين يتوجب على الوسيط بالإضافة إلى المسؤولية الجنائية تحمل الخطأ التقصيري ودفع التعويض للعميل المضرور أو الشركة المصدرة، باعتبار ذلك تصرف غير قانوني.

- أما بخصوص المسؤولية العقدية فنقوم في جانب الوسيط المالي متى توفرت شروطها كما هو الحال بالنسبة للمسؤولية التقصيرية، ولا فرق بينهما باعتبار أن تشريعات الأسواق المالية لم تهتم بتنظيمها وتركزت ذلك للقواعد العامة، غير أن الدراسة توصلت إلى أن هناك اتفاق فقهي على عدم الإعفاء من المسؤولية العقدية للوسيط المالي، أو التخفيف منها، بالرغم أنها ليست من النظام العام خلافاً للمسؤولية التقصيرية، وهناك من التشريعات المقارنة من جسدت هذا الحظر كالمشرع الأردني، وقد سار على هذا الاتجاه القضاء الفرنسي كذلك.

- أما المسؤولية التأديبية فهي واسعة تشمل كل إخلال من جانب الوسيط بالالتزامات الملقاة على عاتقه أثناء أداء نشاطه داخل السوق وحتى خارجه، وصورها جد متعددة ومتنوعة، إذ تتواجد حيث تتواجد المسؤوليتان المدنية والجنائية، أو لمجرد الإخلال بقواعد السوق دون إلحاق ضرر بالمتعاملين، ولا خلاف بين التشريعات المقارنة في هذا الجانب، بغض النظر عن نوع العقوبات التي يمكن تسليطها على الوسيط مرتكب الخطأ التأديبي.

- وفيما يخص المسؤولية الجنائية للوسيط المالي عن الجرائم التي يمكن أن يرتكبها كشخص معنوي، من قبل مندوبيه داخل قاعات البورصة، وهي جرائم متعددة ومتنوعة، تم تقسيمها إلى جرائم متعلقة بسلوك الوسيط المالي، وجرائم متعلقة بتعامل الوسيط المالي مع معلومات الشركات المصدرة للقيم المنقولة في البورصة، حيث خلصت الدراسة إلى أن هناك اختلاف بين تشريعات الأسواق المالية محل مقارنة، في تجريم الكثير من السلوكات التي يأتيها الوسطاء الماليون في السوق، فكان المشرع الجزائري أقلهم تجريماً لأفعال الوسيط المالي، إذ اعتمد المرسوم التشريعي 10/93 ثلاثة جرائم فقط، أما بخصوص العقوبات فقد اشتركت التشريعات في الكثير من الجوانب كما اختلفت في جوانب أخرى.

خاتمة.

خاتمة.

إيماناً من المشرع الجزائري بأفكار الاقتصاد الرأسمالي، وبالأخص بورصة الأوراق المالية، فقد سعى إلى إنشاء هذه السوق حديثاً، باعتبارها وسيلة جد فعالة لتمويل المشاريع الاقتصادية للدولة، لما لها من قدرة على حشد الأموال الفائضة عن حاجة الأشخاص، هذه السوق التي يعتبر الوسطاء الماليون ليس فقط أحد أركانها الشكلية وإنما هم صناعها، وأهم الفاعلين فيها. إذ بفضل جهودهم نشأت هذه الأسواق بسرعة ونمت، بعد أن كانوا قديماً يجتمعون لعقد الصفقات في الأماكن العامة، وكانت المعاملات بينهم تتم وفقاً للأعراف التي تعودوا التعامل بها.

وأنة بسبب نمو هذه الأسواق وتطورها، أصبحت متخصصة في الأوراق المالية فقط بكل أنواعها التقليدية والحديثة، والتي توسع التعامل بها بسبب الطلب الزائد على التمويل، من قبل الشركات المنجزة للمشاريع الاقتصادية، فلم يعد من السهل التحكم في العدد الهائل للمعاملات التي احتوتها هذه الأسواق، إضافة إلى تعقدها وتشابكها مما يصعب على المستثمرين التعامل في هذه الأسواق الحديثة بمفردهم، لذا كان من الضروري ضبطها بقواعد أكثر إحكاماً للحفاظ على حقوق كل الأطراف وحماية الاقتصاد على وجه الخصوص، وهذا ما تطلب فئة متخصصة من السماسرة في إتمام المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية، متميزون عن سماسرة الأسواق الأخرى من جوانب متعددة، إذ يعدون الحلقة المحورية التي تربط بين المدخرين والشركات الطالبة للسيولة المالية في هذه الأسواق.

وكنتيجة للتنظيم المفرط لبورصات الأوراق المالية، لم يعد يسمح بممارسة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية لكل الأشخاص كما كان في بداية عهده، وهذا بسبب الشروط الصارمة التي قيد بها هذا النشاط، والوثائق والضمانات التي يلزم بتقديمها طالب الاعتماد لمزاولة هذا النشاط، إلى الهيئة المكلفة بتنظيم السوق ومراقبتها في مختلف التشريعات محل مقارنة، حتى تبدي رأيها في ذلك، وأن هناك اختلاف من حيث هذه الوثائق بين التشريعات المقارنة، مرده إلى درجة تشدد كل مشروع بقصد حماية السوق المالي. فإن كان رد اللجنة سلبياً كان من حقه الطعن، وإذا كان إيجابياً فإنه سيحدد ضمن الاعتماد النشاط أو الأنشطة المسموح

للوسيط ممارستها، إلى جانب النشاط الرئيسي وهو التداول لحساب الغير من ضمن الأنشطة المتعددة التي تم دراستها.

ومن منطلق الأهمية البالغة لنشاط وسيط بورصة الأوراق المالية، فلم تعد التشريعات محل مقارنة تكفي بتقييد مزاوله هذا النشاط، بل شددت من التزامات الوسيط المالي، فلم تعد تنحصر في تلك الالتزامات المترتبة على الأنشطة التجارية الأخرى، باعتبار أن الوسيط المالي كذلك يزاول أنشطة تجارية، وإنما تحولت إلى التزامات منها ما هي إدارية متمثلة في ضرورة أن يكون الوسيط عضواً في السوق، أن يساهم في رأس مال شركة تسيير البورصة، الالتزام بأخلاقيات المهنة والالتزام بالمساهمة في مكافحة جريمة تبييض الأموال، وإن كان المرسوم التشريعي 10/93 بعد تعديله قد تخطى عن هذا الالتزام الأخير، ورغم ذلك نصت عليه المادة 49 من النظام 01/15، وهو من الالتزامات المهمة، حيث أولته التشريعات محل مقارنة اهتماماً كبيراً وأفردت له نصوصاً ولوائح خاصة.

ومنها ما هي التزامات مهنية، وإن كانت تنص عليها العقود التي يبرمها الوسيط في عمليات البورصة مع عملائه من شركات مصدرة ومدخرين، وهي عقود متنوعة ومتعددة، تهتم هيئات الرقابة بتنظيمها في عقود نموذجية لضمان حماية أكثر للمتعاملين في السوق، مما يقيد من حرية المتعاقدين في إبرام تلك العقود، وهو ما يعطي هذه العقود طبيعة خاصة تختلف عن غيرها من العقود الأخرى، وهذا باتفاق التشريعات محل مقارنة. وبالرغم من تنظيم الالتزامات الأخيرة من قبل عقود الوساطة، إلا أن هناك تأكيد عليها من جانب تشريعات الأسواق المالية محل مقارنة ولوائحها التنظيمية لضمان حماية أكثر. وبالتالي فالالتزامات الوسيط المالي أصبحت تنقسم بين التزامات تجاه السوق وأخرى تجاه زبائنه.

هذا بالإضافة إلى حقوق الوسيط والتي تتفق بشأنها كذلك التشريعات محل مقارنة، والمتمثلة في مزاوله الوسيط لهذا النشاط كحق امتيازي لا يخول لغيره، نظير التزامه بقواعد السوق وخدمته، بالإضافة إلى حق الوسيط في الحصول على العمولة، حيث تبين بخصوص هذا الحق أن المشرع الجزائري ترك مسألة تحديد العمولة لحرية الاتفاق بين طرفي عقد الوساطة، وهو ما يتناقض مع ما أخذت به التشريعات المقارنة حديثة النشأة، إذ أن هذا التوجه

لا يخدم مصلحة شركات الوساطة الصغيرة والمستثمرين على حد سواء. كذلك حق الحصول على ضمانات التنفيذ، سواء الضمانات العامة، أو الضمانات الخاصة بسوق الأوراق المالية.

ومن نتائج ممارسة و.ب.أ.م لأنشطته في السوق تحمله للمسؤولية في حال إخلاله بالالتزامات المترتبة على عاتقه، سواء بالاستناد إلى عقد الوساطة أو الأنظمة والتعليمات المتعلقة بالسوق المالي، فيسأل مسؤولية مدنية، بالاعتماد على القواعد العامة، باعتبار أن التشريعات محل مقارنة لم تهتم بتنظيمها ضمن قواعد الأسواق المالية، كما يسأل تأديبياً ولو لم يكن هناك ضرر، وحتى في حال تلقيه عقوبة جنائية، وإن كان هناك غموض كبير في معظم التشريعات محل مقارنة بخصوص إجراءات تأديب وسطاء هذه السوق.

معنى ذلك أنه قد تصل المسؤولية أحياناً إلى مؤاخذه الوسيط المالي جزائياً، إذا ارتكب أفعالاً تشكل جرائم وفقاً لقانون العقوبات أو قانون السوق المالي، وإن كان هناك اختلاف في تجريم هذه الممارسات، إذ أن بعض التشريعات محل مقارنة جرمت الكثير من الأفعال التي يقوم بها و.ب.أ.م، وحملته المسؤولية الجزائية عليها، فيما لا يؤاخذ الوسيط المالي في تشريعات أخرى على التصرفات نفسها إلا تأديبياً، ونظراً لهذا الاختلاف في التجريم تم التطرق إلى الجرائم التي نظمها المرسوم التشريعي رقم 10/93 وهي جد قليلة، إضافة إلى جرائم أخرى اشتركت فيها بعض التشريعات المقارنة، ولها تأثير فعلي على بورصة الأوراق المالية، ومن دون تناول الجرائم العامة التي تشترك فيها مجالات اقتصادية وتجارية متعددة، وتكفلت بمعالجتها التشريعات الجنائية.

وقد قسمت هذه الجرائم إلى جرائم متعلقة بسلوك الوسيط المالي؛ متمثلة في: جريمة ممارسة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية بدون ترخيص، وقد أولتها التشريعات محل مقارنة أهمية بالرغم من عدم جسامتها، في حين المشرع الجزائري أقر لها الغرامة المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93، فيما أحالها على قانون العقوبات بخصوص العقوبة السالبة للحرية، وبالتالي عدم إعطائه أهمية للجانب العقابي في القانون الخاص بسوق المال. كذلك فعل التصرف في الأوراق المالية للعميل دون تفويض، والذي لم يجرمه المرسوم التشريعي خلافاً للتشريعات المقارنة، واكتفى بتحميل الوسيط المسؤولية المهنية بسبب عدم الالتزام بأخلاقيات المهنة وآدابها. وأيضاً جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية (عرقلة السير المنتظم للسوق)، والتي تعد من أخطر الجرائم المرتكبة من طرف الوسطاء الماليين في السوق، وقد

تبين من خلال دراستها أن المشرع الفرنسي فقط الذي كان صارماً في ردعهم عليها، والملاحظات نفسها تقريباً بالنسبة لجريمة عرقلة مراقبي سلطة ضبط السوق المالي، وإن كانت تبدو أقل خطورة من سابقتها، إلا أن عدم تمكين الوسيط المالي لأعوان الرقابة مما يطلبونه لدليل قاطع على إخفاء الحقيقة التي يبحثون عليها، وهو ما يقتضى تسليط عقوبات شديدة عليه كما فعلت بعض التشريعات المقارنة.

أما الجرائم المتعلقة بتعامل الوسيط المالي مع المعلومات، فتمثلت في: جريمة استغلال المعلومات الداخلية (الجوهريّة) للشركات المصدرة للقيم المنقولة، وهي من الجرائم الخطيرة التي تهدم الثقة في السوق المالي، وقد أقرت لها المادة 60 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم عقوبة نوعاً ما قاسية خلافاً للجرائم السابقة، إلا أنها مخففة بالنظر لما أقرته بعض التشريعات المقارنة. إضافة جريمة تسريب معلومات خاطئة أو مغالطة، وهي من جرائم التلاعب بالأسعار كذلك، غير أن التلاعب فيها يكون بسبب تأثير المعلومة المضللة على المستثمر، وليس بسبب تأثير عمليات التداول المصطنعة أو الوهمية، وأن هذه الجريمة على الدرجة نفسها من الخطورة، مع جنحتي استغلال معلومات داخلية والمضاربة غير المشروعة، لذلك تم تنظيمهم ضمن نص واحد وخصصت لهم العقوبة نفسها، كما فعل المشرع الفرنسي، وبالتالي تصدق على جنحة تسريب معلومات خاطئة الملاحظات السابقة نفسها.

وبعد تسليط الضوء على قواعد بورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري، ولوائحها التنظيمية، التي تحكم نشاط الوساطة، بالموازاة مع التشريعات المقارنة، فإن أهم النتائج المتوصل إليها تتلخص في:

- الوسطاء الماليون هم صناع السوق المالي وأحد أهم أركانها الشكلية.
- هناك اختلاف بين التشريعات محل مقارنة في تسمية الوسطاء الماليين، فمنهم من يصطلح عليهم بشركات السمسرة في الأوراق المالية، فيما يعرفون لدى بعض التشريعات بمقدمي خدمات الاستثمار، إلا أن الغالبية تصطلح عليهم بـ: وسطاء بورصة الأوراق المالية، لكن الأهم أنهم يمارسون الأنشطة ذاتها في كامل بورصات العالم.
- إن الأدوات المالية التي يتعامل عليها الوسطاء في بورصة الأوراق المالية ليست الأدوات التقليدية فقط وإنما تدخل ضمنها منتجات مالية مستحدثة وهي المشتقات المالية، وأن المشرع الجزائري كغيره من التشريعات المقارنة الحديثة لم يأخذ بها.

- كل الأنشطة التي يمارسها الوسيط في بورصة الأوراق المالية تعد أعمالاً تجارية.
- لا يجوز التداول في بورصة الأوراق المالية مباشرة بين المستثمرين، بل يجب أن يكون من خلال الوسطاء الماليين المعتمدين لذلك، وإلا كان التداول باطلاً سواء في التشريع الجزائري، أو التشريعات محل مقارنة.
- الوسيط المالي يضمن تنفيذ الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية التي يبرمها.
- يحظر على وسيط بورصة الأوراق المالية مزاوله أنشطة موازية للوساطة.
- أغلب التشريعات محل مقارنة لم تعط تكييفاً دقيقاً للعلاقة بين الوسيط والعميل، بسبب تعدد العقود التي يبرمها في السوق بالنظر إلى تعدد وتنوع الأنشطة التي يمارسها، وتؤكد أن لوسيط ب.أ.م مركزاً قانونياً مستقلاً وبأحكام خاصة يختلف عن المراكز القانونية المشابهة له، وهذا ما يترجم إخضاعه لنظام قانوني خاص في مختلف التشريعات المقارنة.
- الوساطة في بورصة الأوراق المالية نشاط مقيد بشروط ومؤهلات، أهمها أن يكون الوسيط شركة تجارية ويتحصل على اعتماد من الهيئة المكلفة بتنظيم السوق في التشريعات المقارنة.
- هيمنة الطابع التنظيمي على أغلب معاملات الوسيط في بورصة الأوراق المالية، حيث أن حرية التعاقد مقيدة، فمعظم الحقوق والالتزامات ينص عليها إما قانون السوق أو لوائحه التنظيمية، وتهتم هيئات الرقابة بتنظيمها في عقود نموذجية، وهو ما يعطي هذه العقود طابعاً خاصاً، سواء في التشريع الجزائري أو التشريعات محل مقارنة.
- خلافاً للتشريعات محل مقارنة فإن المشرع الجزائري لم يحدد المدة الزمنية التي يتوجب على لجنة البورصة أن تبدي رأيها خلالها حول طلب الاعتماد المقدم من قبل الوسطاء، لا في المرسوم التشريعي 10/93 ولا في نظام اللجنة رقم 01/15.
- بالرغم أن الأنظمة والتعليمات الجديدة للجنة البورصة في التشريع الجزائري جاءت لتدارك هفوات سابقة، ومع ذلك نجدها لا تخلو منها؛ كعدم إشارة النظام 01/15 إلى مسألة رفض طلب اعتماد الوسيط، والاكتفاء بما ورد في نص المادة 9 من المرسوم التشريعي، كذلك وقوع المادة 13 من النظام رقم 01/15 والمادة 2 من تعليمة اللجنة رقم 03/16، في الخطأ نفسه الذي ورد في نص المادة 13 من النظام السابق رقم 03/96، وهو تكرار الشرط المتعلق بإعادة اكتتاب الوسيط في حصة من شركة البورصة، كما أن هناك خطأ في صياغة الفقرة الثالثة من المادة 93 من النظام 03/97 السالف الذكر.

