



الرقم التسلسلي: .....

:

:

:

تطور السوق السندي في الجزائر

خلال الفترة 2000 - 2011

..

:

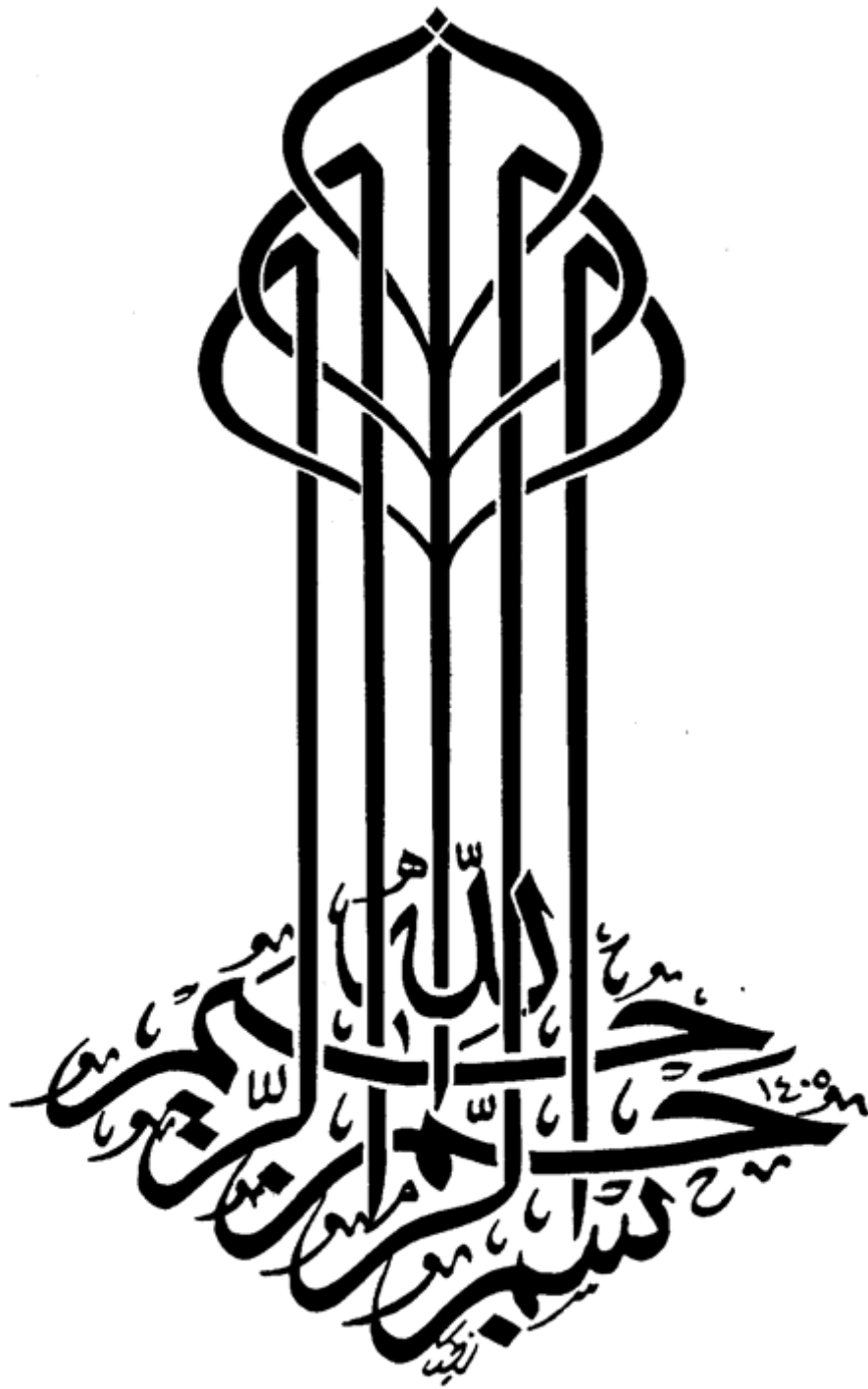
:

-

-

-

2011 - 2012 :



•  
:  
" "

" "

• :  
:

• " "  
:

2012

2012

•  
•  
أسماء

>>  
<<

( )

.2012



.

" "

.

" "

" "

.

.

" "

.

" "

.

" "

.

"

مثال

---

:

" "

.

:

" "

.

"

.

.

:

:

.

## مقدمة:

مما لا شك فيه أن الأوراق المالية تعتبر ضرورية و لتداول هذه الأوراق هناك مجموعة من الأسواق و كل سوق يضع للبيع و للشراء قواعد عامة و شروط و ضوابط، فترات تختلف حسب نوع السوق، و يعد سوق المال ( البورصة) السوق المثالي الذي تتحقق فيه المنافسة الحرة و الأسعار وفق قانون العرض و الطلب كما يقوم بجمع مخلف الأوراق المالية أما السوق النقدي فيمثل المكان الذي يتم التعامل فيه بالأدوات المالية قصيرة الأجل إذ يقوم بتوفير الفرصة للمقترضين للحصول على تلك القروض و الأدوات المستعملة في سوق رأس المال تعكس غالبا حقوق الملكية مثل الأسهم كما تعكس الديون طويلة الأجل و السندات و هذه الأدوات تعتبر من أهم العناصر المتداولة في هذا السوق مما توفر من مزايا و أهمية كبيرة، و قد عرفت بورصة الجزائر على أنها إطار لتنظيم و سير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرين، و يعد سوق قيم الدولة بمثابة السوق الخاص بالأوراق المالية (السندات) التي تصدرها بهدف تمويل العجز في موازنتها العامة و قد تطور هذا السوق في الآونة الأخيرة تطورا ملحوظا من خلال القيام بأول إصلاح في توجيه سياسة الإصدار حيث تميز بإطار تشريعي معين كما شكل السوق السندي في المؤسسات في الفترة الأخيرة مجموعة من الإصدارات المسعرة و غير المسعرة يبرز كل منهما عدد السندات و مبلغ كل سند خاص بكل مؤسسة سواء كانت مسعرة أو غير مسعرة.

و هنا تبرز إشكالية البحث و التي تتمحور حول التساؤل الجوهري التالي: ما هي تطورات السوق السندي الجزائري خلال فترة 2000-2011 ؟

هذا التساؤل الرئيسي يحمل في طياته مجموعة من الأسئلة الفرعية أهمها:

- ما مفهوم سوق المال ، و ما دوره في النشاط الاقتصادي .
- فيما تتمثل أدوات التعامل في سوق رأس المال.
- من هم المتدخلون في بورصة الجزائر؟
- ما هي الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة ؟
- ما هي مجموعة الإصدارات السنديّة التي شهدتها السوق السندي المؤسساتي الجزائري ؟
- و انطلاقا من تساؤلات رئيسية يمكن صياغة الفرضيات التالية :
- يعتبر سوق المال مكان التقاء العارضين و الطالبين للأوراق المالية :
- تمثل أدوات التعامل في سوق رأس المال في الأسهم العادية و الأسهم الممتازة.
- يعبر المصدرون هم المتدخلون الأساسيون في بورصة الجزائر .
- تمثل الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم خزينة في سندات التجهيز.

- تعتبر الإصدارات السنوية المسعرة و الغير المسعرة لوسيلة المستعملة لتحديد مجموع المبالغ و عدد السندات الخاصة بكل مؤسسة من الفترة 2000-2011.

و نهدف من خلال بحثنا هذا إلى:

- معرفة كل من السوق المالي السوق النقدي بالإضافة إلى سوق رأس المال .
- إبراز أهمية موقع السوق السندي من السوق المالي الجزائري .
- و إن سبب إختيارنا لموضوع بحثنا المتعلق بالسوق السندي في الناحية النظرية و يعود بالدرجة الأولى إلى ظاهرة الإحصائيات و الإصدارات السنوية المسعرة و الغير مسعرة بالبورصة في الجزائر خلال الفترة 2000-2011.

و سنعمد في بحثنا هذا على المنهج الوظيفي التحليلي ، حيث تقوم باكتساب بعض المعارف النظرية، التي لها علاقة بموضوعنا ، ثم نحاول تطبيقها في الواقع بدراسة حالة ، السوق السندي في الجزائر . و من أجل الإجابة على تساؤلاتنا السابقة سنعالج موضوعنا في فصلين سنعرض محتواها على النحو الآتي:

الفصل الأول: حيث نتعرض فيه إلى السوق السندي و سوق المال و سنقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث: المبحث الأول: سنتناول فيه سوق المال ، أين سنذكر بمفهومه و تطوره بإعتباره السوق الذي تباع و تشتري به الأدوات المالية ، ثم نتطرق إلى الأهمية ، الوظائف و دوره الإقتصادي منهجه و من جهة أخرى المبادئ و الأركان الأساسية ، و في الأخير سنتطرق بالتفصيل إلى شروط نجاح سوق المال. المبحث الثاني: سنتناول فيه السوق النقدي و ذلك نتطرق إلى مفهومه، أهميته، و شروط قيامه من جهة، و من جهة أخرى أهم المتعاملون في هذا السوق و هيكله الأساسي، و أخيرا سنتعرض إلى أدوات و أنواع السوق النقدي و كذا التعرف على مختلف مؤسساته.

المبحث الثالث: سنخصص فيه سوق رأس المال أين سنذكر مفهوم هذا السوق و نشأته، ثم خصائص ووظائف و أهم أقسام هذا السوق، و في الأخير سنتطرق بالتفصيل إلى الأسهم، السندات، سوق الخيارات، و سوق المشتقات المالية بإعتبارها أهم أنواع الأدوات المتداولة في هذا السوق.

الفصل الثاني: تعرض فيه إلى موقع السوق السندي من السوق المالي الجزائري ، أين سنقسمه إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول: نخصصة لبورصة القيم المنقولة الجزائرية من خلال التطرق إلى مفهوم و نشأة بورصة الجزائر، ثم تنظيم و المتدخلون في بورصة الجزائر، و شروط القبول و كيفية الإدراج و إجراءات الدخول، و أخيرا سنتعرض إلى أوامر البورصة و نظام تسعير و تداول الأوراق المالية في بورصة الجزائر.



المبحث الثاني: سنخصصه لسوق قيم الخزينة أين نتطرق في العنصر الأول منه إلى مفهوم الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة ، ثم الإطار التشريعي و التنظيمي لهذا السوق

المبحث الثالث: سنتناول فيه سوق سندات المؤسسات من خلال التطرق إلى نشأة و تطور سوق سندات المؤسسات و أخيرا الإصدارات السنوية في سوق سندات المؤسسات المسعرة و الغير مسعرة ببورصة الجزائر.

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

## الفصل الأول: السوق السندي و السوق المالي:

### تمهيد:

يحتاج التطرق لإشكالية السوق السندي إلى التذكير و ضبط بعض المفاهيم لدى ارتأينا أن نتعرض في الفصل الأول إلى ثلاث مباحث، سنتناول في المبحث الأول سوق المال أين سنذكر بمفهوم نشأة تطور سوق المال باعتبار سوق المال هو السوق الذي تباع و تشتري فيه الأوراق المالية كما نتطرق لأهمية ووظائف و المبادئ الأساسية لهذا السوق و في الأخير بالتفصيل إلى شروط و أهم العوامل و أنواع سوق المال و سنخصص المبحث الثاني للسوق النقدي أين سنتطرق إلى مفهوم، أهمية و شروط قيام السوق النقدي بالإضافة إلى أهم المعاملين و الهيكل الأساسي لهذا السوق و أخيراً سنتعرض إلى أدوات و أنواع السوق النقدي بالإضافة إلى مختلف مؤسساته، و سندرس في المبحث الثالث سوق رأس المال أين سنذكر مفهوم و نشأة سوق رأس المال باعتباره سوق يتم التعامل فيه بالأوراق المالية بيعاً و شراء كالأسهم و السندات بالإضافة إلى خصائص و وظائف و أقسام هذا السوق ثم كفاءته و أخيراً أنواع سوق رأس المال، و حب الأدوات المتداولة سنتطرق إلى عنصرين أساسيين و هما الأسهم و السندات.