- عدد الوسطاء الماليين المعتمدين في بورصة الجزائر جد محدود (09)، مع سيطرة البنوك العمومية فيها على هذا النشاط، مما يدل على ضعف نشاطهم ونشاط البورصة ذاتها.
- بغض النظر عن تعدد الأنشطة التي يزاولها الوسيط المالي في بورصة الأوراق المالية، وما له من أدوار هامة في أداء تلك الأنشطة، إلا أن أهميته القصوى تكمن في الدور المحوري الذي يؤديه من خلال تسويقه للأدوات المالية المقيدة في السوق، كنشاط رئيسي بهدف توفير السيولة المالية للمشاريع الاقتصادية.
- عدم توفير بورصة الأوراق المالية الجزائرية لخدمات التداول عبر شبكة الإنترنت، كما هو معمول به في التشريعات المقارنة، مما يحتم على العملاء الاتصال المباشر بالوسطاء للتداول، وأن هذا الأخير كذلك ملزم بالحضور للسوق فلا يمكنه التداول من مكتبه.
- المشرع الجزائري لم يعط أهمية للوسطاء في عمليات البورصة من غير البنوك، للمساهمة في مكافحة جرائم تبييض الأموال وتمويل الإرهاب، بالنظر لعدم سن قواعد قانونية تلزمهم بالبحث عن مثل هذه الجرائم، بالرغم أن معظم المتعاملين على الأوراق المالية في البورصة ينفذون إلى السوق عبر شركات الوساطة، ما يجعلها تحتل مكانة حساسة يمكن استغلالها للمساهمة بفعالية في الحد من جرائم تبييض الأموال، وإن كان ذلك يحتاج إلى تكوين كما هو معمول به في التشريعات المقارنة.
- مقابل الحقوق التي يتمتع بها و.ب.أ.م فإن عليه التزامات متعددة ومتنوعة، بين التزامات تجاه إدارة السوق، إلتزامات تجاه سلطة ضبط السوق والتزامات عقدية تجاه العملاء.
- لجوء المشرع الجزائري ضمن أحكام المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم إلى الإحالة على قانون العقوبات، بخصوص بعض الجرائم التي يرتكبها الوسطاء الماليون، بالرغم أن جرائم الأسواق المالية ذات طابع خاص وأخطر من الجرائم العامة، قد تتعدى مضارها طرفي العلاقة العقدية (وسيط، زبون) إلى السوق بكامله، كما قد تهدم اقتصاد الدولة ككل، ومن تلك الإحالات المعاقبة على إنشاء السر المهني وفقاً لقانون العقوبات طبقاً لنص المادة 12 من المرسوم التشريعي 10/93، وكذلك الإحالة المنصوص عليها في المادة 58 بخصوص الاعتداء على الحق الامتيازي للوسيط المالي، وهذا خلافا لما أخذت به التشريعات محل مقارنة.
- عدم مسايرة أحكام المادة 119 من النظام العام لبورصة القيم المنقولة التي تنص على حق الوسيط في الغطاء المالي ومخالفتها لما يتم العمل به حالياً على مستوى بورصة الأوراق المالية، حيث لم يعد الوسيط المالي يستلم الأوراق المالية المراد بيعها أو ثمن الأوراق المراد

شراءها، بعد إلغاء الطابع المادي للأوراق المالية، وكذلك الحال بالنسبة لنص المادة 121 من النظام نفسه والتي تنص على حق الوسيط المالي في التنفيذ داخل البورصة.

- إن للوسيط في بورصة الأوراق المالية مسؤولية جد واسعة حيث يمكن أن تكون تأديبية فقط، متى أخل بقواعد وآداب المهنة، وقد تقترن بالمسؤولية المدنية بشقيها، وإن كانت مسؤوليته هي عقدية بالدرجة الأولى تجد أساسها في عقد الوساطة المبرم بين الوسيط والعميل، كما يمكن أن تكون جزائية وتأديبية في ذات الوقت، وهذا ما يدل على أهمية وخطورة الدور المسند إليه.

- قصور في القواعد المتعلقة بمباشرة التحقيق التأديبي في مخالفات الوسطاء الماليين، إذ أنه باستثناء التشريع الفرنسي فقط من بين التشريعات محل مقارنة، الذي حدد الإجراءات المتبعة من قبل هيئات الأسواق المالية، ابتداءً من تقديم طلب فتح تحقيق والآجال المحددة له، وماهي الجهة المخول لها ذلك وغيرها من الإجراءات، إلى غاية إصدار العقوبة الإدارية من قبل لجنة العقوبات.

- هناك تراخ في أحكام المرسوم التشريعي رقم 10/93 كما هو الحال بالنسبة لبعض التشريعات محل مقارنة، في ردع الوسطاء الماليين عند ارتكابهم لجرائم البورصة، وخاصة تلك الواردة في نص المادة 60، نظراً لخطورتها، مع ترك السلطة التقديرية للقاضي في تقدير قيمة الغرامة المالية، واختيار أي العقوبتين الأنسب بين الحبس والغرامة المالية، خلافاً لما عمل به المشرع الفرنسي.

في نهاية هذه الدراسة وبالنظر إلى النتائج المتوصل إليها، يمكن القول أن هناك أحكاماً وضوابط ضمنت انطلاقة لنشاط الوساطة في بورصة القيم المنقولة، وإن كانت محتشمة بسبب ضعف التأطير الناتج عن النقائص والهفوات المتعددة في القواعد المنظمة، بالنظر إلى التشريعات محل مقارنة، وبالتالي عدم كفاية هذه القواعد لتحقيق الأهداف المبتغاة من ورائها، باعتبارها ضمانات أساسية لاستقرار السوق، وبالتالي جلب المدخرين، وضمان الحماية لهم وللشركات المدرجة والسوق بصفة عامة، من الممارسات غير المشروعة لوسيط.ب.أ.م، كما تضمن حقوق هذا الأخير في مواجهة العملاء من المدخرين والشركات المصدرة، وتحميه من تعسف إدارة البورصة وسلطة ضبطها.

وفي سبيل ضمان التأطير الجيد لهذا النشاط الحساس في بورصة الأوراق المالية، نختم هذه الدراسة بجملة من الاقتراحات، من شأنها المساهمة في تحقيق الفعالية المرجوة من هذه القواعد القانونية والتنظيمية؛ وهي:

- لمسايرة التطورات التي تعرفها التشريعات البورصية المقارنة، يستحسن تحديد المدة الزمنية التي يتوجب على لجنة البورصة أن تبدي رأيها خلالها حول طلب الاعتماد المقدم من قبل الوسطاء وعدم وتركها مفتوحة، كحق من حقوق الوسيط المالي، فلا يعقل أن يبقى مقدم الطلب ينتظر مدة زمنية أطول، دون النظر في الطلب بالقبول أو الرفض، مما قد يفوت عليه فرص للاستثمار في أي مجال آخر.

- يستحسن تدارك هفوات النظام 01/15، كمسألة عدم الإشارة إلى رفض طلب اعتماد الوسيط المالي، وتعويض عبارة "...بعد اكتتاب أو اكتساب الوسيط لحصّة في رأس مال شركة تسيير البورصة" الواردة في المادة 2/13 من النظام نفسه، والمادة 2 من تعليمة اللجنة رقم 03/16، بعبارة "بعد تقديم ما يبرر الاكتتاب...".

- كذلك ضرورة إعادة صياغة الفقرة الثالثة من المادة 93 من النظام 03/97 لتدارك السهو الوارد فيها: "...أو السعر الأقصى الذي يقبل بموجبه التنازل عن السندات"، حيث يفترض أن تكون بالصياغة التالية: "...أو السعر الأدنى...".

- من المستحسن أن يحدد المشرع الجزائر حدود التشريعات المقارنة، ويدرج التداول على الشبكة ضمن النظام القانوني للبورصة، نظراً لما له من مزايا، كقدرته على جلب أعداد هائلة من المستثمرين نظراً لسهولة.

- ضرورة استدراك التأخر التشريعي والتنظيمي لبورصة القيم المنقولة، في مجال مكافحة جرائم تبييض الأموال، بالنظر للقدرة الفائقة للسوق في استقطاب تلك الأموال القدر، وعدم الاكتفاء بالقانون 01/05 المتعلق بالوقاية من تبييض الأموال وتمويل الإرهاب ومكافحتهما، وهذا اقتداءً بالتشريعات المقارنة التي سنت قواعد خاصة تلزم الشركات المتخصصة في الوساطة المالية بذلك بالإضافة إلى وضع نظام خاص لتكوينهم على ذلك.

- من الأفضل للمشرع الجزائري الاقتداء بتشريعات الأسواق المالية المقارنة حديثة النشأة، والتدخل في تحديد نسبة عمولة و.ع.ب.أ.م من خلال وضع حدين للعمولة، حد أعلى وحد أدنى وهذا كمرحلة أولية حتى يصبح السوق جاهزاً لتحرير العملات، كما فعل المشرع الفرنسي

في بداية نشاط أسواقه المالية بغرض جلب العملاء، ومن جهة أخرى ضمان استمرارية شركات الوساطة الحديثة.

- من الواجب على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تعديل نصي المادتين 119 و 121 من النظام العام لبورصة الأوراق المالية رقم 03/97 لمواكبة التعديلات الجديدة التي جاء بها القانون 04/03 المعدل للمرسوم التشريعي رقم 10/93 والمتعلقة بالمؤتمن المركزي على السندات وما تبع ذلك من تطورات عملية على مستوى البورصة.

- ضرورة إسراع المشرع الجزائري في وضع قواعد لضبط ومباشرة التحقيق التأديبي من قبل الغرفة التأديبية، في مخالفات الوسطاء الماليين، لإعطاء السوق مصداقية أكثر.

- ضرورة تعديل المرسوم التشريعي 10/93 وإدراج كل جرائم السوق والعقوبات المقررة لها بدل الإحالة على قانون العقوبات.

- من الأفضل تشديد العقوبات الواردة في نص المادة 60 من المرسوم التشريعي 10/93 المعدل والمتمم، والمخصصة لردع الوسطاء الماليين على الجرائم المبينة في النص، نظراً لخطورتها، كما هو معمول به في التشريع الفرنسي، وعدم ترك الحرية للقاضي في تقدير الجزاء لعدم وجود قضاء متخصص في بلادنا.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع:

أولاً: باللغة العربية:

أ- القرآن الكريم:

- سورة الصافات الآية 141.

- سورة المزمل الآية 20.

ب- القواميس اللغوية:

1- أبوبكر الرازي، إيضاح مختار الصحاح، الطبعة الأولى، دار البشائر للطباعة والنشر، دمشق، 1997.

2- الحافظ أبي عبد الله محمد بن يزيد القزويني، سنن بن ماجه، المجلد الثاني، د. ط، كتاب التجارات، باب التقى في التجارة، دار إحياء التراث العربي، د. ت.

3- المعجم الوسيط، لمجمع اللغة العربية- جمهورية مصر، الطبعة الرابعة، مكتبة الشروق الدولية، 2005.

4- المنجد في اللغة والآداب والعلوم، دار المشرق، بيروت، ط 30، 1988.

5- مجد الدين محمد بن يعقوب الفيروز آبادي، القاموس المحيط، منشورات محمد علي بيضون- دار الكتب العلمية، بيروت لبنان، د. ت.

6- محمد بن مكرم بن منظور، لسان العرب، المجلد الثالث، الطبعة الأولى، دار صادر، بيروت، 1997.

7- محمد مرتضى الحسيني الزبيدي، تاج العروس من جواهر القاموس، المطبعة الخيرية بالجمالية، القاهرة، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، د. ت.

ت - الكتب:

❖ الكتب العامة:

1- أحمد محرز، القانون التجاري الجزائري (العقود التجارية)، الجزء الرابع، 1981.

2- إبراهيم سيد أحمد، العقود والشركات التجارية فقها وقضاء، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999.

- 3- إدريس العلوي العبدلاوي، شرح القانون المدني- النظرية العامة للالتزام (الإرادة المنفردة، الإثراء بلا سبب، المسؤولية التقصيرية، القانون)، الجزء الثاني، د ط، بدون دار نشر، 2000.
- 4- رضوان فايز نعيم، العقود التجارية وعمليات البنوك، ط ، 1دار النهضة العربية، مصر، 2001.
- 5- زهية حورية سي يوسف، الواضح في عقد البيع(دراسة مقارنة)، دار هومة،الجزائر، د ت.
- 6- سليمان بن صالح الخراشي، العولمة، الطبعة الأولى، دار بلنسية، الرياض، 1420هـ.
- 7- سليمان علي حمادي الحلبوسي، المسؤولية المدنية الناشئة عن إفشاء السر المهني- دراسة قانونية، منشورات الحلبي، الطبعة الأولى، 2012.
- 8- سليمان مرقس، الوافي في شرح القانون المدني، م1 الفعل الضار، تنقيح حبيب إبراهيم الخليلي، ط 5، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1992.
- 9- سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الطبعة الخامسة، دار النهضة العربية، 2011.
- 10- سميحة القليوبي، شرح العقود التجارية، دار النهضة العربية، 1992.
- 11- سمير عبد السيد تناغو، مصادر اللاتزام (العقد- الإرادة المنفردة- العمل غير المشروع- الإثراء بلا سبب- القانون- الحكم القرار الإداري)، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2009.
- 12- سمير عبد السيد تناقو، عقد البيع، منشأة المعارف، الإسكندرية، د ط، 1973.
- 13- عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني الجديد - نظرية الالتزام بوجه عام (الأوصاف- الحوالة - الانقضاء)، الجزء الثالث، د ط، دار إحياء التراث العربي، بيروت- لبنان، د ت.
- 14- عبد الحميد الشواربي ، القانون التجاري- العقود التجارية في ضوء الفقه والقضاء، د ط، منشأة المعارف، الإسكندرية، د ت.
- 15- عبد الرزاق دريال ، الوجيز في النظرية العامة للالتزامات- مصادر الالتزام، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2004.
- 16- عبد الرزاق أحمد السنهوري ، الوسيط في شرح القانون المدني- مصادر الالتزام (العقد، العمل غير المشروع، الإثراء بلا سبب، القانون)، الجزء الأول، دار إحياء التراث العربي، لبنان، د ت.

- 17- عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني الجديد، نظرية الالتزام بوجه عام (الإثبات- آثار الالتزام)، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، 1968.
- 18- عبد القادر العرعاري، مصادر الالتزامات- الكتاب الثاني المسؤولية المدنية، مكتبة دار الأمان، الرباط، الطبعة الثالثة، 2011.
- 19- عبد الكريم بكار، العولمة، الطبعة الثالثة، دار الأعلام، الأردن، 2013.
- 20- عبد المجيد الحكيم وآخرون، القانون المدني وأحكام الالتزام، الجزء الثاني، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، العراق، 1980.
- 21- عبد المجيد الحكيم وآخرون، نظرية الالتزام في القانون المدني العراقي، مصادر الالتزام، الجزء الأول، د ط، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، 1980.
- 22- عزيز العكيلي، القانون التجاري، مكتبة دار الثقافة، عمان، 1997.
- 23- علي جمال الدين عوض، العقود التجارية، د. ط، دار النهضة العربية، القاهرة، د ت.
- 24- علي البارودي، العقود وعمليات البنوك التجارية وفقاً لأحكام قانون التجارة رقم 17 لسنة 1999، دار المطبوعات الجامعية، 2001.
- 25- علي علي سليمان، النظرية العامة للالتزام، (مصادر الالتزام في القانون المدني الجزائري)، الطبعة الخامسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 26- عمار عمورة، العقود والمحل التجاري في القانون الجزائري، د ط، دار الخلدونية، د ت.
- 27- عمار عمورة، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، دار المعرفة، الجزائر، 2009.
- 28- فضل الله محمد سلطح، العولمة السياسية، إنعكاساتها- وكيفية التعامل معها، مكتبة بستان المعرفة، الطبعة الأولى، الإسكندرية، د. ت.
- 29- محمد بن حسين الشامي، نظرية المسؤولية المدنية في القانون المدني اليمني والمصري والفقہ والإسلامي (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، مكتبة الجيل الجديد، صنعاء، 1994.
- 30- محمد صبري السعدي، الواضح في شرح القانون المدني (عقد البيع والمقايضة- دراسة مقارنة في القوانين العربية)، د ط، دار الهدى، الجزائر، 2012.
- 31- محمد صبري السعدي، الواضح في شرح القانون المدني الجزائري- التأمينات العينية (الرهن الرسمي وحق الاختصاص والرهن الحيازي وحقوق الامتياز)، دار الهدى عين ميليلة، 2010.

32- محمد صبري السعدي، الواضح في شرح القانون المدني، انظرية العامة للالتزام- أحكام الالتزام (دراسة مقارنة في القوانين العربية)، د ط، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، 2010.