### المبحث الأول: سوق المال:

تطور المفهوم العام للسوق المالي نتيجة لتطور وسائل الاتصال، وانه لم يعد هناك حصر مكان واحد يتم به التعامل في هذه الأسواق، ولا يعتمد على مكان إلتقاء المتعاملين كشرط أساسي من شروط السوق المالي مع أنه يعتبر من الأمور الفعالة (معرفة شكل و حجم مكان المتعاملين يمثل هذا النوع من الأسواق).

### المطلب الأول: مفهوم، نشأة و تطور سوق المال:

#### الفرع الأول: مفهوم سوق المال:

قبل الوصول إلى تعريف شامل لسوق المال لا بد من الإشارة إلى أن سوق المال هو: "السوق الذي تباع و تشتري به الأدوات المالية".

- فقد عرفه وليد صافي: 2008، ص16 على أنه: " هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه".

- كما عرفه (مروان عطون: 2003، ص16) على أنه: " تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد و تجميع و توجيه و توزيع إيداعات الشركات و الحكومات و الأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال سواء كانت إنتاجية أو غير إنتاجية".

- أما (هوشيار معروف: 2008، ص58) فقد عرفه على أنه: " وسيلة (ينتفي فيها شرط المكان) يلتقي خلالها

(المشتررون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون) من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات (الرأسمالية و النقدية) أو بـ (الصرف الأجنبي) لغرض تداول وتوفيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمالية والنقدية ... ) لفترات متباينة ( طويلة وقصيرة) اعتمادا على ( قوانين وأنظمة وتعليمات) وإلى حد ما (عادات وتقاليد وأعراف ) معتمدة ( محليا أو دوليا).

من التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن سوق المال بمفهومه الضيق هو سوق للأوراق المالية أي الأسهم والسندات الذي يطلق عليه مصطلح البورصات وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في القروض طويلة الأجل فقط، غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضا جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد وهذا يعني أن سوق المال يكون من شقين أساسيين هما: أسواق رأس المال وأسواق النقد.

### **الفرع الثاني: نشأة سوق المال:**

تستند فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق ويعتمد كبر حجم السوق على حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية أو بصفة خاصة على الأوراق المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية وهذه السوق أطلق عليها سوق الأوراق المالية وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والأداة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق كما أن الأسواق التجارية قد أصبحت في الوقت الحاضر أسواق مخصصة، بعضها متخصص في بيع السلع المعمرة، وبعضها متخصص في بيع الذهب حيث يطلق عليه بسوق الذهب وبعضها متخصص بأسواق العقارات وبعضها متخصص في بيع وشراء الأوراق المالية وهذا ما يطلق عليه بالسوق المالي. لذا لم تنشأ الأسواق المالية القائمة اليوم بهيكلها وإدارتها ونظمها هكذا مرة واحدة وإنما هي كانت نتيجة تاريخ طويل من التطور (محي الدين أحمد: 1995، ص25).

### **الفرع الثالث: تطور سوق المال:**

تعتبر الأسواق المالية حديثة النشأة بالنسبة للأسواق الأخرى إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة تطورا كبيرا سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق، وقد تزايد الدور الاقتصادي للأسواق المالية حيث أصبح يطلق عليها " بالبورصات " وأصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم ومن أهم هذه البورصات في العالم " بورصة نيويورك " ، " بورصة لندن " ، " بورصة طوكيو" ، " بورصة أستراليا " ، " بورصة سنغافورة "،... إلخ وقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حاليا بعدة مراحل يمكن تلخيصها بالآتي: (حسين علي حزبوش: 2010 ، ص14-16).

## المرحلة الأولى:

وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحللات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... إلخ مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية ومما أدى ذلك إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما أصبح يلجأ إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

## المرحلة الثانية:

تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية، وتقديم الائتمان وفقا للقواعد وأوامر البنك المركزية لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

## المرحلة الثالثة:

ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط وطويل الأجل مثل البنوك الزراعية والصناعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... إلخ.

وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

## المرحلة الرابعة:

ظهور الأسواق النقدية في هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإبداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

## المرحلة الخامسة:

اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل مثل: " الأسهم والسندات ".

مما تقدم يتضح أن السوق المالي يتميز بخاصيتين أساسيتين نوجزهما فيما يأتي:

- 1- السوق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل: الأسهم والسندات والقروض العقارية.
- 2- السوق التي تجمع بائعي الأوراق المالية بالمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة

التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة.

## المطلب الثاني: أهمية سوق المال ووظائفه، ودوره الاقتصادي:

إن وجود سوق مالي يساعد في عدالة تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة ومن هنا فإن ذلك يساعد على توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحاً، كما يساعد على تنظيم ومراقبة الإصدارات للأوراق المالية.

### الفرع الأول: أهمية سوق المال:

تتجلى أهمية سوق المال بشكل عام من الدور الأساسي الذي يلعبه في حياة الأفراد وجميع نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار والادخار والمدفوعات والسياسات النقدية بشكل خاص، فهو يساعد على نقل مدخرات الأفراد والمؤسسات (وحدات ذات فائض) إلى من يحتاجونها من المستثمرين أفراداً، ومؤسسات وحكومات (وحدات ذات العجز) وهذا الدور بالغ الأهمية بل جوهرى لصحة الاقتصاد ونموه وحيويته ولسوق المال أهمية بارزة في الحياة الاقتصادية، يظهر من خلال مساهمته في تحقيق التنمية الاقتصادية، حيث أن سوق المال يجمع بين المدخرين أو أصحاب الفوائض المالية والمتعاملين الذين هم بحاجة لهذه الأموال من أجل استثمارها في مجالات أخرى، وسوق المال بذلك يشجع على الادخار من جهة، ومن جهة ثانية يساهم في تمويل الاستثمار عن طريق توجيه تلك المدخرات إلى المجالات الاستثمارية التي تسمح بالنمو والتوسع، الأمر الذي سينعكس إيجاباً مع الاقتصاد الوطني من جهة وبالتالي على مستوى معيشة الفرد من جهة أخرى وعليه فإن سوق المال تزداد أهميته يوماً مع ازدياد حجم المعاملات، هذه الأخيرة التي ساعد على نموها التطورات التي عرفتها الساحة السياسية والاقتصادية الدولية وما صاحبها من تطورات على المستوى التكنولوجي وخاصة فيما يتعلق بمجال الاتصال والمعلوماتية التي جعلت من العالم قرية واحدة تحكمها مبادئ اقتصاد السوق المالي وعلى العموم يمكن تلخيص أهمية سوق المال في النقاط التالية: (نوزاد الهيبي: 1998 ، ص18-19).

1- تمويل خطط التنمية الاقتصادية، لما كانت عمليات التنمية تحتاج رؤوس أموال كبيرة قد لا تتاح للدولة، فتقوم الدولة في هذه الحالة بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية، ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.

2- عدم قدرة المصارف التجارية على التمويل المتوسط، والطويل لأجل لأسباب عديدة منها: ضخامة الأموال المطلوبة، مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها للقروض المتوسطة والطويلة.

3- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في سوق المال، تمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل أي خسارة أو عناء.

4- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في سوق المال غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق وربما يعود عليهم بأرباح عالية، وبمخاطر قليلة وخاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة.

وأخيرا يمكن القول أن سوق المال يكتسي أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية إذ يعد مرآة عاكسة لنمو وتطور الاقتصاد ولا شك أنه يستمد هذه الأهمية من الوظائف التي يقوم بها، وهو ما يقودنا إلى التساؤل عن هذه الوظائف والدور الذي تؤديه في الحياة الاقتصادية.

### **الفرع الثاني: وظائف سوق المال:**

إن الوظيفة الرئيسية التي يلعبها سوق المال هي تمويل المؤسسات باعتباره مكان إلتقاء الوحدات ذات الفائض والتي تكون " الادخار " بالوحدات ذات العجز أو الحاجة إلى الأموال لتنفيذ مشاريعها المستقبلية والتي تكون " المستثمرين " ويمكن ذكر الوظائف الأخرى للسوق المالي من خلال النقاط التالية: (حمزة محمود الزبيدي: 2001 ، ص20-21).

1- **تشجيع الادخار:** تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم.

### **2- المحافظة على الثروة وتنميتها:**

إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة ( أو القيمة الشرائية ) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لاسيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحا وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يفتنيها.

### **3- تسهيل الحصول على الائتمان:**

والمقصود به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

### **4- تسهيل الحصول على السيولة:**

إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات وما شابه) إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.

### **5- تسهيل المدفوعات:**

بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة الكمبيالات والبطاقات الائتمانية والقبولات وما شابه والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.

## 6- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:

يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية: (أس بكري ، ص 25-26).

أ- **التأمين:** ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحرائق والسرقات وتأمين السيارات... إلخ وخاصة في مجالات الاستثمار الحقيقي.

ب- **التنويع:** أي تنويع مجالات وأوجه الاستثمار عملاً بالمبدأ القائل (لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة). وهو أمر واضح ومؤداه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيراً على التنويع.

ج- **التحوط:** أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة (الدولار مثلاً أو الأسهم أو سلعة معينة) بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن وبغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل. وتساعد الأسواق المالية على ذلك كثيراً إذ أنه أصبح من المألوف في هذه الأيام وجود مثل هذه العقود.

## 7- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية:

وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود بها: أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب (يشفط) جزءاً من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذونات خزينة) ويبيعهها بأسعار تعود على المشترين بعوائد مغرية وإذا أراد مكافحة الركود (يضخ) في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.

## الفرع الثالث: دور سوق المال في النشاط الاقتصادي:

تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق المال في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من المدخرات إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، حيث وجدت سوق المال لإشباع رغبات وحاجات المتعاملين ومن هنا وجبت ضرورة المعاملات الاقتصادية بين المؤسسات والشركات والأفراد. بالإضافة إلى هذا الدور الأساسي يلعب سوق المال دوراً مهماً حيث: (عبد المعطي رضا رشيد: 2010 ، ص23).

1- يعمل سوق المال على تحقيق الموازنة الفعالة ما بين قوى الطلب والعرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات.



2- تحويل الفائض في رأس المال غير الموظف في الاقتصاد من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد والشركات في الأسهم والسندات التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

3- تعتبر أداة رئيسية لتشجيع التنمية في الدول، فضلا عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين.

كما تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الخاطئة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها.

### **المطلب الثالث: المبادئ والأركان الأساسية لسوق المال:**

تتميز الأسواق المالية بالشمولية أو الوساعة إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين في السوق قليلا وكان حجم التداول الناتج صغيرا فإن السوق تكون ضيقة و عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن و عندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار فإن هذا يدل على حيوية السوق.

في الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية، يكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقا، ويعتبر وجود وسائل سريعة و رخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لفعالية السوق وحيويته.

### **الفرع الأول: مبادئ سوق المال:**

يتطلب سوق المال توفر مجموعة من المبادئ يمكن تلخيصها في العناصر الآتية:

### **البند الأول: توفير مناخ استثماري ملائم:**

يقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة الظروف و المؤسسات الاقتصادية و السياسية التشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر و تقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، و يأتي المناخ الاستثماري المناسب من عاملين أساسيين هما: (رحيم حسين: 2006 ، ص30).

**أولا: عامل الثقة:** ويتمثل في استقرار الأوضاع السياسية، الاجتماعية و التي بدورها تفسح المجال لدور أكبر للقطاع الخاص في إدارة عملية التنمية الاقتصادية.