33- محمود سمير الشرقاوي، القانون التجاري، ج 2، دار النهضة العربية، القاهرة، 1981

34- محمد لبيب شنب، الوجيز في مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، د ت.

35- مصطفى كمال طه، العقود التجارية، د ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005.

36- منصور أمجد محمد، النظرية العامة للالتزامات، مصادر الالتزام، الدار العلمية ودار الثقافة، عمان، 2001.

37- هاني دويدار، القانون التجاري (التنظيم القانوني للتجارة- الملكية التجارية والصناعية- الشركات التجارية)، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2008.

38- هاني دويدار، القانون التجاري (العقود التجارية، العمليات المصرفية، الأوراق التجارية، الإفلاس)، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، 2008.

❖ الكتب المتخصصة:

39- إبراهيم جاسم فاروق، الأطر القانونية لأسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2016.

40- أبو النصر عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006.

41- أحمد الباز، الالتزام بالشفافية والافصاح عن المعلومات في بورصة الاوراق المالية- دراسة مقارنة، د.ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2014.

42- أحمد بن محمد الخليل، جرائم البورصة النظامية وأحكامها الفقهية، مجلة جامعة الإمام، الرياض، العدد التاسع، 2009.

43- أحمد على السالوس، الاقتصاد الإسلامي (القضايا الفقهية المعاصرة)، دار الثقافة، الدوحة، قطر - مؤسسة الريان للنشر والتوزيع، بيروت لبنان، 1998.

44- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.

- 45- أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية - أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس، 2007.
- 46- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004.
- 47- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، د. ط، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
- 48- أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة (التحليل الأساسي)، الطبعة الأولى، دار السحاب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
- 49- إسماعيل علي محمد عثمان، النظام القانوني لتداول أسهم شركات المساهمة في البورصة، د. ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2016.
- 50- أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، د. ت.
- 51- أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في البورصة- صناديق الاستثمار - أسواق رأس المال (الخطوات العلمية والثغرات القانونية)، الطبعة الأولى، دار إتراك للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2008.
- 52- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010.
- 53- تامر محمد صالح،_الحماية الجنائية لسوق الأوراق المالية- دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجامعي، لبنان، 2015.
- 54- جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات والإستراتيجيات)، الطبعة الأولى، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزء الثاني، 2011.
- 55- حريزي رابح، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، د. ط، دار بلقيس، الجزائر، د. ت.
- 56- خالد أحمد سيف شعراوي، الإطار القانوني لعمليات التداول في البورصة، د. ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2015.
- 57- خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج 2، د. ط، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.

- 58- ديما وليد حنا الربضي، الأسواق المالية (تركيبتها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية)، الطبعة الأولى، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، 2015.
- 59- ريان هاشم حمدون، التنظيم القانوني للتداول الإلكتروني للأوراق المالية، د، ط، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013.
- 60- ريزان حسن مولود، النظام القانوني لشركة الوساطة في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2015.
- 61- ريمة بلجودي، النظام القانوني لتداول الأوراق المالية بالبورصة، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2016.
- 62- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 65.
- 63- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 64- سيف إبراهيم المصاورة، تداول الأوراق المالية - الحماية الجنائية- دراسة مقارنة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 65- شعبان محمد إسلام البراوري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، الطبعة الأولى، دار الفكر بدمشق، 2002.
- 66- شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، دار هومة، 2005، ص 21.
- 67- علي أحمد طاحون نصر، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، دار النهضة العربية، القاهرة، 2003.
- 68- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، د ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 69- طارق عفيفي، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقا للنظام السعودي، الطبعة الأولى، دار الوليد للنشر والتوزيع/المصدر القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2015.
- 70- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، النظام القانوني للسمسة في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995،

- 71- عاطف وليم أندروس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، د ط، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 72- عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 73- عباس مرزوق العبيدي، الاكتتاب في رأس مال الشركة المساهمة (دراسة مقارنة)، د ط، دار الثقافة للنشر والتوزيع، العراق، 1999.
- 74- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية- دراسة قانونية مقارنة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت- لبنان، 2009.
- 75- عبد الجواد محمد عوض، الشديفات على إبراهيم، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، 2006.
- 76- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم - سندات - وثائق الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 77- عبد القادر أحمد محمد الصباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة: دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي، المركز العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2018.
- 78- عبد الله الطائي، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، منشورات زين الحقوقية، بيروت ، لبنان، 2115.
- 79- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، سوريا، 2008.
- 80- عصام أحمد البهجي، الطبعة القانونية والإجرائية لإصدار وقيد الأوراق المالية في البورصة، د. ط، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2014.
- 81- عصام حسن، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 82- عصام حنفي محمود موسى، شركة الإيداع والقيد المركزي للأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2008.
- 83- عصران جلال عصران، الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2012.

- 84- عمر ناطق يحيى الحمداني، الآليات القانونية لعمل سوق الأوراق المالية عبر شركات الوساطة (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، مصر، 2011.
- 85- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008.
- 86- مازن محمد رضا موسى المرسي، الحماية الجنائية للمتعاملين في بورصة الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، الطبعة الأولى، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، 2017.
- 87- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في سوق الأوراق المالية المعاصرة، ج 1، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005.
- 88- محمد أحمد حلمي الطوابي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 89- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 90- محمد حسن عبد المجيد الحداد، السمسرة في سوق الأوراق المالية بين القانون المصري والقوانين العربية، د. ط، دار الكتب القانونية- دار شتات للنشر والبرمجيات، مصر- الإمارات، 2012.
- 91- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في البورصة مدخل اتخاذ القرارات، د. ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 92- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- 93- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، د ط، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005.
- 94- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، د . ط، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 95- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات - ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، دار النفائس للنشر والتوزيع، 2009.
- 96- محمد عثمان شبير، المعاملات الإسلامية المعاصرة في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، دار النفائس، الأردن، 1998.

- 97- محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية-دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، الأزراطية، مصر، 2007.
- 98- محمد مطر، تيم فائز، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- 99- محمد يوسف ياسين، البورصة، ط 1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004.
- 100- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية (موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها)، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، د.ت.
- 101- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق- بورصات)، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- 102- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية- البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال (أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)، الجزء الأول، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2008.
- 103- مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009.
- 104- مظهر فرغلي علي محمد، الحماية الجنائية للثقة في سوق رأس المال (جرائم البورصة)، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية القاهرة، 2002.
- 105- منير إبراهيم هنيدي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- 106- منير بوريشة، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2007.
- 107- موفق خالد إبراهيم، الجوانب القانونية للمتاجرة بالهامش في الأسواق المالية-دراسة مقارنة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، 2014.
- 108- محمد مؤمن طاهر شوقي، عقد بيع الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة، العربية، القاهرة، د ط، 2007
- 109- نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، د. ط، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012.

- 110- نسرین عبد الحمید نبیہ، البورصة ومدى تأثر التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2012.
- 111- هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2005.
- 112- هاشم فوزي دباس العابدي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 113- وليد محمد كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية، دراسة مقارنة، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012.

ث - المذكرات والأطروحات:

❖ المذكرات:

- 1- أحمد بن عبد الله بن صالح الخميس، أحكام المنازعات بين الوسيط والمستثمر في تداول الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، المعهد العالي للقضاء، قسم فقه القانون، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1429 هـ.
- 2- أحمد بن مدني، الوساطة في المعاملات المالية- السمسرة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الإدارية، فرع العقود والمسؤولية، بن عكنون- الجزائر، 2002 .
- 3- أسماء موسى أسعد أبو سرور، ركن الخطأ في المسؤولية التقصيرية، دراسة مقارنة بين القانون المدني المصري والقانون المدني الأردني، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، قسم القانون الخاص، جامعة النجاح، نابلس، فلسطين، 2006.
- 4- أمينة بوغنبوز، أثر المعلومة المالية في السوق المالي مع دراسة حالة: بورصة القيم المنقولة للجزائر، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر- يوسف بن خدة، 2008.
- 5- الياس الأزهر بن دحان، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي (دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2013.

- 6- بدر سعد المطيري، الآثار المتوقعة لتطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على استقرار السوق المالي في دولة الكويت، مذكرة ماجستير، كلية الأعمال، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2011.
- 7- بشار الشعراني، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للأوراق المالية)، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، سوريا، 2015.
- 8- حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، قسم الاقتصاد، جامعة الأزهر - غزة، فلسطين، 2010.
- 9- حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم (دراسة تطبيقية على عينة من أسواق المال العربية: الأردن، السعودية وفلسطين)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015.
- 10- خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2006.
- 11- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة- دراسة حالة تونس، الجزائر والمغرب، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع الإدارة والمالية، جامعة منتوري - قسنطينة، 2011.
- 12- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات- دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2007.
- 13- سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري- دراسة حالة بنك (BNP PARIBAS)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص علوم التسيير، جامعة متوري- قسنطينة، 2007.
- 14- سيرسة ممدوح سسروقة عمر، الآثار القانونية للوساطة المالية، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون الخاص، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2014.

- 15- صابرينة بيطار، التعويض في نطاق المسؤولية المدنية في القانون الجزائري، مذكرة ماجستير، فرع القانون الخاص الأساسي، كلية الحقوق والعلوم الساسية، جامعة أحمد درارية- أدرار، 2015.
- 16- صوفية نبيلة تكارلي، السوق المالي وبورصة الجزائر، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، د. سنة نشر.
- 17- طلال مزيد العرادة، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مذكرة ماجستير، كلية الأعمال، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2014.
- 18- عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال
- 19- التجربة الماليزية أنموذجا، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2015.
- 20- عبد اللطيف طيبي، التطبيقات المتميزة لتقنيات التمويل والاستثمار في العمل المصرفي الإسلامي من منظور العائد والمخاطرة(نموذج بنك البركة الجزائري)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2009.
- 21- عز الدين عيساوي، السلطة القمعية للهيئات الإدارية المستقلة في المجال الاقتصادي والمالي، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الساسية، تخصص قانون الأعمال، جامعة ملود معمري- تزي وزو، 2005.
- 22- عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري- قسنطينة، 2012.
- 23- عائشة بوخلخال، بورصة الجزائر بين النظري والتطبيق، مذكرة ماجستير، معهد الحقوق والعلوم الإدارية، فرع قانون الأعمال، بن عكنون، جامعة الجزائر، 2002.

- 24- عادل سلماني، دراسة العلاقة بين العئد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي- دراسة حالة ماليزيا، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2014.
- 25- غنية هـدال، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2002.
- 26- فتحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر- واقع وآفاق، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2003.
- 27- فيروز قالية، الحماية القانونية للعامل من الأخطار المهنية، مذكرة ماجستير، فرع قانون المسؤولية المهنية، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة تيزي وزو، 2012.
- 28- قصي علي الضمور، المسؤولية الجزائية عن الأعمال غير المشروعة للوسيط المالي، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون العام، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2009.
- 29- قوراري مجدوب، سلطات الضبط في المجال الاقتصادي (لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وسلطة الضبط للبريد والمواصلات أنموذجين)، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، تخصص القانون العام، جامعة أبو بكر بلقايد- تلمسان، 2010.
- 30- كريمة بن شعلال، السلطة القمعية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تخصص القانون العام للأعمال، جامعة عبد الرحمان ميرة- بجاية، 2012.
- 31- كمال كامل عبد الجواد الشافعي، الإطار التنظيمي لشركات الوساطة في فلسطين (دراسة مقارنة)، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والإدارة العامة، تخصص قانون، جامعة بيرزيت، فلسطين، 2008.
- 32- محمد بن رزيق، النظام القانوني لأمر البورصة في القانون الجزائري، مذكرة ماجستير، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر1، 2014.

- 33- محمد نجيب أبو عمرو غربة ، تقييم تجربة بالتل للإدراج المزدوج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، فرع إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية - غزة - فلسطين، 2008.
- 34- محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية)، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس بسطيف، 2013.
- 35- محمود محمد الحسن، أثر استخدام المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر السوقية للأسهم- دراسة تطبيقية على الأسهم الأوروبية، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، 2014.
- 36- محمود محمد الحسن، أثر المشتقات المالية للتحوط ضد المخاطر السوقية للأسهم (دراسة تطبيقية على الاسهم الأوروبية)، مذكرة ماجستير، كلية الاقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، سورية، 2014.
- 37- منير عوادي، دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مجمع صيدال الفترة (2010 إلى 2013)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015.
- 38- مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال - دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009 - 2014، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015.
- 39- مبارك عاهد، التعامل بالمعلومات غير المعلنة للشركة المساهمة- دراسة مقارنة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون الخاص، جامعة الشرق الأوسط، 2012.
- 40- نبيل خليل طه السمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق- دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

- 41- نعيمة العربي، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة بن يوسف بن خدة- الجزائر، 2009.
- 42- نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية" معالم الواقع وآفاق آفاق المستقبل" - دراسة تجربة السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، 2012.
- 43- ندير شني، النظام القانوني لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة سطيف2، 2017.
- 44- نبيل يوسف السمحان، مسؤولية المطلع الجزائية عن المعلومات الداخلية في أسواق المال- دراسة مقارنة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، قسم القانون العام، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2014.
- 45- همام القوصي، الممارسات غير القانونية في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، تخصص القانون التجاري، جامعة حلب، 2011.
- 46- وليد مروان عليان، أثر استخدام المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، مذكرة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2009.
- 47- وداد بن بعبيش ، تداول الأسهم والتصرف فيها في شركات الأموال، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تخصص قانون، جامعة ملود معمري- تيزي وزو، 2017.
- 48- ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضير، المتاجرة بالهامش في سوق الأوراق المالية (دراسة فقهية)، مذكرة ماجستير، كلية الشريعة، قسم الفقه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1429هـ.

❖ الأطروحات:

- 1- اهداء باسم داود الخفاجي، عقد التوريق المصرفي (دراسة مقارنة)، أطروحة دكتوراه، كلية القانون، فرع القانون الخاص، جامعة كربلاء، العراق، 2015.

- 2- أحمد مدني، أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية- حالة الأسواق الناشئة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2014.
- 3- بهية هوادف، إنعكاسات انظام الجزائر إلى النظام الاقتصادي الجديد على الاستثمار في القيم المنقولة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق سعيد حمدين، فرع القانون الخاص، جامعة الجزائر بن يوسف بن خدة، 2015.
- 4- بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، 2013.
- 5- خدومة الوردني، دور المبتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة الحاج لخضر - باتنة، 2015.
- 6- خولة مناصرية، أثر السياسات المالية على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة حالة الأردن خلال الفترة 1990 - 2014)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2016.
- 7- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 8- رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والمتكاملة في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2015.
- 9- زينة أيت وازو، مسؤولية البنك المركزي في مواجهة الأخطار المصرفية في ظل القانون الجزائري، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تخصص قانون، جامعة ملود معمري- تيزي وزو، 2012.

- 10- سميرة بوفامة، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة- دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، قسم القانون الخاص، تخصص قانون الأعمال، جامعة الإخوة منتوري- قسنطينة، 2017.
- 11- سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري- قسنطينة، 2010.
- 12- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية - دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر - بسكرة ، 2015.
- 13- سويلم بن عبد الله حمد السويلم، جرائم الوسطاء الماليين وعقوباتها في السوق المالية السعودي (دراسة تأصيلية مقارنة)، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا قسم العدالة الجنائية، جامعة نايف للعلوم الأمنية، الرياض، 2013.
- 14- سناء نزار، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2001- 2015)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة بسكرة، 2015.
- 15- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، 2014.
- 16- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2012.
- 17- عبد الرحمان بن صالح الأطرم، الوساطة التجارية في المعاملات المالية، أطروحة دكتوراه، كلية الشريعة، قسم الفقه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، 1408هـ.

- 18- عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار (دراسة تجارب دولية)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2016.
- 19- فهد محمد النفيعي، الحماية الجنائية للسوق المالية السعودي- دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، قسم العدالة الجنائية، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، 2006.
- 20- فاتح أيت مولود، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري- تيزي وزو، 2012.
- 21- فتيحة بن عزوز، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، تخصص قانون خاص، جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان، 2016.
- 22- كريمة تدريست، دور البنوك في مكافحة تبييض الأموال، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، قسم القانون، جامعة ملود معمري- تيزي وزو، 2014.
- 23- ملود حاتم، النظام القانوني لقعد تسيير محفظة القيم المنقولة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، قانون خاص، جامعة ملود معمري- تيزي وزو، 2019.
- 24- نصيرة تواتي، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائرية- دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة ملود معمري، تيزي وزو، 2013.
- 25- نواره حمليل، النظام القانون للسوق المالية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة ملود معمري - تيزي وزو، 2014.
- 26- نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، 2015.