**ثانيا: عامل التنظيم:** و يتمثل في توافر تنظيمات إدارية تتسم بالكفاءة و الفعالية.

كل ذلك يساهم بدوره في توفير متطلبات الاستثمار المحلي فضلا عما يوفره من عامل جذب للاستثمارات الأجنبية، كما أن النظام القانوني ومدى وضوحه والتشريعات المنظمة لعمل السوق تؤدي دورا مهما في توفير المناخ الملائم للاستثمار.

## **البند الثاني: وجود وعي ادخاري واستثماري:**

إن وجود الوعي الادخاري والاستثماري يؤدي إلى توفير الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو معدل الشركات المساهمة ورؤوس أموالها، وحجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة، وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج الإجمالي المحلي.

**البند الثالث: كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية:** والمقصود هنا وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود منتجات مالية مختلفة، ومواصفات ومزايا تتسم بالمرونة، وبهذا تجعل للمدخرين الرغبة بالإقبال على هذه الشركات مما يساعد على اتساع السوق وازدهارها.

## **البند الرابع: توفر المؤسسات المالية الوسيطة:**

تلعب هذه المؤسسات دورها في خلق فرص استثمارية عن طريق الأسواق المالية، حيث تحقق تلاقي العرض والطلب. كما تقوم أيضا بعمليات التسويق والترويج وتمثل الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية و المتخصصة، وبيوت السمسرة وشركات التأمين، وصناديق المعاشات، والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار، وشركات التمويل والاستثمار.

## **البند الخامس: هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:**

يتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية ( حكومية ) تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منحها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق.

## **البند السادس: الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:**

يتوجب تقييم المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول منتجاتها في السوق المالية ليتمكن المستخدمين والمتعاملين في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية، إذ أصبح الإفصاح مسألة قانونية، حيث تلتزم الشركات بنشر البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة كل سنة ويؤدي هذا إلى كسب ثقة الجمهور والحصول على أكبر مشاركة منهم.

## **البند السابع: نظام فعال للاتصال:**

تقوم الاتصالات بإيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، ويمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات وبالتالي الحصول على الفرص الاستثمارية المتنوعة في الأسواق المالية.

## **الفرع الثاني: الأركان الأساسية لسوق المال:**

يتكون سوق المال من ثلاثة أركان أساسية وهي:

## البند الأول: المقرضين أو المستثمرين:

تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية ونقصد هنا بفئة الأفراد أولئك الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية وتقصد بالمؤسسات المالية وهي البنوك وبيوت السمسة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير أو بعبارة أخرى تعود عليهم بعوائد عالية وبمخاطر ضئيلة، هذا ومن الجدير بالملاحظة أيضا أنه بمقدور هذه المؤسسات وهي البنوك وشركات الاستثمار وبيوت السمسة القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي إذا ما استطاعت هذه المؤسسات من الحصول على عوائد مقبولة إضافة إلى توفر عامل الأمان وعامل السيولة وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من أجل إنماء أمواله والمحافظة عليها.

## البند الثاني: المقترضين أو المصدرين:

وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسة أو شركة استثمارية... إلخ، أما بالنسبة للأفراد فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقد مبرم بين المقرض (المؤسسة المالية) والمقترض وهو الفرد وعادة ما يدون في هذا العقد، القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية للقرض وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض.

ويمكننا القول أن فئة المقترضين ستقتصر في مقامنا هذا على فئة المصدرين للأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال والتي عادة ما تقتصر كما سبق وأن ذكرنا على المؤسسات المالية وشركات الاستثمار وبيوت السمسة كما ويتضمن إصدار بعض الأوراق المالية من السندات مثلا على الهيئات الخاصة والهيئات الحكومية كالبنك المركزي أو وزارة الخزانة، وقد تم تقسيم الإصدارات للأوراق المالية إلى ما يلي: (أنس البكري: 2009 ، ص 27-30).

## أولا: إصدارات أهلية وإصدارات حكومية:

وقد تم تقسيم هذه الفئة على حسب الجهة المصدرة لها ففي حالة الشركات أو المنشآت أو المؤسسات المالية فيتم بواسطتها إصدار أسهم عادية وممتازة وأحيانا سندات خاصة أما في حالة الحكومة فيتم بواسطتها إصدار السندات وأذونات الخزانة حيث يقتصر إصدار السندات في العهدة على البنك المركزي فيما يقتصر إصدار أذونات الخزانة على وزارة الخزانة وعادة ما نطلق عليها وزارة المالية.

**ثانيا: إصدارات أولية وإصدارات موسمية:** ونقصد هنا بالإصدارات الأولية الإصدارات التي تتم على التأسيس حيث يعتبر الإصدار الذي يتم عند تأسيس الشركة لتمويل رأس مالها الأساسي إصدارا أوليا، أما

الإصدارات التي تلي الإصدار الأولي بغرض زيادة رأس المال أو بغرض توسع الشركة فإنها عادة ما يطلق عليها الإصدارات الموسمية.

### **ثالثا: إصدارات دين و إصدارات ملكية:**

لقد تم تقسيم هذا النوع من الإصدارات حسب الحقوق المترتبة عليها بالنسبة للمستثمر، حيث أن هناك إصدارات دين يترتب عليها حق دائنية بالنسبة للمستثمر أو حق مديونية بالنسبة للجهة المصدرة لها كالسندات مثلا فالسندات تعتبر بمثابة قروض، عادة ما ينقضي هذا الحق بانقضاء الدين، أما الإصدار الذي يعتبر حق ملكية فإنه يترتب عليه بالعادة نفس حقوق الملاك وهذا ما يترتب عليه زيادة في خصوم جهة الإصدار أو بعبارة أخرى زيادة في رأس المال.

### **رابعاً: إصدارات مسجلة ( اسمية ) وإصدارات لحامله:**

لقد تم في هذه الحالة تقسيم الإصدارات من حيث شكل الصك أو الورقة المالية حيث أن هناك أوراق مالية غير قابلة للتداول وهي التي لا يستخدمها سوى الشخص المدون اسمه على الورقة المالية وهناك صكوكا لحامله أي يكون هذا الصك خاليا من اسم المستثمر وبذلك فإن هذا الصك يكون قابلا للتداول ويمتاز الصك المسجل أو الإصدارات المسجلة بتوفير عنصر الأمان للمستثمر ومن عيوبه غير قابل للتداول، أما الصك لحامله فيمتاز بتوفير عنصر السيولة وذلك لقابليته للتداول حيث بإمكان حامله تحويله إلى سيولة بسهولة.

### **خامساً: إصدارات قصيرة الأجل وإصدارات طويلة الأجل:**

ويتم تقسيم الإصدارات في هذه الحالة وفقا لفترة استحقاق الورقة المالية فهناك أوراق مالية تكون فترة استحقاقها قصيرة الأجل و عادة ما تكون أوراق مالية متداولة في أسواق النقد الدولية كشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفية والأوراق التجارية.... إلخ، أما الأوراق المالية الطويلة الأجل فعادة ما تأخذ شكل أسهم عادية وأسهم ممتازة وسندات حكومية طويلة الأجل.

### **سادساً: إصدارات مضمونة وإصدارات غير مضمونة:**

يتم تقسيم الأوراق المالية في هذه الحالة حسب درجة ضمان الورقة المالية فهناك إصدارات تكون مضمونة بأصول حقيقية كالمعدات والعقارات... إلخ، وذلك بقصد تأمين حق المقرض في الحصول على الدين وفوائده وعادة ما يترافق شرط الضمان مع إصدارات الدين متى كانت من النوع طويل الأجل كالسندات العقارية، أما السندات العادية فتصدر عادة بدون ضمان والميزة الوحيدة التي توفره لحامل مثل هذه السندات تكمن في إمكانية حصول المستثمر على حق الأولوية في اقتسام تقليسة المدين بالنسبة لبقية الدائنين العاديين. ومن الجدير بالملاحظة في هذا الصدد أن إصدارات حق الملكية كأسهم لا يمكن أن تصدر مضمونة لأن حامل السهم يعتبر مالكا للشركة المصدرة.

## سابعاً: إصدارات محلية وإصدارات أجنبية أو دولية:

ويتم تقسيم الأوراق المالية في هذه الحالة حسب المناطق الجغرافية فإذا ما تم الإصدار ضمن حدود الدولة فعادة ما يطلق عليه إصدارات محلية أما إذا تجاوز هذا الإصدار الحدود الإقليمية فعادة ما يطلق عليه إصدارات أجنبية أو دولية ومن أمثلتها شركات الاستثمار غير المقيمة في دولة المقر والتي قامت بتوكيل إحدى المؤسسات المحلية بعمليات الإصدار لحساب شركات الاستثمار الأجنبية غير المقيمة بدولة المقر فعادة ما يطلق على هذا النوع من الإصدار بالإصدار الأجنبي أو الدولي.

### البند الثالث: الوسطاء أو الوكلاء:

فئة الوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين وفئة المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية وعادة ما يكون الوسيط شخص طبيعي أو شخص معنوي ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال يمكننا إنجازها بالآتي:

#### أولاً: أعمال السمسرة:

تتضمن أعمال السمسرة قيام السمسار بمجموعة من الأعمال بناء على الأوامر التي يصدرها إليه العميل ويمكن تلخيص هذه الأوامر بالآتي:

أ- الأمر السوقي: يتضمن الأمر السوقي قيام العميل بمنح السمسار صلاحية شراء أو بيع الأوراق المالية حسب ما يراه السمسار مناسباً وبما يتلاءم مع السوق أي العرض والطلب.

ب- الأمر المحدد: ويتضمن هذا الأمر إعطاء العميل أسعار محددة يتم بموجبها قيام العميل ببيع أو شراء الأوراق المالية ويتطلب من السمسار في هذه الحالة تنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر لهذا الحد.

ج- أمر التوقف: ويعتبر هذا الأمر مزيج من النوعين السابقين وعادة ما يلجأ العميل إلى التوقف في حالة إنقضاء ما يمكن إنقاذه من الربح أو تفادي ما يمكن تفاديه من الخسارة.

د- الأمر الفوري: ويقتضي هذا الأمر تنفيذ ما يطلبه العميل من السمسار فوراً وإلى اعتبار هذا الأمر لاغياً.

هـ- الأمر الحر أو المطلق: يعطي هذا الأمر للسمسار الحرية المطلقة في عمليات الشراء أو البيع للأوراق المالية حسب ما يعتقد السمسار أن ذلك مناسباً لمصلحة العميل سواء أكان ذلك من حيث النوع أو السعر أو التوقيت... إلخ.

و- الأمر المحدد بزمان: ويقتضي هذا الأمر بأن يكون محددًا بسقف زمني معين كأسبوع أو شهر أو سنة... إلخ.

#### ثانياً: صناعة الأسواق:

من أعمال الوسطاء أو الوكلاء القيام بدور صانع الأسواق وذلك لممارسة مهمته ببيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق وفي هذه الحالة يقوم الوسيط بممارسة نشاطه في

السوق الثانوي أو السوق الموازي وذلك إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه ويتطلب في هذه الحالة من الوسيط المحافظة على:

- 1 - توفير السيولة اللازمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل إليه السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.
- 2 - المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع أو الشراء حسب ما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالي وبما يتحقق نوعاً من استقرار الأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية.

#### **ثالثاً: قيام الوسيط بتغطية الإصدارات الأولية:**

يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المتعهد لتغطية إصدار أولي معين سواء كان في صورة أسهم أو سندات ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية حتى القيام بمثل هذا العمل، حيث أنه إذا لم يستطع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو نفسه بشرائها لحسابه الخاص وهذا لا يمكن تحقيقه إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك استثمار مثلاً أو شركة استثمارية...إلخ.

#### **رابعاً: العمل على إطالة فترة استحقاق الدين:**

لما كان الوسيط في الغالب عبارة عن مؤسسة مالية أو شركة استثمارية فإنه يستطيع إطالة فترة استحقاق الدين بعمل إليه محددة لعمليات الدفع سواء كان ذلك بإطالة فترة استحقاق الدين (السند) أو الفائدة المترتبة عليه (فائدة السند).

#### **خامساً: تقليل المخاطر والنفقات:**

غالباً ما يكون الوسطاء كما وسبق أن ذكرنا مؤسسات أو شركات استثمارية وبالنظر لما يتوفر لدى هذه المؤسسات من هيئات استثمارية متخصصة في كافة المجالات فغالباً ما يعمل ذلك على تخفيض المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر.

#### **المطلب الرابع: شروط وعوامل سوق المال:**

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية.

#### **الفرع الأول: الشروط الملائمة لتكوين سوق المال:**

يتطلب لتكوين سوق المال توفر عدة شروط يمكن إجمالها بالآتي: (حسني علي حزبوش: 2010 ، ص18-24).

#### **أ- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة:**

ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد والتي تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة والتي تعتبر هذه

الشركات وهذه المشاريع جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية والتي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي لذا فإن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة، من هنا يتطلب من هذه المؤسسات ما يلي:

- تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية.
- رفع أسعار الفائدة كمحفز على الادخار.
- تحسين الشكل الخارجي للجهاز المصرفي وزيادة عدد فروعها وقربها من عامة الشعب.

#### ب- تحويل المدخرات إلى استثمارات:

يعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات وذلك لكون هذه السوق تعد بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد والؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروضا تتمثل في سندات. فالسوق المالي تمثل مجموعة أنشطة (سياحية، صناعية، عقارية...) تداول أوراقها في السوق وهناك عدة طرق إتبع لتحويل المدخرات إلى استثمارات منها:

1. إقتطاعات إجبارية من الموظفين وذلك بإقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات قوية مساهمة أو مدهم بسندات قومية، كما تقوم بعض الدول بإقتطاع جبري من المزارعين عند بيعهم محصولهم الزراعي وتخصيص هذه المبالغ في إنشاء شركات زراعية مساهمة.

2. تخصيص أيام خاصة للجمهور بزيارة البورصات من أجل معرفة عمل البورصة، وتسمى هذه المحاولة بجعل البورصة شعبية في متناول الجميع.

3. إنشاء ما يسمى بنوادي الاستثمار وهي عبارة عن جمعيات أشخاص يخصص كل عضو من أفرادها مبلغا معينا من المال وتقوم الجمعية باستثماره لحساب أعضائها لشراء أوراق مالية.

#### ج- إنشاء بورصات الأوراق المالية:

تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الإذخار والاستثمارات الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا الشأن. فالبورصات هي أسواق لاستثمار أموال الأفراد والبنوك التجارية وصناديق التأمين وصناديق الادخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال ويتداول فيها الأوراق المالية التي تمثل حصصا في رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية، ومن أهم مهام البورصات المالية ما يلي:

1. تحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أو في دور التكوين.

2. تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة.

#### د- ضرورة الإهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية:

المعمول بها في الدول الأعضاء في الأسواق المشتركة ويرجع ذلك لتشجيع إنتقال الأموال بين دولة وأخرى مما يشجع ذلك على إقامة مشاريع مشتركة مساهمة يتم الإكتتاب فيها من قبل مواطني جميع الدول الأعضاء ويتم تداول أسهم هذه المشاريع في بورصات الأوراق المالية لتلك الدول كما هو المعمول في السوق المالي الأوروبي ويتطلب في هذه الحالة عمل عقود نموذجية لمثل هذه الشركات، يتم استخدامها في جميع دول الأعضاء، ومن أهم النظم والقوانين التي يتطلب تنسيقها أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية، ومما يجدر ملاحظته في هذا الشأن وجود إتفاقيتين ضريبيتين على نطاق الدول العربية هما:

1. إتفاقية تجنب الإزدواج الضريبي ومنع التهرب من الضرائب.

2. إتفاقية التعاون لتحصيل الضرائب.

#### هـ- الإهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها:

إن تكوين الشركات أو طرح السندات لا بد أن يصحبه إعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله وحتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين فإنه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جدية ويتطلب ذلك التدخل لحذف البيانات غير الصحيحة إذا كان هناك ضرورة لذلك وعن طريق الإعلانات المنظمة يمكن توجيه صغار المدخرين إلى المشروعات الهامة والواجب مشاركتهم فيها لأهميتها للإقتصاد القومي.

#### الفرع الثاني: عوامل نجاح سوق المال:

لا يكفي أن تكون هناك شروطا ملائمة لقيام سوق مال ولكن لا بد من نجاح هذه السوق وزيادة نشاطها ويقتضي ذلك عدة شروط بعضها موضوعي وبعضها شكلي.

#### أ- الشروط الموضوعية:

تتضمن الشروط الموضوعية العناصر التالية:

1- تنظيم الأسواق المالية: ويكون ذلك لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات وخاصة فيما يتعلق:

(زياد رمضان: 2008 ، ص18-24).

أ- عدم إفشاء المعلومات للمستثمرين وذلك من أجل المحافظة على إستقرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.



- ب - تنظيم المعاملات التجارية ويكون ذلك بتوفير نوع من الثقة للأسواق المالية.
- ج - تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية وذلك بالتزامها بالأنظمة والقوانين المرعية.
- 2- إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدولة: تمهيدا لخلق سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر، إذ أن المدخر قد يرغب الإستغناء عن إستثماره أو تنويعه، وبدون سوق مالي فإنه قد يصعب عليه بيع أوراقه المالية بسعر معقول كذلك يكون في قدرة المستثمر شراء أوراق مالية في أي وقت يشاء. ولذلك فإنه لنجاح أية سوق مالية لابد من نشر بيانات ومعلومات عن الشركات القائمة والحديثة وبيان أسعار أوراقها المدرجة والتي ستدرج في السوق مما يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال إليها.
- 3- سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات وهذا بحد ذاته يولد الثقة بين المتعاملين.
- 4- جعل الادخار إختياريا وليس إجباريا.
- 5- تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من إستثماراته: وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للإكتتاب أو إعفاء العائد من الضريبة.
- ب- الشروط الشكلية:

بالإضافة إلى العوامل الموضوعية السابقة فإنه يمكن أن نظيف إليها بعض العوامل الشكلية التي تتلخص بالآتي: (عبد المعطي رضا أرشيد: 2010، ص24).

- 1- الوضع الجغرافي، موقعه الجغرافي ومدى بعده أو قربه من الأسواق المالية الدولية.
- 2- الإهتمام بالمرافق العامة وفي مقدمتها سهولة المواصلات و الاتصالات السلكية واللاسلكية والمساكن...إلخ.
- 3- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية الأجنبية وشركات الاستثمار.
- 4- ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.
- 5- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي و الاجتماعي داخل الدولة.
- 6- عدم وضع رقابة على الصرف.
- 7- وجود نظام ضريبي مرن وغير مغالي في أسعاره.

وعندما تتوفر الشروط الموضوعية والشكلية فإنها تهيأ الفرصة لقيام سوق مالية أو نقدية فعالة وناجحة.

## المطلب الخامس: أنواع سوق المال:

نظرا للتنوع والإختلاف الكبير الذي تتميز به أسواق المال، فإننا نجد أن هناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم حيث توجد عدة معايير يمكن إعتماها لتقسيم مختلف الأسواق المالية الخمس والتي سوف نتطرق إليها فيما يأتي:

### الفرع الأول: التقسيم حسب طبيعة المعاملات وتوقيت الإصدار:

وفقا لهذا المعيار توجد الأنواع الآتية:

**البند الأول: الأسواق الأولية:** هو السوق الذي تنشأ فيه العلاقة بين المدين والدائن أو الشركة المصدرة للسهم وبالتالي فهو السوق الذي يتم من خلاله تحويل المدخرات النقدية إلى إستثمارات جديدة لم تكن قائمة في السابق أو إضافة إلى إستثمارات قائمة، وبالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم إصدار الأوراق المالية الجديدة (الأسهم أو السندات) من قبل الشركات المصدرة لأول مرة للمستثمرين أو المدخرين مقابل دفع ثمن نقدي، وذلك بهدف توجيه حصيلتها لإستثمارات مالية متوسطة وطويلة الأمد، وذلك من خلال إتباع بعض أو كل الأساليب التالية: (فيصل محمود الشاورة: 2008 ، ص61-62).

### أولاً: أسلوب البيع المباشر:

ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي تصدرها مباشرة للمستثمرين الطبيعيين والمعنويين في السوق دون تدخل وسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي وذلك لتوفير الوقت والجهد وعدم الإلتزام بالتسجيل في البورصة إلا أنه قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية وشروط قاسية بالإضافة لعدم كفاية أو توفير الخبرة التسويقية المناسبة.

### ثانياً: أسلوب المزاد:

ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم معطيات تتضمن الكميات المراد بيعها، وسعر البيع حيث يتم قبول العروض صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدار.

### ثالثاً: أسلوب البيع غير المباشر:

ويتم من خلال قيام طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة بعملية الإكتتاب والتسويق، والبيع، وذلك من أجل تجنب التكاليف العالية وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة، لكن عليها تحمل ما قد يترتب على ذلك من تكاليف وعمولات إضافية، يجب أن يتقاضاها هذا الوسيط حيث يقوم بالإضافة إلى ذلك بتقديم النصح والمشورة حول الحجم، والتوقيت والجدوى من الإصدار، ويتولى إتخاذ كافة الإجراءات التنفيذية الأزمة للإصدار والبيع.

## البند الثاني: الأسواق الثانوية:

السوق الثانوي هو المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة وما يترتب عليها من نقل ملكية بين البائع والمشتري، وذلك طبقاً لسعر السوق السائد وقت البيع والشراء سواء كان ذلك من خلال أسواق منظمة أم غير منظمة.

فالسوق المنظم على عكس السوق غير المنظم يتميز بأن له مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين في الأوراق المالية المقيدة به، فضلاً عن أنه يدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق حيث يراقب الصفقات التي تبرم بدقة وحزم.

وفي ظل تطور سبل الإتصال أصبح إشتراط المكان المحدد غير ذي موضوع الصفقات تبرم في سوق لندن من خلال التجار المنتشرين في المملكة المتحدة، ويكفي بأن تعرض المعلومات عن تلك الصفقات من خلال الحاسب الآلي في البورصة لمراقبتها، وسوف نبدأ أولاً بتناول الأسواق المنظمة نتبعها بالأسواق غير المنظمة.

### أولاً: الأسواق المنظمة:

تعتبر البورصات الشكل السائد في الأسواق والتي يقصد بها تلك الأسواق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة المصدرة لتلك الورقة.

كما تتميز بورصة الأوراق المالية بالخصائص الآتية: (أحمد بوراس: 2002-2003 ، ص71).

1- إن وجود مكان محدد يجعل من السهل تنفيذ عمليات الشراء والبيع بكفاءة وتكلفة أقل، وبالتالي فإن السهولة التي تتحقق نتيجة تلك العمليات تجعل المستثمرين راغبين في قبول عائد قليل نسبياً على الأوراق المالية، وهذا معناه انخفاض تكلفة الأموال.

2- إن عمليات البيع والشراء التي تتم يومياً هي بمثابة إختبار لقيم الأوراق المالية وهو ما يسهل عمليات التمويل والتوسع.

3- يعتبر وجود بورصة أوراق مالية نشطة وكفاءة عاملاً أساسياً في تطور سوق الرأس مال الأول، حيث تجعل الإصدارات الجديدة أكثر قابلية للتسويق مما يخفف من خطر ضمان هذه الإصدارات ويشجع على نمو بنوك الاستثمار.

4- تمثل البورصة سلطة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية في البورصة، فالشركات التي تتبع إدارتها لبيانات إستثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالي من الكفاءة تحصل على نتائج أعمال مرضية، وترتفع أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تكون نتائج أعمالها غير مرضية فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.