ج- المقالات والمدخلات:

- 1- أمين أحمد عبد الله قاسم النهاري وآخرون، الوساطة المالية المصرفية الإسلامية، مجلة جامعة المدينة العالمية (مجمع)، ماليزيا، العدد السابع عشر، جويلية 2016.

- 2- إبراهيم اسماعيل إبراهيم، أحمد خودير عباس، المؤتمر المركزي على السندات (دراسة في القانون العراقي)، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة بابل، العراق، العدد الأول، 2016.
- 3- إبراهيم أونور، إدارة المخاطر في الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 105، جويلية 2011.
- 4- أحمد بصري إبراهيم، محمد حسن علي علوش، التدابير الوقائية من جرائم البورصات في الاقتصاد الوضعي والفقہ الإسلامي - دراسة مقارنة، مجلة التجديد، الجامعة الإسلامية - اليزيا، م المجلد السابع عشر، العدد 33، 2013.
- 5- إبتسام صولي، الرقابة القضائية على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، العدد الحادي عشر، 2018.
- 6- أسماء طهراوي، خالد خديجة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الصناعة المالية الإسلامية، *revue de Managment des Entreprises et du Capital Social (les cahiers du MECAS)*، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان، العدد 11، لسنة 2015.
- 7- أحسن غربي، نسبية الاستقلالية الوظيفية للسلطات الإدارية المستقلة، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، جامعة 20 أوت - سكيكدة، العدد 11، 2015.
- 8- إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية (دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الدراسات التجارية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، المجلد 17، العدد 2 لسنة 2016.
- 9- باسم علوان طعمة، الإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية - دراسة مقارنة في الأبعاد الفلسفية للالتزام، مجلة رسالة الحقوق، كلية القانون، جامعة كربلاء، مجلد 5، العدد الأول، 2013.
- 10- جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى - بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، المجلد 14، العدد 38، 2016.

- 11- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة قضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس 2004.
- 12- حسين رحمن دزه يى أوزدن، رؤوف رشيد ره نج، الحماية الجنائية من المضاربة غير المشروعة في سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة، مجلة جامعة تكريت للحقوق، العراق، المجلد الرابع، الجزء الثاني، العدد الأول، 2019.
- 13- حسينة شرون، حورية مريان، جريمة استغلال معلومات امتيازية من طرف الوسطاء في البورصة، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11 ن 2018.
- 14- حسين عاشور العتابي، هناء مولى جعفر، التخطيط الأمثل للمحافظ الاستثمارية لتنمية السيولة المصرفية (بحث تطبيقي لعينة من المصارف التجارية العراقية الخاصة)، مجلة كلية التراث الجامعة، العراق، العدد 20، د.ت.
- 15- حاكم محسن الربيعي وآخرون، أثر المخاطرة القطرية في عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية المثلى (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية) ، المجلة العراقية للعلوم والإدارة، كلية الاقتصاد، جامعة كربلاء، المجلد 13، عدد 52، د.ت.
- 16- دنا حمه عبد القادر، مسؤولية الوسيط المالي عن تصرفات المندوب في سوق الاوراق المالية - دراسة مقارنة، مجلة زانكوى سليمانى، قسم العلوم الإنسانية، جامعة السليمانية - العراق، العدد 34، آذار 2012.
- 17- ذكرى حسين، بشار هاشم، التزامات الحافظ الأمين الناشئة عن مزاوله أعماله في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسة، كلية القانون، جامعة بابل، العدد الثالث، 2018.
- 18- رتاب سالم فرحان الخوري وآخرون، سياسات الترخيص لمؤسسات الوساطة المالية في سوق الدوحة للأوراق المالية، دراسة مقدمة إلى هيئة قطر للأوراق المالية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة قطر، أبريل 2008.
- 19- رشا محمد تيسير حطاب، عقد التداول في البورصة- دراسة قانونية مقارنة، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، الجامعة الأردنية، المجلد 36، العدد 1، 2009.
- 20- رفيق يونس المصري، المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والمعارضين، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المجلد 20، العدد الأول، 2007، ص 67.

- 21- رنا إبراهيم سليمان العطور، المسؤولية الجزائية للشخص المعنوي، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 22، العدد الثاني، 2006.
- 22- رولا نائل سلامة، رشا حطاب، الماهية القانونية لعقد إدارة الاستثمار في سوق عمان المالي، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، المجلد 41، العدد 2، 2014.
- 23- ريم خيدر، سلطة ضبط سوق القيم المنقولة في القانون الجزائري، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2016.
- 24- سعيد بوهراوة، التلاعب في الأسواق المالية- عرض تحليلي نقدي، مداخلة مقدمة في الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي من طرف رابطة العالم الإسلامي، وتم انعقادها بمكة المكرمة في الفترة من 25 إلى 29 ديسمبر 2010.
- 25- سميرة بوفامة، أي ضمانات لحقوق الدفاع والمبادئ الدستورية في مواجهة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة الإخوة منتوري، قسنطينة، المجلد أ، العدد رقم 48، ديسمبر 2017.
- 26- سميرة عبد الله مصطفى، الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية العراقي (دراسة مقارنة)، مجلة كلية القانون للعلوم القانونية والسياسية، جامعة كربلاء، دون تاريخ، دون عدد.
- 27- سليمة نشنش، شروط ومهام الوسطاء الماليين في البورصة وإطارها القانوني في الجزائر، مجلة المدرسة العليا للإدارة *Revue des Reformes Economiques et Intégration en Economie (mondiale, ESC)*، العدد 7، 2009.
- 28- شافية جلاب، الركن المعنوي في جرائم البورصة، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المركز الجامعي، تامنغست، المجلد 08، العدد 04، 2019.
- 29- شافية كتاف، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، العدد 14، 2014.
- 30- صونية نادية مواسة، رقابة مجلس الدولة على مشروعية قرارات السلطات الإدارية المستقلة في التشريع الجزائري، مجلة حوليات جامعة الجزائر 1، المجلد 34، العدد 2، 2020.

- 31- صالح مفتاح، سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 13، 2013.
- 32- عبد الباقي خلفاوي، رقابة بورصة القيم المنقولة على شركات المساهمة في التشريع الجزائري، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة الإخوة منتوري - قسنطينة، المجلد - ب، عدد 49، جوان 2018.
- 33- عقيل فاضل حمد الدهان، التزام الوسيط بالتبصرة في عقد الوساطة في سوق العراق للأوراق المالية (دراسة مقارنة)، مجلة رسالة الحقوق، كلية الحقوق، جامعة كربلاء، العدد الثاني، 2015.
- 34- عيسى شقبقب، أزغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، العدد 07، 2016.
- 35- عامر نعمان فهد، الوسيط في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، بحث مكمل لنيل شهادة الماجستير، كلية القانون، جامعة القادسية، العراق، 2017.
- 36- عبد السلام محمد عمر البلوشي، تنظيم الخدمات المالية وأسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات، مجلة الشريعة والقانون، العدد 44، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2010.
- 37- عماد محمد أمين رمضان، الإطار القانوني لعمل الوسيط في الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين القانون المصري والقانون البحريني، مجلة كلية الشريعة والقانون، جامعة الأزهر، الدقهلية، المجلد رقم 18، العدد 6، 2016.
- 38- عمر ناطق يحي، المضاربة في سوق الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، مجلة الكوفة، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة الكوفة، المجلد الأول، العدد 34، سنة 2018.
- 39- عيساوي سهام، مخاطر المشتقات المالية وإدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة المدية، العدد 02، جانفي 2014.
- 40- عز الدين عيساوي، المكانة الدستورية للهيئات الإدارية المستقلة - مبدأ الفصل بين السلطات، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، جمعة محمد خيضر - بسكرة، العدد الرابع، مارس 2008.

- 41- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- 42- علي حسين ميسون، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية (تأطير نظري)، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بابل، العراق، المجلد 21، العدد الأول، 2013.
- 43- عباس محمد موسى، عمليات تداول الأوراق المالية، مجلة رسالة الحقوق، كلية القانون، جامعة كربلاء، العدد الأول، 2012.
- 44- علي يوسفات، اختيار مكونات المحفظة المالية باستخدام البرمجة التربيعية- دراسة على بعض أسهم بورصة الجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، (Revue: Reformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale, ESC n°10/2011)، المدرسة العليا للتجارة، العدد 10، 2001.
- 45- فاتح أيت ملود، استغلال معلومات امتيازية في قانون البورصة الجزائري، المجلة النقدية للعلوم القانونية والسياسية، كلية الحقوق، جامعة تيزي وزو، المجلد 4، العدد الأول، جوان 2009.
- 46- فضيلة عابد، أنس مملوك، تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار (دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 36، العدد 5، 2014.
- 47- كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية- تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 3، 2004.
- 48- لافي الدرادكة، ليث الشيخ، مسؤولية الوسيط المالي في بورصة الأوراق المالية- دراسة تحليلية في القانون الخاصة، مجلة أبحاث اليرموك "سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية"، كلية القانون جامعة اليرموك، أربد، الأردن، دون عدد، 2011.
- 49- محمد أحمد المحاسنة، المسؤولية الجزائية للشخص المعنوي في حالة انتفاء الصفة التمثيلية للعضو مرتكب الجريمة- دراسة مقارنة، مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون، عمادة البحث العلمي، جامعة عمان، المجلد رقم 42، العدد الأول، 2015.

- 50- محمد عدنان بن الضيف، عبير مزغيش، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين المحفزات والعوائق، مجلة الحقوق والحريات، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، العدد الثالث، ديسمبر 2016.
- 51- محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية- البعد الاقتصادي، ورقة عمل مقدمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية- الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، المنظمة من طرف الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، يوم 27 صفر 1429هـ (الموافق 5 مارس 2008م).
- 52- محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل الملكية في الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 14، العدد الأول، جوان 2006.
- 53- محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن حمد العمراني، قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستندها الفقهي، مجلة دراسات اقتصادية وإسلامية، معهد البحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد 14، العدد الثاني، ديسمبر 2008.
- 54- مراد محمود المواجدة، مخاطر تداول الأوراق المالية عبر شبكة المعلومات الدولية (دراسة في التشريع الإماراتي)، مجلة العلوم القانونية، جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، المجلد 15، العدد 2، ديسمبر 2018.
- 55- محمد صلاح عبد الله أبو رجب، طارق جمعة السيد راشد، دور القضاء الإداري في ترسيخ مبدأ الشفافية في أسواق المال- دراسة تحليلية في ضوء أحكام مجلس الدولة المصري، ملحق خاص بأبحاث المؤتمر السنوي الثالث المتعلق بالحوكمة والتنظيم القانوني لأسواق المال، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، السنة الرابعة، ماي 2016.
- 56- معن محمد أمين القضاء، البيئة القانونية لشركات السمسرة(الوساطة) في بورصة الأوراق المالية السعودية، مجلة الحقوق والعلوم السياسية، جامعة الملك سعود، الرياض، عدد 2، 2016.
- 57- ميسون المصري، نبيل الحمامي، ماهية الالتزام بالتبصير في عقد الوساطة في سوق الأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، حمص، سورية، المجلد 40، العدد 11، 2018.

- 58- محمد تقوروت وآخرون، دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، المجلد 15، العدد 20 2019.
- 59- نبيل بوفليح، عبو ربيعة، دور التنويع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي السعودي، مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة محمد بوقرة، جامعة بومرداس، المجلد 7، العدد 1، 2017.
- 60- نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، المجلد الخامس، العدد العشر، 2013.
- 61- نصيرة تواتي، تسوية منازعات سوق الأوراق المالية، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة عبد الرحمان ميرة - بجاية، العدد الأول، 2010.
- 62- ناهض خضر أبو الطيف، أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011.
- 63- نزهان محمد سهو، محمد جميل عمر، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد 26، العدد الثاني، 2010.
- 64- نواره حمليل، جنحة استغلال معلومات امتيازية في البورصة بين اختصاص القاضي وسلطة ضبط السوق المالية، المجلة النقدية للعلوم القانونية والسياسية، كلية الحقوق، جامعة تيزي وزو، العدد 2، 2007.
- 65- نوري موسى شقيري، مروان أبو عربي، مدى استخدام البنك لسياسة التنويع للحد من المخاطر - دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الأردنية، مجلة كلية التراث الجامعة، العراق، د ع، د ت.
- 66- وردة شرف الدين، جرائم بورصة القيم المنقولة في التشريع الجزائري - أشكالها والعقوبات المقررة لها، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، العدد 11، 2018.
- 67- يحي إسماعيل الطيب إسماعيل، عقد السمسرة (دراسة مقارنة)، مجلة البحث العلمي للعلوم والآداب، جامعة الدننج، كلية الدراسات العليا و البحث العلمي، الخرطوم - السودان، المجلد 10، العدد 15، 2014.

❖ المجالات الإلكترونية:

- 1- بوعبد الله علي، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمي، الموقع الإلكتروني: <http://giem.kantakji.com>.
- 2- قوراري مجدوب، مكانة الهيئات الإدارية المستقلة في النظام الإداري الجزائري، الموقع الإلكتروني لمجلة المنارة: <https://revuealmanara.com>

ح- النصوص التشريعية والتنظيمية الجزائرية:

❖ النصوص التشريعية:

- القانون العضوي رقم 01/98، المؤرخ في 30 ماي 1998، المتعلق باختصاصات مجلس الدولة وتنظيمه وعمله، ج ر، العدد 37، الصادرة في 1 جوان 1998.
- القانون 18/01، المؤرخ في 12 ديسمبر 2001، المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ج ر، العدد 77، الصادرة في 15 ديسمبر 2001.
- القانون رقم 04/03، المؤرخ في 17 فبراير 2003، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، ج ر، عدد 11، الصادرة في 19 فبراير 2003.
- القانون رقم 01/05، المؤرخ في 6 فبراير 2005، المتعلق بالوقاية من تبييض الأموال وتمويل الإرهاب ومكافئتهما، ج ر، عدد 11، الصادرة في 9 فبراير 2005.
- القانون رقم 09/08 المؤرخ في 25 فيفري 2008، المتضمن قانون الإجراءات المدنية والإدارية، ج ر، عدد 21، الصادرة في 23 أبريل 2008.
- القانون رقم 03 / 09 ، المؤرخ في 25 فيفري 2009، المتعلق بحماية المستهلك وقمع الغش، ج ر، عدد 15، الصادرة في 8 مارس 2009.
- القانون رقم 02/17، المؤرخ في 10 جانفي 2017، المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ج ر، العدد 02، الصادرة بتاريخ 11 جانفي 2017.
- الأمر 156/66 المؤرخ في 8 جوان 1966 المعدل والمتمم، والمتضمن قانون العقوبات الجزائر، ج ر، العدد، الصادرة في ، ج ر، عدد 49، الصادرة في 08 جوان 1966.
- الأمر 58/75 ، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المعدل والمتمم، المتضمن القانون المدني الجزائري، ج ر، العدد 78، الصادرة في 30 سبتمبر 1975.

- الأمر رقم 59/75، المتضمن القانون التجاري الجزائري، المؤرخ في 26/09/1975، ج ر، عدد 101، الصادرة في 19/12/1975.
- الأمر 08/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، ج ر، العدد 03، صادرة بتاريخ 14 جانفي 1996.
- الأمر رقم 10/96، المؤرخ في 10 جانفي 1996، المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر، عدد 34، الصادرة في 14 جانفي 1996.
- الأمر رقم 11/03، المؤرخ في 26/08/2003، المتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية، العدد 52.
- المرسوم التشريعي رقم 08/93، المؤرخ في 25 أبريل 1993، المعدل والمتمم للأمر رقم 59/75، المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادرة بتاريخ 25 أبريل 1993.
- المرسوم التشريعي رقم 10/93، المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج ر، رقم 34، الصادرة في 23 ماي 1993.

❖ النصوص التنظيمية:

- المرسوم التنفيذي رقم 176/94، المؤرخ في 13 جوان 1994 المتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 41، الصادرة في 26 جوان 1994.
- المرسوم التنفيذي رقم 474/96، المؤرخ في 28 ديسمبر 1996، المتعلق بتطبيق المادتين 8 و 23 من الأمر رقم 08/96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 84، الصادرة في 29 ديسمبر 1996.
- المرسوم التنفيذي رقم 474/96، المؤرخ في 29 ديسمبر 1996 المتعلق بتطبيق المادتين 8 و 23 من الأمر 08/96 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، ج ر، عدد 84، الصادرة في 29 ديسمبر 1996.
- المرسوم التنفيذي رقم 170/98 المؤرخ في 20 ماي 1998، المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها، ج ر، عدد 34، الصادرة في 24 ماي 1998.