5- تساهم البورصة في تشجيع عملية الإدخار والإستثمار في المجتمع وذلك بتجميع الإدخارات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توفر للشركات التمويل اللازم لإستغلال فرصها الإستثمارية المنتجة ويعتبر السوق الثانوي ذو كفاءة عالية إذ يمكن من توجيه رؤوس الأموال نحو الإستثمارات الأكثر إنتاجية وربحية، وهناك شرطان ضروريان لذلك أولهما توفر المعلومات الضرورية على الأوراق المالية التي يجري تداولها بالإفصاح عنها ونشرها بسرعة وتوصيلها إلى كافة المتعاملين في السوق بأقل كلفة ممكنة، أما الشرط الثاني فهو أن تكون تكاليف المبادلات منخفضة بحيث لاتتقف عائقا أمام بيع وشراء الأوراق المالية حتى ولو كانت فرص الربح من التداول صغيرة.

ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية المنظمة (البورصات) إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية (منير إبراهيم هندي: 1999، ص71-73).

**1. الأسواق المركزية:** يقصد بالسوق المركزي ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الورقة ومن الأمثلة على تلك الأسواق بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم وتعتبر بورصة نيويورك أكبر سوق للأوراق المالية في العالم، ويتعامل في حوالي 80% من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة وبالولايات المتحدة.

ومن الأمثلة الأخرى عن تلك الأسواق البورصة الأمريكية للأسهم التي تقع أيضا في مدينة نيويورك وتتعامل في حوالي 10% من الأوراق المالية المسجلة وكان يطلق عليها من قبل "بورصة الرصيف" على أساس أن التعامل كان يتم في خارجها أي على رصيف الشارع الذي تقع فيه البورصة، وتتميز البورصة الأمريكية عن بورصة نيويورك في أنها تتعامل أساسا في أسهم الشركات الصغيرة والأكثر حداثة في مجال الأعمال.

**الأسواق المحلية:** هذه البورصات تتعامل فيها تبقى من الأوراق المالية المسجلة وهي عادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه، هذا ولا يوجد ما يمنع من أن تتأمل تلك البورصات في الأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية (جبار محفوظ: 2002، ص56-59).

### ثانيا: الأسواق غير المنظمة:

يطلق إصطلاح الأسواق غير المنظمة على السوق الموازي التي تتولاها بيوت السمسة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة الإتصالات القوية تتمثل في خطوط تلفونية أو أطراف للحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الإتصال السريعة، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين (صلاح الدين حسين السيبي: د ت ، ص78).

و نلاحظ أن أسواق الأوراق المالية الثانوية بتقسيمها أعضاء يحق لغيرهم أن يقوم بعملية البيع والشراء لصالح المستثمرين وهؤلاء هم:

**1- السماسرة:** وهم الأشخاص الذين يعملون لحساب المستثمرين مقابل عمولات الخدمة وغيرها من الأتعاب المهنية.

**2- التجار:** وهم الأشخاص الذين يعملون لحسابهم الشخصي مقابل مكاسب تذيع عن فروق بين أسعار البيع والشراء والعكس.

**3- السماسرة والتجار:** وهم الأشخاص الذين يعملون لحسابهم وحساب المستثمرين الآخرين في آن واحد مقابل العمولات وفروق الأسعار بين البيع والشراء والعكس.

**4- سمسرة السماسرة:** وهم الأشخاص الذين يعملون لحساب السماسرة الوكلاء نتيجة لتزايد أحجام التعامل ويطلق عليهم سمسرة العامة.

**5- المتخصصون:** وهؤلاء هم الذين يتخصصون في بيع وشراء ورقة محددة أو مجموعة أوراق مالية معينة ويقومون بدور التجار والسماسر في نفس الوقت (عصام حسين: 2008 ، ص94-95).

ووفقا لتعريف السوق غير المنظمة يعتبر كل تاجر بمثابة صانع سوق للأوراق المالية التي يرغب في التعامل فيها، حيث يقوم بالإحتفاظ بمخزون منها يتيح للراغبين في شراءها ووجود مركز دائم لبيعها كما يتيح أيضا للراغبين في بيعها وجود مركز دائم للشراء وهكذا يقوم هؤلاء التجار دورا مشابها للمختصين في الأسواق المنظمة وإذا كان بعضهم يؤدي دور تاجر الجملة الذي يبيع أو يشتري من تجار آخرين، فهناك فريق منهم يقصر نشاطه على تجارة التجزئة حيث يتعامل مباشرة مع الجمهور وفريق آخر يمتد نشاطه لتشتمل على كل من تجارة الجملة وتجارة التجزئة، وبصرف النظر عن نوعية النشاط وما إذا كان تجار جملة أو تجار التجزئة، فإن الورقة المالية الواحدة عادة ما يتعامل فيما أكثر من تاجر واحد، بل وقد يترواح عدد التجار الذين يتعاملون في ورقة مالية معينة ما بين 15 إلى 20 تاجر وفي السوق غير المنظمة يتحدد سعر الورقة بالتفاوض، وعادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار، وهم في حقيقة الأمر بيوت كبيرة للسمسرة تمارس أيضا نشاط الإتجار، وفي الدول المتقدمة عادة ماتوجد شبكة قوية من أطراف الحاسب الآلي، توفر لحظة بلحظة الأسعار لكل ورقة متعامل فيها، ويمكن للسمسار أن يستخدم أطراف الحاسب الآلي، ليعرف السعر الجاري لدى التجار المختلفين للورقة التي يرغب في تنفيذ أمر عليها، وعلى ضوء تلك الأسعار يبدأ بالإتصال بالتاجر الذي يقدم أفضل الأسعار.

وينشر سعر بيع وشراء الورقة المتداولة في السوق غير المنظمة في مجموعات حسب حجم التعامل عليها، ومما يذكر أن هناك شبكة حاسوب تظهر لحظة بلحظة أسعار بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في الأسواق غير المنظمة، تعمل تحت إدارة الإتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية، لذا يطلق عليها

"شبكة نازداك". وفي هذا الصدد يؤخذ على الأسواق غير المنظمة أنه لا يوجد آليات للحد من التدهور أو الإرتفاع الحاد في الأسعار، الذي قد يحدث بسبب غياب مؤقت في التوازن بين العرض والطلب، مثل هذا التوازن المفقود يمكن مواجهته في الأسواق المنظمة بطرق عديدة من بينها دخول المتخصصين البائعين على النحو الذي سبقت الإشارة إليه، وكذا إصدار قرار من إدارة البورصة لإيقاف التعامل في الورقة المعنية على أمل دخول بائعين إضافيين، حسب الأحوال بما قد يعيد التوازن بين العرض والطلب (بوحنونة سفيان وآخرون: 2003-2004 ، ص6-7).

#### **البند الثالث: السوق الثالث:**

يتكون السوق الثالث من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق، وتتمثل هذه البيوت في الواقع أسواق مستثمرة وعلى إستعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، وكما هو واضح فإنها تمارس دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، أما جمهور العملاء في هذا السوق فهم المؤسسات الإستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك التجارية لحساب الغير إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة ومن ثم السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق التي تتولاها تلك السوق، هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث (محمد أيمن عزت الميداني: 1993 ، ص503-504).

#### **البند الرابع: السوق الرابع:**

الأسواق الرابعة هي أسواق أيضا غير منظمة، وتقوم بعمليات البيع والشراء عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين على كافة الأوراق المالية، وتمتاز بانخفاض التكاليف والبساطة في الإجراءات. وفي ظل هذا السوق أي السوق الرابع تبرز الصفقات بسرعة أكبر كما قد يتمخض عن الإتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وبتكلفة أقل نظرا لإنخفاض أتعاب إنهاء الصفقات وبسبب هذه المزايا فإن السوق الرابع يعد منافسا قويا للأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة الأخرى، خاصة وأنه يتعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق، ومن المعتقد أن نمو هذا السوق سوف يترتب عليه إجبار السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب، مما يؤدي في النهاية إلى رفع كفاءة تلك الأسواق.

ويعتبر هذا التقسيم، الذي يعتمد أساسا على طبيعة المعاملات وكذا على المتدخلين في السوق، تقسيما يكاد يكون السائد في أغلب أنحاء العالم هذا في الوقت الذي نجد أن أغلبية أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية أخذت تظهر وتتطور خلال السبعينيات.

و إلى جانب الأسواق الأربعة التي سبقت الإشارة إليها، فهناك أسواق أخرى يخلقها بطريق مباشر أو غير مباشر السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيها بينهم من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضونها ويمارس النشاط هذه الأسواق سماسرة الخصم وتجار الطلبيات الكبيرة.

#### **الفرع الثاني: التقييم حسب آجال العمليات:**

##### **البند الأول: السوق النقدية:**

نعني بهذا المصطلح كافة الهيآت والمؤسسات المالية التي تعامل فقط بالأموال مثل: البنوك، شركات التأمين... إلخ (زبير دق وآخرون: 2001-2002، ص64) وسيتم التطرق لهذا العنصر في المطلب الثاني.

##### **البند الثاني: سوق رؤوس الأموال:**

وتسمى غالبا سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل وهي سوق يتم فيها التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل: الأسهم والسندات وتمتاز أسواق رأس المال بالخصائص التالية بأنها: (دشراي: 1993، ص76)

1- أسواق للأدوات المالية طويلة الأجل.

2- أسواق جملة وتجزئة في نفس الوقت حيث تعقد فيها صفقات ضخمة، وأخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم.

وسيتم التطرق لهذا العنصر بالتفصيل في المبحث الثالث.

#### **الفرع الثالث: التقسيم حسب طبيعة المنتجات:**

يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أسواق: (باي مريم: 2007-2008، ص70-71).

##### **البند الأول: الأسواق المالية الدولية:**

هي الأسواق التي تتم فيها مختلف عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية. ويمكن تقسيم هذه الأسواق بدورها إلى:

##### **أولا: سوق النقد الدولية:**

هي مجموعة الصفقات التجارية والمالية قصيرة الأجل التي تتم بواسطة العملات الصعبة خارج بلدان إصدارها.

##### **ثانيا: سوق رأس المال الدولية:**

هي السوق التي يقوم بها المقرضون والمستثمرون بعرض قروض مالية متوسطة وطويلة الأجل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقرضون أو حاملوها الأصليين وتنقسم إلى أربعة أصناف:

##### **1- سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية.**

##### **2- سوق السندات الدولية.**

### 3- سوق الأسهم الدولية.

### 4- السوق الدولية للتقسيمات وسندات الخزينة.

#### البند الثاني: أسواق المال الإقليمية:

تلك التي يشترك في التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصيرية، كما هو الحال بالنسبة للدول الأوروبية أو الدول العربية مجتمعة أو البعض منها، مثل: دول الخليج، الدول المغربية... إلخ (منير إبراهيم هندي: 1993 ، ص 56-58).

#### البند الثالث: أسواق المال المحلية:

هي التي تقوم بتمويل منشآت الأعمال العامة والخاصة وكذا تغطية العجز الحكومي وذلك داخل الحدود الجغرافية للدولة الواحدة، وهي وسيلة تستطيع من خلالها المؤسسات العمومية والخاصة وكذا الحكومة إصدار وتداول الأوراق المالية المختلفة بحسب رغبتهم و احتياجاتهم للأموال(باي مريم: 2007-2008، ص72-74)

#### الفرع الرابع: التقسيم حسب المنتجات المتداولة:

#### البند الأول: بورصة السلع:

تعرف هذه البورصة على أنها جمعية من الأفراد أو الشركات التي تمنح سوقا حرة لبيع وشراء مختلف السلع بصفة تنافسية ودائمة، كالحبوب، اللحوم، المعادن... إلخ. وتتميز تجارة السلع بالخصائص التالية: (أحمد حسين بنال: 2004 ، ص5-8).