- قرار الوزير المكلف بالمالية المؤرخ في 2 أوت 1998، المتضمن تطبيق المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 170/98 المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
- القرار الوزاري المؤرخ في 29 ماي 1999 المتعلق بتوافق مخطط المحاسبة الوطنية مع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، ج ر، عدد 63، الصادرة في 12 سبتمبر 1999.
- نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/96 لمؤرخ في 22 جوان 1996، المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الإدخار عند إصدارها قيما منقولة، ج ر، العدد 36، الصادرة في أول يوليو 1997.
- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 03/96 المؤرخ في 3 /7/1996، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم الملغى بموجب النظام 01/15، ج ر، العدد 36، الصادرة في أول يوليو 1997.
- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 01/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المتعلق بمساهمة وسطاء عمليات البورصة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، ج ر العدد 87 الصادرة في 29 ديسمبر 1997، معدل ومتمم بالنظام رقم 04/03
- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 02/97، المؤرخ في 18/10/1997، والمتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين للقيام بتداول القيم في البورصة، المصادق عليه بموجب القرار الوزاري المؤرخ في 1997/12/6، ج ر، عدد 87، الصادرة في 1997/12/29.
- النظام رقم 04/03 المؤرخ في 18 مارس 2003، المعدل والمتمم للنظام 01/97، ج ر العدد 73 الصادرة في 30 نوفمبر 2003.
- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 03/97، المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة الجزائرية، ج ر، العدد 87، الصادرة في 1997/12/29، المعدل والمتمم بموجب النظام رقم 01/12.
- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 04/97 المؤرخ في 25 نوفمبر 1997، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، ج ر، العدد 87، الصادرة في 29 ديسمبر، 1997.
- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 02/2000، المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، ج ر، عدد 50، الصادرة بتاريخ 16 أوت 2000.

- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 01/03، المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية، العدد 73 الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003.

- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 02/03، المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بمسك الحسابات وحفظ السندات، الجريدة الرسمية، العدد 73 الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003.

- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 03/04 المؤرخ في 9 سبتمبر 2004، المتعلق بصندوق ضمان التزامات الوسطاء في عمليات البورصة، ج ر، عدد 22، صادرة في 27 مارس 2005.

- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 05/03، المؤرخ في 18 مارس 2003، المتعلق بالمساهمة في الرأسمال الاجتماعي للمؤتمن المركزي على السندات، الجريدة الرسمية، العدد 73 الصادرة بتاريخ 30 نوفمبر 2003.

- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 03/09، المؤرخ في 18 نوفمبر 2009، المتعلق بتحديد قواعد حساب العمولات التي تتلقاها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن العمليات التي تجري في البورصة، ج ر، العدد 45، الصادرة في 8 أوت 2010.

- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 01/12، المؤرخ في 12/01/2012، ج ر، العدد، 41، الصادرة في 15/01/2012.

- نظام لجنة ت.ع.ب.م رقم 01/15، المؤرخ في 15/4/2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج ر، عدد 55، الصادرة في 21/10/2015.

❖ أنظمة خاصة بالبنوك:

- النظام 02/06 المؤرخ في 24 سبتمبر 2006، الذي يحدد شروط تأسيس البنوك والمؤسسات المالية وشروط إقامة فرع بنك ومؤسسة مالية أجنبية، ج ر، العدد 77 الصادرة في 2 ديسمبر 2006.

- النظام 04/08 المؤرخ في 23 ديسمبر 2008، المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال البنوك والمؤسسات المالية العامة في الجزائر، ج ر، العدد 72، الصادرة في 24 ديسمبر 2008.

- النظام 03/18 المؤرخ في 4 نوفمبر 2018، الذي ألغى النظام 04/08 أعلاه، ج ر، عدد 73، الصادرة في 9 ديسمبر 2018.

❖ النصوص القانونية والتنظيمية لجمهورية مصر العربية:

- القانون المدني المصري، المؤرخ في 16 جوان 1948، الوقائع المصرية، العدد 108 مكرر/أ، الصادرة في 29 جويلية 1948.
- قانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، الجريدة الرسمية المصرية، العدد 25 مكرر، الصادرة في 22 جوان 1992.
- القانون التجاري المصري رقم 17 لسنة 1999، ج. ر.ج.م، العدد 19 مكرر، صادرة بتاريخ 1999/5/17.
- القانون رقم 93/2000، المتعلق بالإيداع والقيود المركزي لدولة مصر، الجريدة الرسمية، العدد 20 تابع ب، الصادرة في 18 ماي 2000.
- القانون رقم 80 لسنة 2002، المتعلق بمكافحة غسل الأموال المعدل والمتمم، الصادر بتاريخ 22 ماي 2002، الجريدة الرسمية لجمهورية مصر، العدد 20 مكرر، الصادرة بتاريخ 22 مايو سنة 2002.
- اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992، الوقائع المصرية، العدد 81 (تابع) الصادرة بتاريخ 8 أبريل 1993.
- اللائحة التنفيذية لقانون مكافحة غسل الأموال، الجريدة الرسمية لجمهورية مصر، العدد 23 مكرر(أ)، الصادرة في 9 يونيو 2003.
- قرار وزير التجار المصري رقم 906 لسنة 2001، المتضمن اللائحة التنفيذية لقانون الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية رقم 93 لسنة 2000، الوقائع المصرية، العدد 274 تابع(أ) الصادر في 29/11/2001.
- القرار رقم 478 لسنة 1994، الصادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال، المتضمن نظام عمولات السمسرة والحدود القصوى لمقابل الخدمات العمليات التي تتم في البورصات الوقائع المصرية، العدد 228، الصادرة بتاريخ 10 أكتوبر لسنة 1994.

❖ النصوص القانونية والتنظيمية للمملكة الأردنية الهاشمية:

- قانون العقوبات الأردني رقم 16 لسنة 1960 وتعديلاته، ج ر، رقم 1487، الصادرة بتاريخ 1960/10/11.

- قانون التجارة الأردني رقم 12 سنة 1966، ج ر، عدد 1910، الصادرة في 30 أبريل 1966.

❖ نصوص قانونية وتنظيمية أخرى:

- القانون رقم 7 لسنة 2010، المتعلق بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية، الصادر بتاريخ 21 فبراير 2010، الجريدة الرسمية الكويتية الصادرة بتاريخ 28 فبراير 2010.

- القانون رقم 14 لسنة 1995 لإمارة قطر، المتضمن إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، المؤرخ في 1995/07/03، ج ر، عدد 10، الصادرة بتاريخ 1995/10/01.

- قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (5) المؤرخ في 2 ماي 2019، المتضمن إصدار نظام الخدمات المالية، ج ر، العدد 12، الصادرة بتاريخ 19 جوان 2019.

- قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم (5) المؤرخ في 2009، المتضمن إصدار نظام الخدمات المالية الملغى، الجريدة الرسمية لإمارة قطر رقم 6 الصادرة بتاريخ 25 جوان 2009.

- قانون سوق الأوراق المالية لدولة السودان لسنة 1994 على الموقع الإلكتروني لسوق الخرطوم للأوراق المالية: <http://www.kse.com.sd>.

وثائق أخرى:

- نشرة التوعية التي يصدرها معهد الدراسات المصرفية الكويتي، تحت عنوان البورصة، العدد الخامس، يونيو- يوليو 2010.

- منشور مؤسسة النقد العربي السعودي، الدورة التحضيرية لاختبار التداول، الإصدار 10، 2007/3/3.

ثانياً: باللغات الأجنبية:

أ- باللغة الإنجليزية: *in English*

❖ الكتب : *Books*

- FRANK J. FABOZZI , The Handbook of financial instruments, Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, United States of America, 2002.

❖ الرسائل : *Theses*

- Moh'd Mahmoud Ajlouni, Insider Trading on the UK Stock Market: Information Contents and Managerial Incentives, Thesis For the degree of Doctor of Philosophy, the University of Nottingham, united kingdom, 2004.

- Raghda Mahmoud Al-Qatanani, Legal Regimes to Counter Insider Dealing and Market Abuse:A Comparative Analysis of the UK and Jordan, Thesis for the Degree of Doctorate of Philosophy, School of Law, University of Newcastle, United Kingdom, February 2014.

Articles : المقالات ❖

1- Elizabeth Pollman, Information Issues on Wall Street 2.0, University of Pennsylvania Law Review, [Vol. 161: 179] , 2012, p 216.

2- George W.Dent, Why Legalized Insider Trading Would Be a Disaster, Case Western University School of Law, Faculty Publications.27, 2013, p 247.

3- Huddart S.J, Bin KE, information asymmetry and cross-sectional variation in insider trading, Contemporary Accounting Research journal,522anada, Vol. 24, No. 1, spring 2007.

4 – Harry Markowitz, Portfolio Selection, The Journal of Finance, American Finance Association, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952).

5 – K.Reilly, Frank & C,Brown,Krith, INVESTMENT ANALYSIS AND PORTFOLIO MANAGEMENT, SouthWestern College Publishing , usa, 6th edition , 1999.

6 – Klein Spencer Derek , "Insider Trading, SEC Decision-Making, and the Calculus of Investor Confidence," Hofstra Law Review, Université Hofstra, états unis, Vol. 16: Iss. 3, Article 5.

7- Linda Goldberg and him, Securities Trading and Settlement in Europe:Issues and Outlook, CURRENT ISSUES IN ECONOMICS AND FINANCE, FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK ,Volume 8 , Number 4, April 2002.

8– Lawrence Kryzanowski, Misinformation and Security Markets , MCGILL LAW JOURNAL, McGill University Faculty of Law, Montréal, 522anada,Vol. 24, 19781, p 124.

9– Michael.V. Seitzinger, federal securities law: insider trading, report for congress, order code RS21127, congressional research service, the library of congress, January 30, 2002.

10-Yahya M.A, the legal status of “Dump & Sue”: should plaintiffs and their attorneys be prohibited from trading the stock of companies they sue? – a law and

economics approach, Electronic Journal, *Social Science Research Network* (SSRN), March 9, 2005.

❖ وثائق أخرى: *Other documents*

-Helen Allen, John Hawkins and Setsuya Sato, Electronic trading and its implications for financial systems, BIS Papers, Bank for International Settlements, No 7 , November 2001.

- Raul Penna, Markets Committee Electronic trading in fixed income markets, Report submitted by a Study Group established by the Markets Committee, Bank for International Settlements, Australia , January 2016, p 01.

ب- باللغة الفرنسية: *en français*

❖ الكتب: *ouvrages*

1 - Amélie Dionisi Peyruss, droit civil tome 2- les obligations, centre national de la fonction publique territorial (CNFPT), édition, 2008.

2 – Amélie Charles, Etienne Redor, le financement des entreprises, Economica, Paris, sans date.

3 - CORYNNE Jaffeux, Bourse et financement des entreprises, édition Dalloz, Paris, 1994 .

4 - Frederic Mishkin et autres, Monnaie, banque et marchés financiers, 9eme édition, nouveaux horizons, Paris, 2010.

5 – Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion financière, Manuel & Application, 10^e Edition, Dunod ,Paris, 2001.

6 –Mansour Monsori, la bourse des valeurs mobilières d'alger, éditions dar houma, alger, 2005.

7- paul-jacques Lehmann, ECONOMIE DES MARCHES FINANCIERS, groupe de boeck .s .a, Bruxelles, 2011.

8 – RACHID ZOUAIMIA , Les autorités de régulation indépendantes dans le secteur financier en Algérie , Edition dar Houma , Alger , 2005.

❖ المذكرات والرسائل: *Mémoires et thèses*

1 – Anastasios Sfyroers , LA REPARATION DU PREJUDICE DU CLIENT PAR LE GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE FAUTIF, Mémoire soutenu Pour l'obtention du D.E.A. de Droit des affaires, FACULTE DE DROIT ET DES SCIENCES POLITIQUES, UNIVERSITE ROBERT SCHUMAN STRASBOURG III , 2000 .

2 – Annie Maudouit, OBLIGATION D'INFORMATION ET RESPONSABILITE DES INTERMEDIAIRES FINANCIERS, Magistère de Juriste d'Affaires – D.J.C.E, Université Panthéon-Assas Paris II, 2008.

3 – Ben Chabane Meriem, Etude comparative des marchés financiers maghrébins cas: Maroc, Algérie, Tunisie, Mémoire de magister, Faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences, département des sciences économiques, Option Monnaie-Finance- Banque, Université Mouloud Mammeri – tizi ouzou, 2012.

4 – Nikiforos Kalodikis, LA QUESTION DE L'IMPACT DE L'EVOLUTION DES RELATIONS D'AFFAIRES SUR LA THEORIE GENERALE DES OBLIGATIONS : LE CAS DU GROUPE DE CONTRATS , faculté de droit, memoire pour le DEA DE DROIT DES AFFAIRES, université robert –schuman , France, 2003.

4 – Catherine Laurent Karyotis, EFFICIENCE TECHNIQUE D'UN SYSTEME DE REGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES, Thèse de doctorat , faculté de Sciences de Gestion, UNIVERSITE PARIS XII – VAL DE MARNE, 2004.

6- Anne GILSON – MAES, MANDAT ET RESPONSABILITE CIVILE, thèse de doctorat, école doctorale sciences de l'homme et de la société, Discipline: Droit privé, UNIVERSITE DE REIMS CHAMPAGNE-ARDENNE, France, 2013.

7 – Aurore Ben Adiba, Les sûretés mobilières sur les biens incorporels Propositions pour une rénovation du système des sûretés , mobilières en France et au Québec, Thèse de doctorat, Faculté de droit , Cotutelle entre l'Université de Montréal et l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, 2012.

8–Brice HUGOU, Le fonctionnement des marchés financiers de matières premières agricoles à la lumière du droit des contrats, thèse de doctort, faculté de Droit et Sciences politiques, Spécialité : Droit privé, Université de Nantes ,2018.

9 – Chaminah Loulla, LA RESPONSABILITE CIVILE DU BANQUIER EN DROIT MALAGASY , thèse de doctorat, Ecole doctorale : Droit, Unité de recherche : Droit des affaires, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, 2015.

10 – Cyril SINTEZ, La sanction préventive en droit de la responsabilité civile Contribution à la théorie de l'interprétation et de la mise en effet des normes, thèse de doctorat en droit, Faculté des études supérieures de droit (LL. D.), UNIVERSITE DE MONTREAL, canada, 2009.

11 – Djazira Mehdi, LES INSTRUMENTS DE LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT D'ARGENT EN ALGERIE, thèse de doctorat, faculté de droit, école doctorale « DESPEG », UNIVERSITE NICE SOPHIA ANTIPOLIS, France, 2016.

12 – Fatiha Madmoun, le contrôle au sein des OPCVM: étude copartive entre le droit français et marocain, thèse de doctrat nouveau régime, ecole doctoral 101

droit et science politique et estoire, mention " droit des affaire", université de strasbourg III, 2011, p 265.

13 – Gérard Hervé Vilon Guezo , Responsabilité pénale du dirigeant : regard critique, thèse de doctorat, ÉCOLE DOCTORALE SCIENCES DE L'HOMME ET DE LA SOCIÉTÉ, CENTRE DE RECHERCHE JURIDIQUE POTHIER, Droit privé/ Sciences criminelles, Université d'Orléans, France, 2016.

14 – Hammoud May, La protection du consommateur des services bancaires et des services d'assurance, Thèse de doctorat en droit, école doctorale de droit privé, Université Panthéon-Assas, école doctorale de droit et des sciences politiques-administratives et économiques, Université libanaise, 2012.

15 – Husain Buaraki, L'incrimination et la poursuite du délit d'initié au Koweit Etude comparée avec les droits Français et Egyptien, thèse de doctorat, ÉCOLE DOCTORALE « Sciences de l'Homme et de la Société », Centre de Recherche de Droit Privé, Spécialité : Droit pénal des affaires, UNIVERSITÉ FRANÇOIS – RABELAIS DE TOURS, france, 2014.

16 –Johan Prorok, La responsabilité civile sur les marchés financiers, Thèse de doctorat en droit, école doctorale de droit privé, Université Panthéon-Assas, 2016.

17 – Laurence Gialdini, L' agir stratégique dans l'intermédiation financière de type brokerage: un essi de modélisation selon la prespective SaP, thèse de doctorat, faculté de science de gestion, Université de Grenoble, France, 2012.

18 – Noëllie Mattiacci, Le directeur financier, thèse de doctrat, école doctorale Droit et science politique (ED 461), Spécialité Droit privé et sciences criminelles, Université de Montpellier, 2015.

19 – sediki fadila, l'économie algérienne : économie d'endettement ou économie de marché financier? , Mémoire de magister, faculté des sciences économiques, commerciales et de gestion, department des sciences économique, option:" Monnaie – finance – banque " Univesite Mouloud Mammeri – tizi ouzou, 2013.

20 – Thomas Jaeglé, L'actionnaire de court-terme dans les offres publiques, thèse de doctorat, Faculté de droit, Université Paris Descartes, France, 2013.

21 – Walid Ben Salah, La responsabilité des sociétés cotées en bourse et de leurs dirigeants Etude de droit comparé en Tunisie et en France, Thèse de doctorat en droit privé, faculte de droit et des sciènes politiques, université el manar, tunis, 2012.

❖ المقالات والمدخلات : *Articles et Documents de travail*

1- Badon Pascal, le Monopole des agents de change et l'article 76 du code de commerce, Gallica – bibliotheque nationale de France, 8°année, 1894.

2-Christian Gouriéroux, Gaelle le fol, Effet des modes de négociation sur les échanges, revue économique, volume 49, n° 3, p p 795-808, France, 1998.

3-Eyal Chvika, La responsabilité des intervenants dans le cadre d'une introduction en bourse. – Bilan des décisions récentes de l'AMF sur les banquiers, émetteurs et commissaires aux comptes, Revue – La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 47, 20 Novembre 2008.

4 -Férdéric Hervo, Thomas Ros, Infrastructures post-marché et stabilité financière , Revue de la Stabilité financière (RSF), banque de France, N°1, Novembre 2002.

5-Isabelle Riassetto, Gestion individuelle de portefeuille, Issu de Bulletin Jolly Bourse , du 06/01/2011.

6-Jacques HAMON, le rôle et l'évolution des institutions de surveillance, Lavoisier Revue française de gestion, V5, N° 141, 2002.

7-JEAN-FRANÇOIS RENUCCI, le delit d'initié, Presses Universitaires, boulevard Saint-Germain, Paris,1 édition, juillet 1995.

8 –Kenan Evren Yasar, La Lutte Contre Les Operations D'inities: Double Protection En France, Annales XLVI, N. 63, 221-283, 2014, 247.

9-Lise I Beaudoin, LA GESTION DE PORTEFEUILLE POUR AUTRUI ET LES DISPOSITIONS NOUVELLES DU CODE CIVIL DU QUÉBEC , Montréal, Revué du barreau canadien, Vol 68, N°3,1989

10 – Lederman/ c, Didier Philippe/SA et autre, *Jolly Bourse* : v° «Gestion de portefeuille», Issu de Bulletin Jolly Bourse – jurisprudence, n°04 – du 1 juillet 1994.

11– Mohamed Kossentini, le droit du marche financier a l'heure de l'intégration de la tunisie dans l'espace euro – méditerranéen, Rev. Tun. Fiscalite, Centre d'Etudes Fiscales de la Faculte de Droit de Sfax (C.E.F) Sfax (TUN), (no 11), pp.127-179,2009.

12– Phlipe Malaurie, Laurent Aynés, collection de Droit civil- Droit des Obligation, L G D J – lextenso, 8^e édition, 2016.

13 – Stéphane Rousseau, L'obligation du courtier de connaître son client endroit canadien des valeurs mobilières, Revue de Droit bancaire et financier n° 2, France, Mars 2008, dossier 11.

14-V:ARSOUZE Charles, Procédures boursières, Sanction et contentieux des sanction ,Edition Jolybourse, Paris,2008.

15- Vincent Caron, L'INTERPRÉTATION DU CONTRAT D'ASSURANCE DE RESPONSABILITÉ PROFESSIONNELLE : DE L'INTENTION COMMUNE À LA PROTECTION DU PUBLIC, REVUE Assurances et gestion des risques/Insurance and risk management , faculté de science de l'administration, université laval,canada, Vol. 83 (1-2), 2016.

16- Jean – Pierre Buyle, Gilles Laguesse, L'INFORMATION DU CONSOMMATEUR D'INSTRUMENTS FINANCIERS,le forum de VANHAM & VANHAM – Protection de l'épargnant depuis la directive MiFID – Exigences en matière d'information financière – Transparence – Information généralisée au public –Information personnalisée du consommateur – Contrôle par la FSMA, organisé le Jeudi 18 octobre 2012 à l'Hôtel Méridien, Bruxelles

❖ وثائق أخرى : *Autres documents*

1- M. BORISSOVA, J. HUG, M.Q. URBAN, les leçons juridiques de la loi SARBANES – OXLEY du 30 Juillet 2002, 2005.
- RAPPORT ANNUEL 2003, L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

2-Rapport annuel 2007, de l' Autorité des Marchés Financiers.

3 - publication de L'Autorité des Marchés financiers(AMF), france, sous le titre: La protection de mes titres en cas de faillite de mon intermédiaire financier, janvier 2014.

4- publication de l'Association françaises des marchés financiers, PRINCIPALES OBLIGATIONS LIEES AU STATUT D'ENTREPRISE D'INVESTISSEMENT , Présentation synthétique - Note d'information - AMAFI / 17-04FR Annule et remplace la note AMAFI / 15-04 du 5 janvier 2017 .

❖ النصوص التشريعية والتنظيمية: *Textes législatifs et réglementaires*

- ordonnance n°67-833 du 28 Septembre 1967 instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse , JORF du 29 septembre 1967.

- Loi n°83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne, JORF du 4-1-83 , p162.

- Loi n°88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs, JORF du 23 janvier 1988 page 1111.

- l'Ordonnance n• 88-1243 du 1er décembre 1988 relative à la liberté des prix et de la concurrence, JORF, du 9 décembre 1986.

- Ordonnance no 2016-131 du 10 février 2016 portant réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations, JORF, n° 0035 , du 11 février 2016.

- Loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, JORF du 04/08/1989.

- LOI no 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financiers, JORF n°154 du 4 juillet 1996.

- Loi n°2003-706 du 1 août 2003 - art. 48, JORF 2 août 2003.

- LOI no 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché, JORF, n° 0144, du 22 juin 2016.

code monétaire Code monétaire et financier - Dernière modification le 01 janvier 2019 - Document généré le 10 janvier 2019 –Legifrance.

- Arrêté du 23 mai 1984 portant approbation du règlement de la société interprofessionnelle pour la compensation des valeur mobilières.

- règlement n° 96-03 de la cob, JORF n° 18 du 22 janvier 1997.

ثالثا:المراجع الإلكترونية:

أ- المراجع الإلكترونية المتعلقة بالبورصة الجزائرية:

- تعليمية رقم 01/97، صادرة عن لجنة ت.ع.ب.م، بتاريخ 30 نوفمبر 1997، المتعلقة بكيفية اعتماد الوسيط في عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني للجنة: <https://www.cosob.org/>.

- تعليمية رقم 03/97 صادرة عن لجنة ت.ع.ب.م، بتاريخ 30 نوفمبر 1997، متعلقة بتطبيق نظام اللجنة رقم 02/96 بشأن المعلومات التي تلتزم بنشرها الشركات والهيئات التي تلجأ إلى الاكتتاب العام، الموقع الإلكتروني للجنة: <https://www.cosob.org/>.

- تعليمية رقم 01/98 صادرة عن لجنة ت.ع.ب.م، بتاريخ 30 أبريل 1998، متعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، الموقع الإلكتروني للجنة: <https://www.cosob.org/>.

- تعليمية رقم 02/99، صادرة عن لجنة ت.ع.ب.م، بتاريخ 30 مارس 1999، المتعلقة بالدفاتر التي يلتزم بمسكها وسطاء عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني للجنة: <https://www.cosob.org/>.

- تعليمية رقم 01/2000، صادرة عن لجنة ت.ع.ب.م، بتاريخ 11 جانفي 2000، المحددة لقواعد الحذر في إدارة وسطاء عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني للجنة: <https://www.cosob.org/>
- تعليمية رقم 03/03 صادرة عن لجنة تنظيم تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بتاريخ 21 ديسمبر 2003، المتعلقة بنموذج اتفاقية فتح الحساب المبرمة بين أمناء الحفظ المعتمدين وعملائهم.
- تعليمية رقم 01/16، صادرة عن لجنة ت.ع.ب.م، بتاريخ 24 فيفري 2016، المتعلقة بالشروط الواجب توفرها في المسير المسؤول المكلف بالإدارة العامة للوسيط في عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني للجنة: <https://www.cosob.org/>.
- تعليمية رقم 02/16 صادرة عن لجنة ت.ع.ب.م، بتاريخ 24 فيفري 2016، المتضمنة الشروط المتعلقة بحسن السيرة الواجب توفرها في مسير الوسيط في عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني للجنة: <https://www.cosob.org/>.
- تعليمية رقم 03/16 صادرة عن لجنة ت.ع.ب.م، بتاريخ 18 أبريل 2016، تحدد العناصر المكونة للملف المرفق بطلب الاعتماد كوسيط في عمليات البورصة، الموقع الإلكتروني للجنة: <https://www.cosob.org/>.
- القرار رقم 01/98 الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، بتاريخ 30 مارس 1998، والمتضمن ضبط إجراءات إدخال القيم المنقولة والواجب نشرها، الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر: <https://www.sgbv.dz>.
- القرار رقم 02/98، الصادر عن شركة بورصة الجزائر بتاريخ 22 مارس 1998، والمتعلق بإدارة حصص التداول في بورصة القيم المنقولة، الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر: <https://www.sgbv.dz>.
- القرار رقم 03/98، الصادر عن شركة بورصة الجزائر، بتاريخ 22 مارس 1998، والمتعلق بقواعد المقاصة والتسوية لمعاملات البورصة، الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر: <https://www.sgbv.dz>.
- القرار رقم 05/99، الصادر عن شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، بتاريخ 22 جويلية 1999، والمعدل والمتمم للقرار رقم 01/98، الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر: <https://www.sgbv.dz>.

- القرار رقم 06/99 الصادر عن شركة بورصة الجزائر بتاريخ 22 جويلية 1999، المعدل للقرار والمتمم للقرار رقم 02/98، الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر: <https://www.sgbv.dz>.

- القرار رقم 07/99 الصادر عن شركة بورصة الجزائر بتاريخ 22 جويلية 1999، المعدل للقرار رقم 03/98، الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر: <https://www.sgbv.dz>.

- قرار شركة بورصة الجزائر رقم 11/02 المعدل للقرار رقم 07/99 والقرار 03/98 الصادر بتاريخ 22 مارس 1998 والمتضمن قواعد المقاصة والتسوية داخل البورصة، الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة الجزائر: <https://www.sgbv.dz>.

ب- المراجع الإلكترونية المتعلقة بالبورصة المصرية:

- قانون العقوبات المصري رقم 58 لسنة 1937، المؤرخ في 21 يوليو سنة 1937، المعدل والمتمم، الموقع الإلكتروني لدار القانون: <https://www.egyptlawfirm.net>.

- النظام الأساسي لشركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي المعدل بتاريخ 20 جوان 2005، الموقع الإلكتروني لهيئة الرقابة العامة لسوق رأس المال: <http://www.fra.gov.eg>

- قرار رقم 42 لسنة 2006 صادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق رأس المال، متضمن الموافقة على قواعد العضوية ببورصتي القاهرة والإسكندرية، الموقع الإلكتروني للهيئة: <http://www.fra.gov.eg>.

- قرار رقم 49 لسنة 2006 صادر عن رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق رأس المال المصري، بتاريخ 2006/5/14، بشأن متطلبات تأسيس شركات السمسرة في الأوراق المالية والترخيص لها بمباشرة النشاط، الموقع الإلكتروني للهيئة: <http://www.fra.gov.eg>.

- قرار رقم 50 صادر عن رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري، بتاريخ 14 ماي 2006، بشأن تداول الأوراق المالية من خلال شبكة المعلومات الدولية (الإنترنت)، الموقع الإلكتروني للهيئة: <http://www.fra.gov.eg>.

- قرار رقم 106 لسنة 2006، صادر عن رئيس الهيئة العامة لسوق رأس المال المصري، متضمن إصدار النظام الأساسي لصندوق حماية المستثمر، الموقع الإلكتروني للهيئة: <http://www.fra.gov.eg>
- القرار رقم 14 لسنة 2007 الصادر عن الهيئة العامة لسوق رأس المال المصري، بشأن معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، الموقع الإلكتروني للهيئة: <http://www.fra.gov.eg>
- قرار رقم 24 لسنة 2007، صادر عن رئيس هيئة سوق رأس المال المصري، بشأن ضوابط الترخيص للعاملين بشركات السمسرة في الأوراق المالية، الموقع الإلكتروني للهيئة: <http://www.fra.gov.eg>
- قرار رقم 87 لسنة 2008، صادر مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق رأس المال المصري، بتاريخ 2008/8/27، متضمن إصدار الضوابط الرقابية بشأن مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، الموقع الإلكتروني للهيئة: <http://www.fra.gov.eg>
- قرار رقم 11 لسنة 2014 وتعديلاته، صادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة للبورصة المصرية، متضمن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، الموقع الإلكتروني للهيئة: <http://www.fra.gov.eg>
- قرار رقم 106 لسنة 2015 صادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصري بتاريخ 2015/9/6، متعلق بقواعد تنظيم الترخيص للنشاط السمسرة في الأوراق المالية، الموقع الإلكتروني للهيئة: <http://www.fra.gov.eg>
- قرار رقم 68 لسنة 2016 صادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية بتاريخ 2016/10/8، الموقع الإلكتروني للهيئة: <http://www.fra.gov.eg>
- قرار رقم 3-123 لسنة 2017، صادر عن مجلس إدارة الهيئة العامة للبورصة المصرية، بتاريخ 2017/12/28م، متضمن قواعد طرح وتسجيل الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، الموقع الإلكتروني للهيئة: <http://www.fra.gov.eg>

ج- المراجع الإلكترونية المتعلقة بسوق الأوراق المالية الأردنية:

- قانون الأوراق المالية الأردني الملغى رقم 76 لسنة 2002، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية: <https://www.jsc.gov.jo>.
- قانون الأوراق المالية الأردني رقم 18 لسنة 2017، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية: <https://www.jsc.gov.jo>.
- النظام رقم 17 لسنة 2018 المتعلق بترخيص واعتماد الخدمات المالية في هيئة الأوراق المالية، الصادر بمقتضى الفقرتين (أ) و(ج) من المادة 47 من قانون الأوراق المالية الأردنية رقم 18 لسنة 2017، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية: <https://www.jsc.gov.jo>.
- تعليمات معايير الملائمة لشركات الوساطة العاملة في السوق الأردنية، الصادرة استناداً لقرار لجنة الإدارة رقم 95/2 بتاريخ 4 يناير 1995، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية: <https://www.jsc.gov.jo>.
- تعليمات تداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2004، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية: <https://www.jsc.gov.jo>.
- تعليمات هيئة الأوراق المالية الأردنية، المؤرخة في 4 نوفمبر 2005، والمتعلقة بالترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية: <https://www.jsc.gov.jo>.
- تعليمات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب في أنشطة الأوراق المالية الأردنية لسنة 2010، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية: <https://www.jsc.gov.jo>.
- تعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية في شركة بورصة عمان لسنة 2005، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية: <https://www.jsc.gov.jo>.
- تعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها لسنة 2017، الصادرة بالإستناد لأحكام المادة 81/أ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 18 لسنة 2017، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية: <https://www.jsc.gov.jo>.

- تعليمات مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية الصادرة بموجب القرار رقم 224/2018 بتاريخ 5 جويلية 2018. والمتعلقة بتداول الأوراق المالية في شركة بورصة عمان، الصادرة بالإستناد لأحكام المادة 70/أ من قانون الأوراق المالية رقم 18 لسنة 2017، والمادة 8 من النظام الأساسي لشركة بورصة عمان، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية: <https://www.jsc.gov.jo>.

- النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004 على الموقع الإلكتروني للسوق المالية: www.exchange.jo.

- نظام العضوية في شركة بورصة عمان لسنة 2018، الموقع الإلكتروني لشركة بورصة عمان <https://www.ase.com.jo>.

- قرار رئيس البورصة الأردنية رقم 51 لسنة 2003 الصادر في 31/4/2003، الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأردنية: <https://www.jsc.gov.jo>.

- دليل استخدام نظام تداول الأوراق المالية في بورصة عمان على الموقع الإلكتروني: <https://www.ase.com.jo>.

د- المراجع الإلكترونية المتعلقة بالسوق المالية للمملكة العربية السعودية:

- نظام السوق المالية للمملكة العربية السعودية، الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم م/30، بتاريخ 4/03/2003، الموقع الإلكتروني لهيئة السوق المالية السعودية: <https://cma.org.sa>.

- اللائحة الصادرة بموجب القرار رقم 83/1 لسنة 2005 الصادرة بتاريخ 28/6/2005 بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 2/6/1424هـ المنعده بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 17/3 لسنة 2017 بتاريخ 18/9/2017م، الموقع الإلكتروني لهيئة السوق المالية السعودية: <https://cma.org.sa>.

- لائحة الأشخاص المرخص لهم، الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية السعودية، بموجب القرار رقم 1-83-2005 بتاريخ 28/6/2005م بناءً على نظام السوق المالية الصادرة بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 2/6/1442هـ، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 3-85 لسنة 2017 بتاريخ 18/9/2017، الموقع الإلكتروني لهيئة السوق المالية السعودية: <https://cma.org.sa>.