**1-** درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر أكبر نسبيا بالمقارنة مع أدوات الإستثمار الأخرى خاصة الأوراق المالية لسببين هما:

أ- أن دليل الإثبات في تجارة السلع لا يزيد عن مطالبة بتسليم كمية معينة من السلع بتاريخ معين لكنه يخلو من أي ضمان للوفاء.

ب- أن قابلية السلع للتخزين محدودة وتتطلب توفر شروط معينة من الصعب توفيرها بسهولة، وهذا ما يعرض المستثمر لإحتمال الخسارة.

**2-** يؤدي إرتفاع درجة المخاطرة في المتاجرة بالسلع إلى نمو روح المضاربة لدى المستثمرين فيها، هذا ما أدى ببعض الدول بسن قوانين خاصة وضعت بموجبها حدودا عليا، ودنيا لأسعار السلع لا يسمح بتجاوزها صعودا أو نزولا في السوق المالية.

**3-** الفترة الزمنية للإستثمار في السلع قصير نسبيا بالمقارنة مع أدوات الإستثمار الأخرى، فعمر عقد التعهد المستقبلي محدد في العادة بسنتين كحد أقصى.



4- تشبه المتاجرة بالسلع المتاجرة بالعقار من حيث توفر فرص عالية للمتاجرة بالملكية وبتوفر الخبرة المتخصصة يمكن أن تحقق للمستثمر في السلع عائدا مرتفعا على إستثماره.

5- لا يتقاضى السمسار في بورصة السلع سوى عمولة واحدة على الصفقة الكاملة بخلاف ما يحدث في سوق الأوراق المالية حيث يتقاضى عمولتين، واحدة من البائع وأخرى من المشتري. ولكي تصيح للسلعة سوق متخصص بها يجب أن توفر شروط معينة وهي كالتالي:  
- التجانس.

- قابلية الترتيب أو التدرج في درجات أو أصناف حسب جودتها مثل: قطن درجة أولى أو درجة ثانية.

- أن تسود سوق السلع منافسة كاملة تحد من نشوء الإحتكار، وهذا يتطلب عدد كبير من البائعين أو المشترين.

- أن يتم التعامل بالسلع بصورتها الأولية (الخام) أو النصف مصنعة فيما عدا بعض الحالات الإستثنائية مثل: سبائك الذهب والسكر وقطع العملة.

و في الغالب يتم التعامل في أسواق السلع عن طريق مكاتب سمسرة متخصصة تتولى تنظيم المتاجرة فيها ويمكن تقسيم المستثمرين في سوق السلع بصفة عامة إلى فئتين هما:

أ- فئة المتحوظين: وهم عبارة عن أفراد يعملون في مهنة ذات علاقة بالسلعة مثل: الجزارين الذين يستثمرون أموالهم في تجارة المواشي لتأمين إحتياجاتهم منها ثم بيع ما زاد عن إحتياجاتهم.

ب- فئة المضاربين: وهي تضم أفرادا ومؤسسات تحترم تجارة السلع بيعا وشراء بهدف تحقيق الربح الرأس مالي من خلال توقعاتهم لحركة الأسعار (منير إبراهيم هندي: 1995، ص6).

#### البند الثاني: أسواق الأوراق المالية:

ويقصد بها تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مثل: الأسهم والسندات، وتمتاز أسواق الأوراق المالية بنفس الميزة الخاصة بسوق السلع من حيث طبيعة العمليات التي يمكن أن تجري، حيث تكون على نوعين: العمليات الفورية والعمليات الآجلة، إذ تتم العمليات الفورية بالإتفاق على الصفقة وبمجرد حصول الإتفاق يمكن للمشتري أن يستلم الأوراق محل الصفقة ويدفع ثمنها فورا، أما العمليات الآجلة فيتم الإتفاق فيها مسبقا على يوم التسليم وعلى سعر التبادل وتنقسم إلى سوق سندات وسوق أسهم.

#### البند الثالث: أسواق القروض:

تعتبر أسواق القروض وسيلة من وسائل الإلتقاء بين الوحدات ذات الحاجة للتمويل الخارجي عن طريق القروض بمختلف آجالها وبين الوحدات ذات الفوائض المالية ولما كانت القروض تقسم عادة إلى

قروض قصيرة الأجل وقروض متوسطة وطويلة الأجل فإن الأسواق تقسم هي الأخرى إلى سوق القروض المتوسطة وطويلة الأجل وسوق القروض قصيرة الأجل.

### **المبحث الثاني: السوق النقدي:**

#### **المطلب الأول: مفهوم أهمية شروط قيام السوق النقدي:**

يعتبر سوق النقد الأداة التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال القصيرة الأجل، ففي هذا السوق يركز عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام .

#### **الفرع الأول: مفاهيم عامة حول السوق النقدي:**

توجد عدة تعريفات مختلفة لسوق النقد، فقد عرفته: (بحرارة بيدل فريدة: 2003، ص120)

السوق النقدي بمعناه الاقتصادي العام هو سوق المال قصير الأجل يجمع عرض وطلب النقود المتداولة في الاقتصاد والمستخدم من طرف المؤسسات والخواص الأوراق النقدية وأيضاً الأرصدة الدائنة في البنوك والمؤسسات مثل الحسابات الجارية البريدية ومحاسبين الخزينة العامة.

كما عرفه: (رشاد العصار وآخرون: 2001، ص53) مجموعة المؤسسات أو الوكالات التي تتعامل بالنقود فهو عبارة عن المجال الذي عن طريقه يتمكن المقترضون من الحصول على ما يحتاجونه من قروض قصيرة الأجل لاستثمارها في مجالات استثمارية قصيرة الأجل وهؤلاء المقترضون غالباً ما يكونوا تجاراً أو سماسرة أو رجال صناعة أو منتجين وغيرهم بالإضافة إلى المؤسسات الحكومية، أما المقرضون فهم البنوك التجارية وشركات التمويل والتأمين وكذلك البنك المركزي .

أما (مفيد عبد اللاوي: 2007، ص 46- 47) عرفه بأنه هو سوق النقود على المدى القصير، يسمح هذا السوق لبعض البنوك التجارية بتغطية حاجاتها من السيولة وتسمح للبعض الآخر بتوظيف فائضها من السيولة وهي تهدف إلى التعامل في الأصول النقدية.

كذلك اعتبرته (سليمة بوكفوسة وآخرون: 2003/2002، ص30)

سوق القروض قصيرة الأجل والتي تتراوح أجاله بين يوم و7 أيام حتى 3 أشهر، وفي المصطلح الأنكلوسكسوني يسمى بالنقود اليومية ، فالسوق النقدي هو سوق التعامل بين البنوك الذي يضمن لها تحقيق التوازن اليومي بين أجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك باستثمار فوائدها لدى هذا السوق كما تحصل منه على القروض اللازمة استناداً إلى وضعية احتياطياتها لدى البنك المركزي.

وقد عرفه (جمال جويدان الجمال: 2002، ص30) على أنه السوق الذي يتم من خلاله الإقراض و الاقتراض بين البنوك المحلية والبنوك الأجنبية وترتكز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة ويتحدد بناء على العرض والطلب.

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن السوق النقدي يعمل على تحقيق الربحية الأمثل لحسابات البنوك وتعتبر مؤسسات الخصم (تسمى بيوت الخصم في إنجلترا) من أهم الوسطاء في هذا السوق الذي تقوم عملياته على أساس الثقة بين المتعاملين (جبلالي بوتريد حورية وآخرون : 2001/2000، ص20).

ومن هنا يمكن استخلاص خصائص السوق النقدي والمتمثلة في:

- مرونته العالية

- انخفاض درجة المخاطر

- السيولة المرتفعة (جبلالي بوتريد حورية وآخرون : 2001/2000 ص21)

### الفرع الثاني: أهمية السوق النقدي:

تعتبر الأسواق النقدية مصدرا للتمويل القصير الأجل فتوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على القروض القصيرة الأجل وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم من أصول مالية ذات سيولة مرتفعة ، ومن أهم محركي هذا السوق لإحداث التوازن البنوك المركزية من خلال عملياتها لتسيير السياسة النقدية في بلدانها ، في حين تعد البنوك التجارية أهم المؤسسات التي تقوم بدور الممول للشركات والحكومات لأنها تقوم بدور الوسيط بين الدائنين والمدنيين و الأسواق النقدية تعتبر

1/مصدر تمويلي قصير الأجل للمستثمرين هو الذي يوفر عملية الأقرض و الإقتراض والمتاجرة بالأدوات الإستثمارية

2/وتعد البنوك التجارية بين الدائنين والمدنيين وهي قصيرة الأجل أملا في تحقيق العوائد والأرباح للمستثمرين فيه.

**الفرع الثالث: شروط قيام السوق النقدي:** من أجل قيام السوق النقدي يجب توفر مجموعة من الشروط يمكن إيجازها في العناصر التالية:

1- توفر عدد المقترضين الذين يطرحون أدوات الائتمان التي ينصب عليها التعامل في هذا السوق.  
2- ترمي المجموعة التي تكتسب فوائد مالية إلى كسب الأرباح وهو ما يتطلب وجود سيولة كافية قصد استرجاع الفوائد وهو ما يدفع هذه الفئة إلى توظيف أموالها بواسطة المؤسسات المصرفية بمعنى وجود عدد كبير من المقترضين الذين يمكن الإعتماد عليهم في التقدم لشراء أدوات السوق النقدي ، مما يجعل سعر الفائدة السائد في السوق يعكس إلى حد كبير عوامل العرض والطلب للأموال ، يقوم النظام المصرفي بإشراف من البنك المركزي بالتصرف في الإيداعات ويعرض اعتمادات قصيرة الأجل.(عادل أحمد حشيش

: ب ع ، ص45)

## المطلب الثاني: المتعاملون، هيكل السوق النقدي:

يعتبر المتعاملون أهم جزء يجب تواجده في السوق النقدي كما يمكن تقسيم السوق النقدي إلى سوقين سوق أولي وآخر ثانوي وكل سوق يقوم بمهام معينة.

### الفرع الأول: المتعاملون في السوق النقدي:

#### البند 1: الوحدات ذات الفائض النقدي:

وهي الفئات التي لديها مدخرات وتبحث عن توظيف قصير الأجل يحقق لها اعتبارات السيولة والعائد وانخفاض درجة المخاطرة...

**البند 2: الوحدات ذات العجز النقدي:** وهي تشمل مختلف الشرائح مثل الأفراد، المضاربين والسماسرة والحكومة والشركات، أي الوحدات ذات العجز النقدي والتي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان قصير الأجل لسداد الالتزامات بشكل عاجل أو تعاني من عجز مؤقت دون الحاجة إلى تحمل أعباء كبيرة.