هـ: مراجع إلكترونية أخرى:

- اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 المتعلق بإنشاء سوق رأس المال الكويتي، صادرة بموجب القرار رقم 72 لسنة 2015، الموقع الإلكتروني لهيئة أسواق المالية لدولة الكويت: <https://www.cma.gov.kw> .

- القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000، المتعلق بهيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع. - قرار رقم (2) لسنة 2001، صادر عن مجلس إدارة هيئة الأسواق المالية الإماراتية، بتاريخ 2001/02/11م، خاص بالتداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية، الموقع الإلكتروني للهيئة: <https://www.sca.gov.ae> .

- قرار رقم 67/ ر لسنة 2007، صادر عن رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية، بتاريخ 2007/02/11، متعلق بالتداول على الأنترنت، الموقع الإلكتروني للهيئة: <https://www.sca.gov.ae> .

- قرار رقم (27) لسنة 2014، صادر عن مجلس إدارة هيئة الأسواق المالية الإماراتية، بتاريخ 2014/06/25م، خاص بنظام الوساطة في الأوراق المالية، الموقع الإلكتروني للهيئة: <https://www.sca.gov.ae> .

و - مواقع إلكترونية أخرى:

- الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية: <https://www.egx.com.eg> .

- الموقع الإلكتروني استشارات قانونية- محاماة نث: <http://www.mohamat.net> .

- الموقع الإلكتروني: WWW.PEX.PS .

- الموقع الإلكتروني: WWW.LSM.GOV.LY .

- الموقع الإلكتروني: <https://www.legifrance.gouv.fr> .

- الموقع الإلكتروني للائحة العامة سوق المال الفرنسية: <https://reglement-general.amf-france.org> .

- الموقع الإلكتروني: <http://www.ssrn.com/link/South-Asian-J-Law-Policy-Social-Research.html> .

- الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الأمريكية:

. <https://www.sec.gov/fast-answers/answerstmanipulhtml.html> .

- الموقع الإلكتروني: www.crs.gov.
- الموقع الإلكتروني: <https://onlinelibrary.wiley.com>.
- الموقع الإلكتروني: <http://law-library.syriaforums.net>.
- site web de l'etablissement LCH.CLEARNET SA PARIS:
<http://www.socete.com/etablissement/lch-claeret-sa/>
- site web: <https://www.jeffreynewmanlaw.com>.
- site web: <https://www.lesechos.fr>
- site web: <https://www.simonassocies.com>
- site web: <https://CMS.LAW/fr>
- site web: <https://matheo.uliege.be>
- site web <https://dergipark.org.tr>.
- site web : <http://:precis.dalloz.fr>.
- site web: <https://www.vilmorincie.com>.
- site web: <https://CMS.LAW/fr>.
- bulletin: [www.legifrance.ouv.fr.affich.jurijudi.dok](http://www.legifrance.ouv.fr/affich/jurijudi.dok)
- site web: www.wikipedia.org.
- site web: <http://www.avocat-assurance-vie.fr/gestion-de-portefeuille-de-titre>.
- site web: <https://www.amf-france.org>.
- site web: http://www.lexinter.net/Legislation/regles_de_bonne_conduite1.htm.
- site Web du Comité des établissements de crédit et des sociétés d'investissement :
<http://www.cecei.org>.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات:

شكر وعرفان.....	
إهداء.....	
المختصرات:	
مقدمة.....	أ
الفصل التمهيدي: ماهية بورصة الأوراق المالية كنظام متكامل ينشط ضمنها الوسيط المالي.....	27
المبحث الأول: مدخل إلى البورصة.....	28
المطلب الأول: ضبط مفهوم بورصة الأوراق المالية وتأصيلها.....	28
الفرع الأول: ضبط مفهوم بورصة الأوراق المالية.....	28
أولاً: تعدد المصطلحات المستعملة للدلالة على بورصة الأوراق المالية.....	28
ثانياً: البورصة في الاشتقاق اللغوي.....	31
ثالثاً: التعريف الاقتصادي لبورصة الأوراق المالية.....	31
رابعاً: تعريف بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية.....	33
خامساً: التعريف الفقهي لبورصة الأوراق المالية.....	35
سادساً: التعريف التشريعي لبورصة الأوراق المالية.....	37
الفرع الثاني: البعد التاريخي لبورصة الأوراق المالية.....	39
أولاً: نشأة بورصة الأوراق المالية.....	39
ثانياً: تطور بورصة الأوراق المالية.....	42
المطلب الثاني: أهمية البورصة وأنواعها.....	43
الفرع الأول: أهمية بورصة الأوراق المالية.....	43
الفرع الثاني: تصنيف بورصة الأوراق المالية.....	46
أولاً: التصنيف وفقاً للتعامل على الأصول المالية.....	46
أ - سوق الإصدار أو السوق الأولي <i>Primary Market</i>	46
ب - سوق التداول أو السوق الثانوي <i>Secondary Market</i>	48
ثانياً: التصنيف وفقاً لتوقيت التعامل على الأصل المالي.....	49
أ - الأسواق الحاضرة.....	49
ب - الأسواق المستقبلية.....	49

50	.....	ثالثًا: التصنيف وفقا لتنظيم السوق.
50	.....	أ - السوق المالية الرسمية.
51	.....	ب - السوق المالية الموازية.
53	.....	المطلب الثالث: وظائف بورصة الأوراق المالية وخصائصها.
53	.....	الفرع الأول: وظائف بورصة الأوراق المالية.
53	.....	أولًا: الوظيفة التمويلية لسوق الأوراق المالية.
54	.....	ثانيًا: أهم الوظائف الأخرى لسوق الأوراق المالية.
54	.....	أ - ضمان سوق دائمة للأوراق المالية.
55	.....	ب - تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية.
56	.....	ثالثًا: الوظائف المكملة.
57	.....	أ - توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر.
57	.....	ب - أداة لتحويل الأموال وتوفير السيولة اللازمة.
57	.....	ج - سوق الأوراق المالية مؤشر عن ظروف الاستثمار.
57	.....	د - الوقاية من تقلبات الأسعار.
58	.....	هـ - دعم الائتمان.
58	.....	و- التقليل من التكاليف.
59	.....	الفرع الثاني: خصائص سوق رأس المال.
61	.....	المبحث الثاني: إطار عمل بورصة الأوراق المالية.
61	.....	المطلب الأول: الإطار الشكلي لبورصة الأوراق المالية.
61	.....	الفرع الأول: الأجهزة المسيرة لبورصة الأوراق المالية.
62	.....	أولًا: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. (COSOB)
63	.....	ثانيًا: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. (SGBVM)
66	.....	ثالثًا: المؤتمر المركزي على السندات.
66	.....	أ - دور التشريع المقارن في استحداث المؤتمر المركزي في الجزائر.
68	.....	ب - الطبيعة القانونية للمؤتمر المركزي على السندات.
71	.....	ج - أهداف المؤتمر المركزي على السندات.

72	د - وظائف المؤتمر المركزي على السندات.
73	هـ - الجهاز الإداري للمؤتمر المركزي على السندات.
74	الفرع الثاني: الوساطة المالية في عمليات البورصة.
74	الفرع الثالث: المدخرون لرؤوس الأموال في البورصة.
75	أولاً: الأسر.
75	ثانياً: مؤسسات الاستثمار.
77	الفرع الرابع: المصدرون للأوراق المالية.
78	المطلب الثاني: المنتجات المالية موضوع عمليات الوساطة في بورصة الأوراق المالية.
79	الفرع الأول: مفهوم الأوراق المالية.
82	الفرع الثاني: صكوك الملكية.
82	أولاً: تعريف السهم.
82	أ- السهم في اللغة.
83	ب- السهم اصطلاحاً وتشريعاً.
84	ثانياً: خصائص الأسهم.
84	أ - قابلية السهم للتداول:
84	ب - تساوي الأسهم من حيث القيمة:
84	ج - عدم قابلية السهم للتجزئة
85	د - مسؤولية مالك السهم:
85	هـ - العائد المحصل عليه من الأسهم:
86	و - أجل استحقاق السهم:
86	أولاً: أنواع الأسهم:
86	أ- التصنيف تبعاً لطبيعة حصة المساهم:
86	1- الأسهم النقدية:
86	2- الأسهم العينية:
86	ب- التصنيف تبعاً للشكل القانوني للأسهم.
86	1- الأسهم الاسمية.

- 86 2- الأسهم لحاملها.
- 87 3- الأسهم الإذنية أو لأمر.
- 87 4- التصنيف تبعا لعلاقة الأسهم برأس مال الشركة.
- 87 5- التصنيف تبعا للحقوق التي يخولها السهم.
- 87 الفرع الثالث: صكوك المديونية.
- 88 أولا: تعريف السندات.
- 89 أ - التعريف اللغوي.
- 89 ب - التعريف الاصطلاحي.
- 88 1- تعريف السندات من وجهة نظر الاقتصاديين.
- 89 2- تعريف فقهاء القانون.
- 90 ج - تعريف المشرع الجزائري للسندات.
- 90 ثانيا: خصائص السند.
- 91 ثالثا: أنواع السندات.
- 91 أ - بالنظر إلى جهة الإصدار:
- 91 1 - سندات حكومية:
- 91 2- سندات مؤسسات الأعمال:
- 91 3- السندات الدولية:
- 92 ب - بالنظر إلى طريقة تملكها وتداولها:
- 92 ج - بالنظر إلى العائد المحتمل الحصول عليه:
- 92 1- سندات ذات العائد ثابت:
- 92 2- سندات ذات العائد متغير:
- 92 د - بالنظر إلى ما تحققه الشركة:
- 92 ز - بالنظر إلى الضمانات المقدمة لأصحابها:
- 92 1 - سندات مضمونة برهن أصول معينة:
- 93 2 - السندات غير المضمونة:
- 93 ن - بالنظر إلى الحقوق والامتيازات التي تخولها:

94	1- السندات غير قابلة للتحويل:
94	2 - سندات قابلة للتحويل:
94	هـ - بالنظر إلى طريقة التسديد:
94	1 - سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها
94	2 - سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:
95	و - بالنظر إلى آجال الاستحقاق:
95	1- سندات مؤيدة
95	2- سندات ذات تاريخ استحقاق محدد:
95	ي - الاتجاهات الحديثة للسندات:
96	الفرع الرابع: المنتجات المالية الهجينة.
96	أولاً: شهادة الاستثمار.
97	ثانياً: سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم.
98	الفرع الخامس: الأوراق المالية المشتقة (المشتقات المالية).
98	..... Derivatives Securities (financial Derivatives)
98	أولاً: تعريف المشتقات المالية.
99	ثانياً: أنواع المشتقات المالية.
99	أ- عقود الخيارات Options contracts:
100	ب- العقود المستقبلية Futures contracts :
101	ج - العقود الآجلة Forwards contracts :
101	د-عقود المبادلات (المقايضات) swaps contrcts :
102	ثالثاً: مخاطر المشتقات المالية.
102	أ - المخاطر التقليدية.
102	1 - المخاطر السوقية.
103	2 - المخاطر الائتمانية.
103	3 - المخاطر القانونية.
104	4 - مخاطر التسوية.

104.....	ب - المخاطر الخاصة بالمشتقات المالية.
104.....	1 - مخاطر الارتباط.
104.....	2 - مخاطر السيولة.
104.....	3 - مخاطر التسعير.
105.....	ملخص الفصل التمهيدي.
108.....	الباب الأول: خصوصيات الوساطة في بورصة الأوراق المالية كنشاط مقيد.
110.....	الفصل الأول: ماهية الوساطة كنشاط مقيد في بورصة الأوراق المالية.
111.....	المبحث الأول: ماهية الوساطة في بورصة الأوراق المالية.
111.....	المطلب الأول: التعريف بالوساطة في بورصة الأوراق المالية وتأصيلها التاريخي.
111.....	الفرع الأول: التعريف بالوساطة في بورصة الأوراق المالية.
112.....	أولاً: التعريف اللغوي للوساطة المالية.
114.....	ثانياً: التعريف الاصطلاحي لوسيط عمليات البورصة.
115.....	ثالثاً: التعريف الفقهي لوسيط عمليات البورصة.
118.....	رابعاً: التعريف القانوني لوسيط عمليات البورصة.
121.....	الفرع الثاني: التأصيل التاريخي لمهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية.
121.....	أولاً: ظهور مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية.
122.....	ثانياً: تطور مهنة الوساطة في بورصة الأوراق المالية.
125.....	المطلب الثاني: خصائص الوساطة في بورصة الأوراق المالية وأهميتها.
125.....	الفرع الأول: الخصائص المميزة لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية.
127.....	أولاً: ضمان تنفيذ الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية.
128.....	ثانياً: احتكار نشاط الوساطة .
130.....	ثالثاً: حظر مزاولة أنشطة موازية للوساطة.
131.....	رابعاً: تجارية نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية.
131.....	خامساً: قصر نشاط الوساطة على الأشخاص المعنوية.
133.....	سادساً: الزامية الاستعانة بالوسيط في بورصة الأوراق المالية.
134.....	الفرع الثاني: أهمية الوساطة في بورصة الأوراق المالية.
134.....	أولاً: مساعدة العملاء في اقتصاد الوقت.

- 135..... ثانيا: السهر على حسن سير السوق.
- 135..... ثالثا: حماية وتبصير المستثمرين.....
- 137..... رابعا: الحد من تكاليف الصفقات.
- 137..... المطلب الثالث: الوضع القانوني لنشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية وأصنافها.
- 137..... الفرع الأول: الطبيعة القانونية لنشاط الوسيط في بورصة الأوراق المالية.
- 140..... الفرع الثاني: انفراد وسيط بورصة الأوراق المالية بمركز قانوني متميز عن مراكز قانونية مشابهة له.
- 141..... أولا: من حيث محل العقد:
- 141..... ثانيا: من حيث ضمان تنفيذ العقد:
- 142..... ثالثا: من حيث جواز أن يكون هناك وسيط واحد في العقد:
- 143..... رابعا: من حيث صفته في العقد:
- 144..... خامسا: من حيث طبيعة العمل:
- 144..... سادسا: من حيث حرية ممارسة النشاط.
- 145..... سابعا: من حيث الزامية التدخل.
- 146..... الفرع الثالث: تصنيف وسطاء بورصة الأوراق المالية.
- 146..... أولا: تصنيف فقهاء الاقتصاد للوسطاء الماليين.
- 146..... أ - سماسرة وكلاء.
- 147..... ب - سمسار الصالة.
- 147..... ج - المتخصصون.
- 148..... د - صانع السوق (الوسيط التاجر).
- 148..... ثانيا: التصنيف التشريعي لوسطاء بورصة الأوراق المالية.
- 149..... أ - تصنيف الوسيط وفقا لشكله القانوني.
- 150..... ب - تصنيف الوسيط تبعا لنشاطه.
- 154..... المبحث الثاني: الوساطة في بورصة الأوراق المالية نشاط مقيد.
- 155..... المطلب الأول: ضرورة توفر مؤهلات لقبول شركات الوساطة ذاتها في بورصة الأوراق المالية... ..
- 155..... الفرع الأول: الشكل القانوني للوسيط في بورصة الأوراق المالية.
- 159..... الفرع الثاني: حدود الملاءة المالية لوسيط الأوراق المالية.
- 166..... الفرع الثالث: المقر الاجتماعي للوسيط وإدارته.

172.....	الفرع الرابع: الوسائل التقنية.
173.....	المطلب الثاني: المؤهلات المتعلقة بقبول مندوبي شركات الوساطة داخل قاعات البورصة.
177.....	المطلب الثالث: الإجراءات الواجب إتباعها للحصول على الاعتماد.
177.....	الفرع الأول: إيداع طلب اعتماد من قبل الوسيط المالي لدى لجنة البورصة.
187..	الفرع الثاني: تقدير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مؤهلات الوسيط لمنحه الاعتماد.
196.....	الفصل الثاني: نشاط الوسيط في بورصة الأوراق المالية.
200.....	المبحث الأول: وسيط بورصة الأوراق المالية راعي مرحلة إصدار وقيد الأوراق المالية بالبورصة.
200.....	المطلب الأول: تدخل الوسيط المالي في إصدار الأوراق المالية لشركات الأعمال.
205.....	المطلب الثاني: دور الوسيط المالي في إدراج المنشآت الاقتصادية في البورصة.
206.....	الفرع الأول: مفهوم الإدراج في بورصة الأوراق المالية.
206.....	أولاً: التعريف بالإدراج في بورصة الأوراق المالية.
209.....	ثانياً: شروط الإدراج في البورصة الجزائرية.
209.....	أ- شروط الإدراج في سوق سندات رأس المال.
209.....	1 - الشروط المتعلقة بالإدراج في السوق الرئيسية.
212.....	2 - الشروط المتعلقة بالإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
213.....	ب - شروط الإدراج في سوق سندات الدين.
213.....	1 - شروط إدراج سندات شركات المساهمة.
214.....	2 - شروط إدراج السندات العمومية.
214.....	الفرع الثاني: إجراءات الإدراج في بورصة الأوراق المالية.
214.....	أولاً: إعداد المنشأة الاقتصادية لملف الإدراج.
215.....	أ- الوثائق العامة المتعلقة بالإدراج.
216.....	ب- الوثائق الخاصة بالأوراق المالية.
217.....	1 - الوثائق الخاصة برأسمال الشركة.
217.....	2 - الوثائق الخاصة بسندات الدين.
218.....	ثانياً: قرار اللجنة بعد استلام ملف الإدراج.
220.....	المبحث الثاني: وسيط البورصة محرك عمليات تداول الأوراق المالية وتكوين وإدارة محافظها.
220.....	المطلب الأول: وسيط البورصة محرك عمليات التداول على الأوراق المالية.

- 221..... الفرع الأول: المقصود بعمليات التداول في بورصة الأوراق المالية.
- 222..... الفرع الثاني: الإجراءات التمهيدية لقبول التداول.
- 226..... الفرع الثالث: تلقي الوسيط أوامر العميل.
- 227..... أولاً: المقصود بأوامر البورصة.
- 232..... ثانياً: كيفية إصدار الأوامر إلى وسيط بورصة الأوراق المالية وأنواعها.
- 232..... أ - كيفية إصدار الأوامر إلى وسيط بورصة الأوراق المالية.
- 236..... ب - أنواع الأوامر الصادرة لوسيط بورصة الأوراق المالية.
- 237..... 1- الأوامر الصادرة لوسيط بورصة الأوراق المالية من حيث السعر.
- 237..... 1-1- الأمر بسعر محدد: *price limit order*
- 238..... 2-1 - الأمر بسعر السوق: *(Market order) - (price market Order)*
- 240..... 1- 3- الأمر بسعر أفضل: *(The Best Order or At Market Order)*
- 239..... 2 - أوامر صادرة لوسيط بورصة الأوراق المالية محددة بزمان التنفيذ. *(Time Limit of Orders)*
- 241..... 2- 1- الأمر ليوم:
- 241..... 2 - 2- الأمر لمدة محددة:
- 241..... 2 - 3 - الأمر للتنفيذ:
- 241..... 2 - 4 - الأمر الملغى:
- 242..... 3- أوامر صادرة لوسيط بورصة الأوراق المالية مرتبطة بكمية الأوراق المتداولة.
- 242..... 3- 1- الأمر بدون شرط الكمية:
- 242..... 3 - 2- أوامر الكل أو اللاشيء:
- 243..... 4- أوامر العميل وغير العميل:
- 243..... الفرع الرابع: تنفيذ وسيط بورصة الأوراق المالية لأوامر المستثمرين
- 244..... أولاً: آليات عرض الأوامر في البورصة.
- 244..... أ - طريقة المناذاة:
- 245..... ب - أسلوب لوحات العرض:
- 245..... ج - أسلوب الحاسب الآلي:
- 248..... ثانياً: إجراءات تنفيذ الأوامر.

- 251.....ثالثاً: إجراءات نقل الملكية بعد تنفيذ أوامر العملاء.
- 260.....المطلب الثاني: تولى الوسيط تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير في البورصة.
- 261 *Stock Portfolio Create and Management*. الفرع الأول: مفهوم تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية.
- 262.....أولاً: تعريف محفظة الأوراق المالية:
- 264.....ثانياً: تكوين محفظة الأوراق المالية.
- 264.....أ - مبدأ حسن اختيار الأوراق المالية:
- 265.....ب - مبدأ تنويع الأوراق المالية:
- 265.....ج - مبدأ الشمول:
- 265.....ثالثاً: أنواع المحافظ:
- 265.....أ - من حيث مكوناتها:
- 266.....ب - من حيث المدخر وطريقة الإدارة:
- 267.....ج - من حيث الموقع الجغرافي:
- 267.....رابعاً: أهداف المحفظة الاستثمارية. *The Goals Investment Portfolio*
- 268.....الفرع الثاني: ازدواجية الوصف القانوني لعقد إدارة محفظة الأوراق المالية.
- 268.....أولاً: إدارة محفظة الأوراق المالية نشاط مهني لوسيط بورصة الأوراق المالية.
- 273.....ثانياً: إدارة محفظة الأوراق المالية علاقة تعاقدية.
- 279.....ملخص الباب الأول.
- الباب الثاني: الأحكام المترتبة على أعمال وسيط بورصة الأوراق المالية ومسؤوليته عقب أداء مهامه
- 282.....بالمخالفة لقواعد السوق.
- 284.....الفصل الأول: الأحكام المترتبة على أعمال وسيط بورصة الأوراق المالية.
- 285.....المبحث الأول: التزامات وسيط بورصة الأوراق المالية.
- 286.....المطلب الأول: الالتزامات الإدارية.
- 286.....الفرع الأول: على الوسيط المالي أن يكون عضواً في السوق.
- 287.....الفرع الثاني: التزامات الوسيط المالي تجاه لجنة البورصة.
- 287.....أولاً: الالتزام بأخلاقيات المهنة.
- 287.....أ - الالتزام بمسك الدفاتر.
- 288.....ب - الالتزام بتسهيل عملية الرقابة.
- 292.....ج - الالتزام بقواعد الانضباط والحذر.

- 292..... 1 - قاعدة تغطية المخاطر
- 293..... 2- قاعدة توزيع المخاطر .
- 293..... 3- تأمين الأصول
- 294..... د - الالتزام بإعلام اللجنة.
- 297..... ثانيا: التزام الوسيط المالي بتسديد الرسوم المستحقة عليه:
- 297..... أ - دفع الأتاوى.
- 298..... ب - دفع الضمانات:
- 301..... ثالثا: الالتزام بالمساهمة في مكافحة جريمة تبييض الأموال.
- 307..... المطلب الثاني: الالتزامات المهنية.
- 307..... الفرع الأول: الالتزامات المترتبة على عقد الوساطة المالية.
- 307..... أولا: الالتزام بفتح حساب للعميل.
- 309..... ثانيا: الالتزام بتنفيذ أوامر العميل.
- 312..... ثالثا: الالتزام بإبلاغ العميل بالعمليات المنفذة وتزويده بتقارير دورية تتعلق بحساباته.
- 315..... الفرع الثاني: الالتزامات التي يفرضها القانون واللوائح التنظيمية لبورصة الأوراق المالية.
- 315..... أولا: الالتزام بحفظ السر المهني.
- 319..... ثانيا: الالتزام بالإفصاح والشفافية.
- 327..... ثالثا: الالتزام بضمان سلامة العملية.
- 330..... رابعا: الامتناع عن ممارسة المحظورات.
- 332..... المبحث الثاني: حقوق الوسيط في بورصة الأوراق المالية.
- 332..... المطلب الأول: الحق الامتيازي لوسيط بورصة الأوراق المالية.
- 332..... الفرع الأول: نطاق الحق الامتيازي.
- 341..... الفرع الثاني: حماية حق الاحتكار (الامتياز).
- 343..... المطلب الثاني: الحق في الحصول على العمولة وضمانات التنفيذ.
- 343..... الفرع الأول: الحق في مقابل الخدمة (العمولة).
- 357..... الفرع الثاني: الحق في الحصول على ضمانات التنفيذ.
- 357..... أولا: ضمانات التنفيذ العامة.
- 358..... أ- الحق في الحبس.

- 361..... ب - الحق في الإمتياز .
- 363..... ثانيا: ضمانات التنفيذ الخاصة ببورصة الأوراق المالية.
- 363..... أ- الحق في الغطاء.
- 366..... ب- الحق في التنفيذ داخل البورصة.
- 371..... الفصل الثاني: مسؤولية و.ب.أ.م عقب أداء مهامه بالمخالفة لقواعد السوق.
- 373..... المبحث الأول: قيام المسؤولية المدنية والتأديبية لوسيط بورصة الأوراق المالية.
- 373..... المطلب الأول: قيام المسؤولية المدنية لوسيط بورصة الأوراق المالية.
- 374..... الفرع الأول: المسؤولية التقصيرية لوسيط بورصة الأوراق المالية.
- 383..... الفرع الثاني: المسؤولية العقدية لوسيط بورصة الأوراق المالية.
- 393..... المطلب الثاني: قيام المسؤولية التأديبية لوسيط بورصة الأوراق المالية.
- 394..... الفرع الأول موضوع المسؤولية التأديبية لوسيط بورصة الأوراق المالية وجهة الاختصاص بالتوقيع
- 394..... أولا: موضوع المسؤولية التأديبية وسيط بورصة الأوراق المالية.
- 396..... ثانيا: جهة الاختصاص بتأديب وسيط بورصة الأوراق المالية.
- 398..... الفرع الثاني: إجراءات التأديب والقرارات الصادرة عن الجهة المختصة.
- 399..... أولا: إجراءات تأديب وسيط بورصة الأوراق المالية.
- 403..... ثانيا: قرارات الجهة المختصة بتأديب وسيط عمليات بورصة الأوراق المالية.
- 403..... أ - عقوبات ذات طابع معنوي:
- 403..... ب - عقوبات مقيدة أو سالبة للحقوق:
- 405..... ج - عقوبات مالية:
- 411..... المبحث الثاني: قيام المسؤولية الجنائية لوسيط بورصة الأوراق المالية.
- 412..... المطلب الأول: الجرائم المتعلقة بسلوك لوسيط بورصة الأوراق المالية.
- 413..... الفرع الأول: جريمة ممارسة نشاط الوساطة بدون ترخيص.
- 413..... أولا: أركان الجريمة.
- 417..... ثانيا: العقوبات المقررة للجريمة.
- 420..... الفرع الثاني: جريمة التصرف في الأوراق المالية للعميل دون تفويض .
- 421..... أولا: موقف التشريعات من تصرف وسيط البورصة في أوراق العميل دون تفويض .
- 422..... ثانيا: الجزاء المقرر لتصرف وسيط البورصة في أوراق العميل بدون تفويض.
- 423..... الفرع الثالث: جريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية.

- 424.....أولاً: مفهوم التلاعب بأسعار الأوراق المالية وصوره.
- 424..... أ- مفهوم التلاعب بأسعار الأوراق المالية.
- 424..... 1- المعنى اللغوي لمصطلحي التلاعب والمضاربة.
- 424..... 1 - 1 - 1- مصطلح التلاعب في اللغة.
- 425..... 1 - 2 - 2 - مصطلح المضاربة في اللغة.
- 425..... 2 - التلاعب اصطلاحاً.....
- 427..... 3- التعريف التشريعي للجريمة.....
- 428..... ب - صور التلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية.
- 428..... 1 - صور التلاعب حسب تأثيرها على السعر.
- 428..... 1- 1 - التلاعب المؤثر في القيمة:
- 429..... 1- 2 - التلاعب المؤثر في السعر
- 429..... 2 - صور التلاعب بالأسواق حسب نوعية البيع والشراء.
- 429..... 2- 1 - البيع الوهمي أو الصوري: (Wash Sale)
- 430..... 2 - 2 - توافق الطلبات (matched orders)
- 430..... 2 - 3 - الشراء بغرض الاحتكار (Corner the market)
- 431..... ثانياً : أركان الجريمة:
- 431..... أ - الركن المادي للجريمة.
- 436..... ب- الركن المعنوي
- 438..... ثالثاً: ردع الجريمة.
- 440..... الفرع الرابع : جريمة عرقلة مراقبي سلطة ضبط السوق المالي.
- 441..... أولاً: أركان جريمة عرقلة مراقبي سلطة ضبط السوق المالي:.
- 444..... ثانياً: الجزاء المقرر للجريمة.
- 445..... المطلب الثاني: جرائم مرتبطة بتعامل وسيط بورصة الأوراق المالية مع المعلومات.
- 445..... الفرع الأول: جريمة استغلال المعلومات الداخلية (الجهوية).
- 446..... أولاً: تحديد ماهية جريمة استغلال المعلومات الداخلية.
- 451..... أ- التعريف التشريعي للمعلومة الداخلية.
- 453..... ب - التعريف الفقهي للمعلومة الداخلية.

454.....	ج - خصائص المعلومة الداخلية
455.....	1 - أن تكون المعلومة جوهرية (مميزة): (Material Information)
456.....	2- شرط السرية "Confidentiality"
457.....	3 - شرط الدقة.....
458.....	4 - تأثير المعلومة الداخلية على سعر الأوراق المالية.....
461.....	ثانيا: أركان جريمة استغلال معلومات داخلية:
461.....	أ - الركن المادي لجريمة استغلال معلومات داخلية.....
462.....	1 - قيام الوسيط المالي بإجراء صفقة أو أكثر بنفسه مستغلا معلومة داخلية
463.....	2 - قيام الوسيط المالي بإجراء صفقة أو أكثر بواسطة الغير مستغلا معلومة داخلية... ..
464.....	3 - قيام الوسيط المالي بإفشاء المعلومة الداخلية للغير يستغلها في إجراء صفقة.....
464.....	4 - إلغاء الوسيط المالي أو تعديله لأوامر أصدرها قبل الحصول على المعلومة الداخلية.....
465.....	ب - الركن المعنوي لجريمة استغلال معلومات داخلية.....
466.....	ثالثا: الجزاء المترتب على الوسيط المالي مرتكب جريمة استغلال معلومات داخلية.....
469.....	الفرع الثاني: جريمة تسريب معلومات خاطئة أو مغالطة.....
471.....	أولاً: الركن الشرعي للجريمة.....
473.....	ثانيا: الركن المادي للجريمة.....
473.....	أ - أن يقوم الوسيط بتسريب معلومة خاطئة أو مضللة في السوق.....
474.....	ب - أن يكون للمعلومة تأثير محتمل على سعر الأوراق المالية للشركة المعنية.....
475.....	ثالثا: الركن المعنوي للجريمة.....
476.....	رابعا: جزاء الوسيط المالي مسرب المعلومات الخاطئة أو المغالطة.....
478.....	ملخص الباب الثاني.....
481.....	خاتمة.....
491.....	قائمة المصادر والمراجع:
537.....	فهرس المحتويات:

ملخص الأطروحة:

يشكل نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية العصب المحرك لها، إذ من غير الممكن لهذه السوق أن تقوم بوظيفتها ما لم يتواجد بها الوسطاء الماليون، وعلى هذا الأساس اهتم المشرع الجزائري كغيره من التشريعات المقارنة بتنظيم هذا النشاط الحساس، لما له من دور فعال في حشد المدخرات المالية وتحويلها للمشاريع الاقتصادية، وللوقوف على مدى فعالية القواعد التي تنظم هذا النشاط في التشريع الجزائري، كان من اللازم تسليط الضوء على التنظيم القانوني له في التشريع الجزائري موازاة مع جملة من التشريعات المقارنة، وذلك بالتركيز أولاً على هذه السوق باعتبارها مجال نشاط الوسيط، لمعرفة مجمل الأجهزة والمتعاملين فيها، الذين يتوجب على الوسيط المالي التعامل معهم، بالإضافة إلى المنتجات المالية التي يتكفل الوسيط بتسويقها داخل السوق.

بعد ذلك يتم تسليط الضوء على ماهية هذا النشاط، مع بيان أهم القيود والإجراءات التي تفرض على أي شخص يرغب في ممارسة نشاط الوساطة في بورصة الأوراق المالية، ثم إبراز مختلف الأنشطة التي يمكن للوسيط المالي مزاولتها، بعد حصوله على الاعتماد من قبل الهيئات المختصة بذلك. لنتنقل الدراسة بعدها إلى الآثار المترتبة على ممارسة هذا النشاط في السوق، من التزامات وحقوق، مع بيان طبيعة المسؤولية التي يمكن أن يتحملها الوسيط المالي في حال ما إذا أخل بالالتزامات المترتبة على عاتقه، أو كانت تصرفاته غير مشروعة، والجزاءات التي ستسلط عليه عقب ذلك.

Abstract:

The activity of intermidaring represent the stimulant nerve in the bourse of financial papers so that it is impossible to that market doing its function without the financial itermiators. On that basis the Algerian legislator as the other compared legislators is interested in organizing that sensitive activity because of his deliquate role in gathering the financial savings them transforming them into economical projects to measure the eflency of the rules that organise that activity in the algerian legislation. It is necessary to shed the light on the statutory organism paralleling a group of the compared legislation. This is first by focusing on the market which represents the domain of the intermidiator's activity to know all its organs and transacters whom he should deat with in addition to the financial products which should be marketed by the intermidiator.After that, the light is shed on the essence of that activity,and showing the main bonds and procedures that ar imposed on any person who wants to practise the activity of intermidating in the bourse of financial papers, them displaying the different activities that the financial intermidiator can practise, after geting the licence from the specialised bodes.

After that, the study moves to the results of practicing that activity in the market, either obligations or rights, and showing the rapture of respensibility that a financial intermidiator can hold in case he disructped his comentment or his actions were illegal and the penalties set him after that.