**البند 3: الوسيط المالي:** وهو يلعب دور الوسيط في التعاملات للأوراق المالية بين الطرفين السابقين وعادة ما يقوم بدور الوسيط المالي شخص طبيعي أو معنوي مثل البنوك التجارية وبنك الاستثمار ويشترط هنا الترخيص الرسمي من جهة إدارة السوق لممارسته لنشاطاته داخل السوق المالي. وتقوم هذه المؤسسات الوسيطة بالعمليات والخدمات المالية التالية:

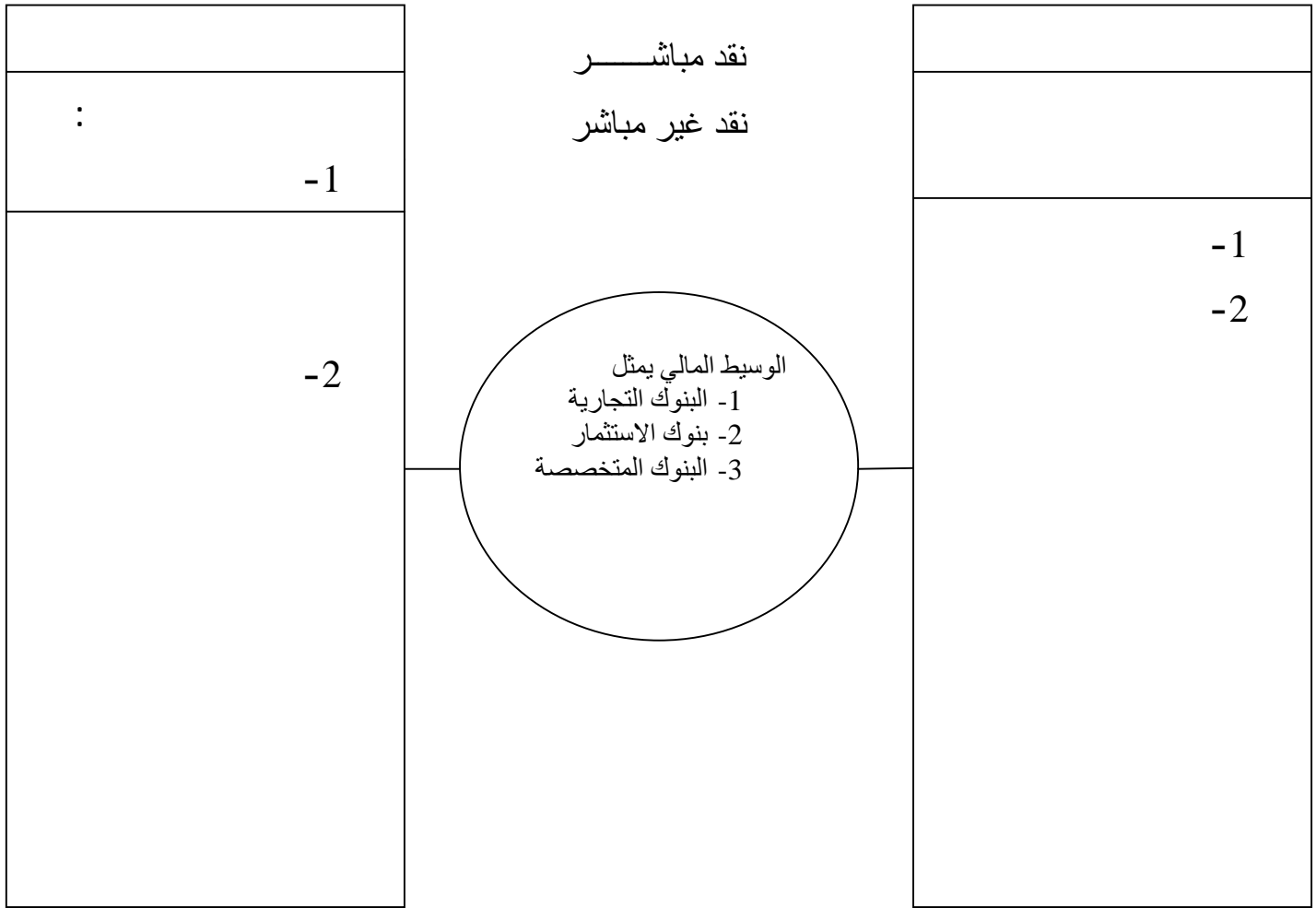
1-التسويق والترويج للإصدارات المالية المختلفة.

2- التغطية للإصدارات المالية.

3- إدارة المحافظ الاستثمارية سواء لصالحها أو لصالح المستثمرين في الأسواق المالية والوسيط يتلقى عمولة محددة من السوق نظير قيامه بأي خدمة من العملاء. (زياد رمضان وآخرون: 2007، ص 69-70).

أوراق مالية مثل: أدونات الخزينة، شهادات الإبداع، القبولات المصرفية وغيرها

الشكل رقم (01): متعاملون في السوق النقدي



المصدر : زياد رمضان و آخرون 2007 ، ص 70

من خلال الشكل يتضح أن: من الأطراف المتعاملة في السوق النقدي والتي تشكل مؤسسات وهي ركائز لهذا السوق، فكلما تطورت وازدهرت هذه المؤسسات حققت تطورا وازدهارا للسوق النقدية.

**الفرع الثاني: هيكل السوق النقدي:**

**البند1: السوق الأولي:** والتي يتم فيها الحصول على الأموال لمواد توظيفها لأجل قصيرة وبأسعار فائدة تتجدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية.

**البند2: السوق الثانوي:** والتي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل ، وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض أو الطلب ،أي أن السوق الأولي محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين . بينما السوق الثانوي محله إصدارات مستعملة يتم تداولها بين مشتريها الأول والمشتريين الآخرين، ولأهميته يقصد بالسوق النقدي السوق الثانوي للنقد ويتكون من سوقين هما (مجدي محمود شهاي:2000،ص25)

## أولاً: سوق الخصم وعملياته:

**سوق الخصم:** ويتم فيه خصم أدوات لائتمان قصيرة الأجل من أهمها: الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات، والسندات الآتية) القبولات المصرفية، أذونات الخزنة ..

### عمليات سوق الخصم:

إن المتعاملين في السوق النقدي وأسواق الخصم هم بيوت الخصم والبنوك التجارية لعدد كبير من البنوك الأجنبية وفروعها والبنوك المركزية ، فعندما يوافق البائع أن يعطي مهلة للمشتري لسداد قيمة البضاعة بعد 3 أشهر مثلا وذلك بناء على طلبه ، فهذا يعني أن البائع أعطى المشتري قرضا مدته 3 أشهر، وتتميز هذه الطريقة في السداد بأنها تؤدي إلى زيادة أداة أو وسيلة قابلة للتداول أو التحويل ألا وهي الكمبيالة ويكون أمام البائع 3 طرق للتصرف في الكمبيالة وهي:

1- الإحتفاظ بالكمبيالة إلى أن تكون مستحقة الأداء ، أي بعد فوات الأجل المحدد لها ، والذي يتعين دفع الدين بمجرد فواته.

2- تظهير الكمبيالة وبهذه الطريقة يمكن للبائع أن يستخدمها في سداد أحد ديونه، وذلك في حالة ما إذا قيل أحد التجار هذه الكمبيالة كوسيلة من وسائل الدفع.

3- أن يخضم الكمبيالة أي يبيعها إلى أحد السماسرة ويتوقف قبول خصم الكمبيالة على سمعة التاجر في السوق كما يتوقف الدفع الفعلي لقيمة الكمبيالة على قدرة محررها على هذا الدفع.

وفي حالة خصم الكمبيالة فإن المستفيد لا يقوم باستلام قيمتها بالكامل كما هو محرر بها فسوف يخضم منها الفائدة التي تستحق على مبلغ الكمبيالة خلال مدة استحقاقها وذلك وفقا لسعر الفائدة السائد في السوق.

وإذا قام المشتري بخصم الكمبيالة فإن المشتري يكون بهذه الطريقة قد حصل فعلا على قرض بقيمة الكمبيالة، ولذلك فإن العملية التجارية التي تكون قد تمت بينهما يكون قد تم تمويلها فعلا بواسطة البنك أو السمسار الذي قبل خصم الكمبيالة.

### ثانياً: سوق القروض قصيرة الأجل:

وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض المؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من الناحية الأخرى، وهناك علاقة عكسية بين درجة تقوم هذه السوق وبين الحد الأدنى لأجل القرض بحيث يصل الحد الأدنى للإقراض قصير الأجل في بعض أسواق النقد المتقدمة في أوروبا ( ألمانيا وانجلترا) إلى ليلة واحدة بحيث يتم تجديد القرض في كل يوم لليوم الثاني، ويكون بالطبع من حق الدائن أن يمتنع عن التجديد في أي يوم ، ومن الجدير بالذكر أنه كلما اتسع نطاق التعامل في سوق الخصم وكلما تضاعف الحد الأدنى لفترة الإقراض القصير الأجل كلما كان سوق النقد أي أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة ومن المعروف أن سوق النقد

في الدول المتخلفة لا تكون بالاتساع المشاهد في الدول المتقدمة وذلك لعدم توافر فرص الاستثمار المأمون لفترات قصيرة في هذه الدول فضلا عن أن معظم العمليات التجارية التي تتم فيها التسويات نقداً. ومن التحليل السابق لسوق النقد نستنتج أن التزامات التي يتم تداولها في هذا السوق، تتمتع عادة بدرجة عالية من الأمان لكونها تعتبر أصلاً عن نشاط مقترضين ممتازين (الحكومة والمشروعات الكبيرة والأفراد ذوي الملائمة المالية والسمعة الطيبة) وكذلك لأنها توفر سيولة كبيرة لحاملها بحكم قصر أجلها فضلا عن أنها تعتمد على عنصري البساطة والسرعة في التعامل (حيث يتم انجاز هذا التعامل هاتفياً أو من خلال شبكات الحاسوب) (اسماعيل أحمد الشناوي : 2002، ص 41-43)

### ثالثاً: سوق صرف العملات:

سوق صرف العملات هو أحد الفروع الثانوية للسوق النقدي ويعرف بأنه سوق ما بين المؤسسات المالية والمصرفية تعالج ضمنه عمليات مبادلات الصرف (البيع ، الشراء) الآتية والآجلة بالعملية الوطنية والعملات الصعبة الأخرى والحررة الخاضعة للطلب والعرض.

لكن هذا السوق ليس محدوداً بحيز جغرافي، وإنما يقصد به شبكة العلاقات الموجودة بين وكلاء الصرف فيه كل بنوك المنتشرة عبر مختلف أنحاء العالم ، فالمبادلات تتم بالفاكس، التلكس، والوسائل الإلكترونية الأخرى ويتم معالجة النقود الموجودة في الحساب فقط وعلى مدى اليوم والمبادلات تتم بالتراضي .

بالإضافة طبعاً إلى اللقاءات الفعلية بين وكلاء الصرف في غرفة خاصة بالصرف موجودة على مستوى البورصة يتضمن سوق ما بين البنوك للصرف سوقيين:

سوق التبادل الآلي وسوق للتبادل لأجل، حيث يتم فيها معالجة عمليات الصرف الأجل والعاجل بين العملية الوطنية والعملات الأجنبية الحررة (اسماعيل أحمد الشناوي وآخرون : 2002، ص35).

### المطلب الثالث: أدوات و أنواع السوق النقدي:

يعتبر سوق النقد للأوراق المالية بمثابة السوق الثاني الذي يتكون من المؤسسات المتخصصة مثل بيت السمسرة والبنوك التجارية وما يماثلها والتي تتعامل في الأوراق المالية القصيرة الأجل وتتمثل هذه الأوراق صكوك مديونية مدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق وأن أقرضه لطرف آخر (محمد عوض عبد الجواد : 2006 صص 72-76)

### الفرع الأول: أدوات السوق النقدي:

إن ما تتميز به كل من الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية من خصوصيات استثمارية سوف تعالج في هذا الفرع الأدوات التالية بشكل مفصل.

## البند 1: أدونات الخزينة:

تقوم الخزينة المركزية بإصدار أدونات قابلة للتداول في الأسواق المالية ولفترات قصيرة والتي تتراوح عادة بين ثلاثة أشهر واثنى عشر شهرا على أساس الخصم مقابل عدم دفع فوائد على هذه الأدونات، فيكون العائد التعويضي ( عن الفوائد) عبارة عن الفرق بين سعر الشراء للأدونات وسعرها الاسمي، وهكذا فإن الفائدة المدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع.

إن أسلوب الخصم هذا يعد تحفيزا للأفراد على الادخار حيث يمكن لهم الاستفادة من بعض الفوائد المالية المتاحة وعدم تعطيلها خاصة وأن العوائد المتأتية من معدل الخصم تكون عالية نسبيا.

وفضلا عن ذلك هناك مزايا أخرى لأدونات الخزينة والتي من أهمها:

4- وجود إعفاءات من ضرائب الدخل، وهنا كلما كانت هذه الضرائب مرتفعة ازداد توجه المستثمرين نحو هذه الضرائب.

5- تتسم أدونات الخزينة بقنواتها القصيرة وبخدماتها الرسمي من قبل جهة حكومية موكزية، وبالتالي تكون هذه الأداة من أكثر أدوات الأسواق النقدية أمانا .

6- إن كثرة عدد المشترين والبائعين ولأدونات الخزينة المركزية تجعل أسواق هذه الأدونات عميقة، وهذا ما يزيد التنافس السوقي الذي يمكن أن يضمن في النهاية لكافة الأطراف السعر العادل .

7- تتميز أدونات الخزينة في الأسواق المالية بسرعة تداولها وانخفاض تكاليف هذا التداول وهذا ما يحقق للأدوات المعنية سيولة عالية..

8- إن إصدار أدونات الخزينة لحاملها قد جعلها مرنة في التعامل السوقي .

وبصورة عامة ، يجري التمييز بين نوعين رئيسيين من أدونات الخزينة وهما :

1- **سلاسل منظمة من الأدونات:** تصدر أسبوعيا أو شهريا مزادات تنافسية ولفترة ثلاثة أشهر (13 أسبوع) وستة أشهر (26 أسبوع) وسنة (52 أسبوع).

وإن كل مجموعة جديدة لثلاثة أو ستة أشهر تباع أسبوعيا بالمزاد ولسنة تباع مرة في كل شهر.

2- **سلاسل غير منظمة للأدونات:** تصدر عن الخزينة عند حاجتها إلى السيولة.

**البند 2: قبولات مصرفية:** تعد القبولات المصرفية من أقدم الأدوات المعتمدة لتسهيل التبادل التجاري والتي بدأ استخدامها في أوروبا منذ القرن الثاني عشر، وعلى أية حال، نمت أدونات الخزينة خلال العقدين السابع والثامن من القرن الماضي في الولايات المتحدة من (39.4) مليار دولار في العام 1960 إلى (780) مليار دولار في العام 1996. وكان من أهم العوامل التي أسهمت في هذا النمو هو عجز الميزانيات العامة وتوالي حالات الركود التي انعكست على الإيرادات الضريبية بالانخفاض، في وقت حدث فيه توسع سريع في برامج معينة للإنفاق مثل الدفاع خلال الحرب الباردة والإعانات لذوي الدخل المنخفضة بشكل عام .



فبفضل هذه الأطراف لم تعد القبولات المعينة أدوات مالية قصيرة الأجل وحسب ، بل وصارت كذلك موارد مالية للبنوك الكبيرة التي تمول التبادلات الدولية قصيرة الأجل. وإنما حفز أكثر على الإهتمام المتزايد بالوثائق المذكورة هو إعفاء حاملها الأجانب من الضرائب كما هو الحال في الولايات المتحدة حيث يحقق هؤلاء عوائد عالية نسبيا وأمنة وسريعة السيولة .

### **البند3: شهادات الإيداع القابلة للتداول (Negotiable Certificates of Deposits):**

وهي وثائق تصدرها المصارف التجارية تعطي بموجبها الحق للمستثمرين في تداولها وذلك لفترة محددة تتراوح غالبا ما بين شهر واحد وأربعة أشهر، وأحيانا تصل إلى أقل من اثني عشر شهرا بقليل. وتؤكد هذه الوثائق إيداع مبلغ نقدي معين والذي حدد في الولايات المتحدة، مثلا ما بين (100) ألف دولار وأكثر من مليون دولار.

وفيما يخص معدل العوائد فإن شهادات الإيداع تحمل سعر فائدة قد يكون محددًا أو ثابتًا أو معوماً. وتصدر الشهادات المعنية لصالح حاملها أو باسم مشتريها الأول. علما بأن المعدل المدفوع قابل للمساومة بين المصدر والمشتري، وذلك حسب ظروف السوق النقدية وبالتالي فإن هذه الأداة تختلف عن غيرها من أدوات السوق المذكورة لأنها تحمل فائدة على المبالغ الأصلية. وحيث تقابل هذه الوثائق أموال مودعة لدى المصارف وتكون قابلة للتداول لفترة زمنية معينة، فأنها كثيرا ما تدفع المستثمرين إلى تفضيلها على حسابات التوفير التقليدية، وخاصة عندما يجد هؤلاء بأن الودائع القابلة للتداول تحقق عادة عوائد أكبر مما يمكن للحسابات المذكورة أن توفرها.

ويمكن تمييز نوعين رئيسيين من شهادات الإيداع المصرفية، وهما:

**أ- نوع عام:** يجري بموجبه طرح الوثائق على الجمهور للإكتتاب العام فيتم تسجيل هذه الوثائق بأسماء مكنتبيها، ولكن عند التداول تقوم الجهات المصرفية المصدرة بتظهيرها حسب أسماء الأشخاص الذين يتداولونها وتوثق كافة التغييرات اللاحقة للإكتتاب في سجلات الجهات المعنية، علما بأن شهادات الإيداع هذه تباع بـقيم أدنى Trench C D.

**ب-نوع خاص :** وبموجبه يجري التعاقد مع مستثمرين محددين بالذات ، ويمكن لشهادات الإيداع المعتمدة على وفق هذا النوع تداولها في الأسواق المالية المحلية، غير أن من الضروري أن يسترد المشتري الذي صدرت باسمه هذه الشهادات قيمتها في نهاية فترة التسديد من البنك الذي قام بإصدار لأول مرة. وتباع هذه الوثائق عادة بـقيم أعلى top C Ds.

ومن الجدير بالذكر، أن شهادات الإيداع القابلة للتداول تصدر عادة عن البنوك أو المؤسسات المالية المعروفة في الدول المتقدمة، وتصدر بفئات كبيرة، وبالتالي غالبا ما ينحصر تداولها فيما بين

المستثمرين الكبار من بين المؤسسات القادرة على شرائها كما ولا تعتمد هذه الشهادات كضمانات للقروض تمنحها البنوك.

#### **البند 4: الأوراق التجارية:**

تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة المالية قصيرة الأجل والتي تتراوح فترات استيفائها ما بين يوم واحد وتسعة أشهر، وهي غير مضمونة وتصدر بقيمة كبيرة تبلغ مائة ألف أو حتى نصف مليون دولار، وبالتالي تقوم المؤسسات المعروفة بتصنيفاتها الائتمانية العالية (من بين البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد...إلخ) بإصدارها ومع ذلك بدأت وخلال السنوات الأخيرة شركات تتسم بمراتب ائتمانية أدنى بإصدار الأوراق المذكورة.

#### **البند 5: قرض فائض، الإحتياطي الإلزامي:**

يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الإحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه، ولا تعتبر تلك القروض أوراق مالية بالمعنى المفهوم ذلك أنها تتمثل في تعهد غير مكتوب من البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الإحتياطي يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة تتحدد وفقا لقانون العرض والطلب وعلى الرغم من أن اقتراض تلك الأموال عادة ما يمكن في حدود ليلة واحدة، الهدف سد العجز في الإحتياطي الإلزامي إلا أن الواقع قد أثبت أن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لفترة أطول وذلك عندما يضطر البنك لاقتراض تلك الأموال لاستخدامها في الإستثمار.

وحيث يصبح لزاما عليه أن يطلب مد فترة القرض يوما بيوم ، هذا يلعب البنك المركزي دور الوسيط بين البنوك المقترضة والبنوك المقرضة ، كما يمكن أن يكون الإتصال مباشر بينها أو بواسطته سمسار متخصص في هذا النوع من القروض ( مصطفى رشدي: 1985، ص ص 62-63)

#### **البند 6: قروض الأورودولار:**

يستخدم اصطلاح الدولار الأوروبي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك في خارج الوم أ وعلى الأخص البنوك الأوروبية ، ويتكون سوق الدولار الأوروبي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار بمعنى أنها تقبل ودائع وتمون القروض بالدولار الأمريكي فقط هذا وتتسم القروض التي تقدمها تلك البنوك بضخامة القيمة وقصر تاريخ الإستحقاق، ويتكون لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية لسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيرادها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار، ربما بسبب ارتفاع معدلات الفائدة التي تمنحها.

هذا ولم يعد الأمر قاصرا على الدولار ، إذا أصبح هناك سوق للعملات الأوروبية موازيا بالسوق الأورودولار يمكن أن تلجأ إليه البنوك وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الإقتراض، وكما هو واضح

تعتبر البنوك التي لها تعامل دولي في الدولار الأمريكي أو في العملات الأوروبية هي السوق الثاني الذي تتداول فيه صكوك تلك القروض (مصطفى رشدي: 1985، صص 63-64).

#### **البند 7: إتفاقيات إعادة الشراء:**

تمثل أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية التمويلي مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق وذلك لليلة واحدة أو لأيام قليلة، وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاق مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقتراض أموالاً فائضة لديهم.

ووفق للإتفاق بين التاجر المستثمر بصفة مؤقتة أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق من ذات المستثمر ، بسعر أعلى قليلاً من السعر الذي باع به هذه الأوراق ، على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر ، وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر ، وعودة الأموال إلى المستثمر ويعتبر فرق القيمة بين عقد الشراء وبين عقد البيع بمثابة فائدة على الأموال المقترضة وإن كان هذا لا يمنع من إمكانية إبرام عقدي البيع والشراء بذات القيمة ، على أن يحصل المستثمر على فائدة يحدد معدلها مسبقاً (هوشيار معروف: 2008، صص 134-148).

وهذا ليخرج اتفاق إعادة الشراء عن كونه قرض قصير الأجل بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق.

مع الملاحظة أن عقد البيع لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية إلى المستثمر بل تظل في حوزة التاجر، وإن كان ينص في الإتفاق على اعتبار تلك الأوراق مرهونة لصالح المستثمر، وفي بعض الحالات قد يشترط المستثمر اعتبار المخزون الذي لدى التاجر من الأوراق المالية وليس فقط الأوراق المالية محل الإتفاق مرهونة لضمان سداد القرض.

وعلى الرغم من أن فترة الإتفاق عادة ما تكون ليلة واحدة أو بضعة أيام وهناك اتفاقية تمتد لفترة أطول قد تصل إلى شهر أو أكثر، هذا وتعتبر البنوك التجارية هي السوق الثاني النشط لبيع وشراء صكوك تلك الإتفاقيات.

#### **البند 8: شهادات المديونية وكمبيالات الخزانة:**

حتى تتمكن الخزانة ( الخزينة) من جذب أكبر عدد من الراغبين في الإستثمار في الأوراق المالية الحكومية ، ما تصدر أوراق مالية يطلق عليها كمبيالات الخزينة تحمل تواريخ استحقاق متباينة تتراوح بين سنة وسبع سنوات حتى يجد كل راغب في الإستثمار بغيته.

وتظهر تلك الكمبيالات في الصحف الأمريكية تحت حرف ويحمل حاملها على فوائد نصف سنوية، وكأي اصدار حكومي أخر ، عند سندات الإدخار، تتوافر لتلك السندات سوق ثاني نشط من خلال

بيوت سمسرة متخصصة ، ليسهل فيه تحويلها إلى نقدية في أي وقت (هوشيار معروف: 2008، ص 134، 148)

### الفرع الثاني: أنواع السوق النقدي:

يمكن تصنيف السوق النقدي إلى 3 أنواع رئيسية و هي:

#### البند 1: السوق المفتوحة:

ويقصد بها التعامل باسناد القروض والعملات الأجنبية والقبولات المصرفية، وغالبا ما يلجأ البنك المركزي لسياسة السوق المفتوحة لشراء وبيع الأوراق الحكومية أو لشراء وبيع النقد الأجنبي ، فإذا رغب البنك المركزي من خلال سياسة النقدية في تقليص حجم الائتمان فإنه يلجأ لبيع الأوراق المالية التي يملكها ليخفض كمية النقد المتاحة في السوق أو على العكس من ذلك فإنه إذا رغب في زيادة توسع البنوك في الائتمان فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية ويدفع قيمتها نقدا ليزيد من كمية النقود المتداولة في السوق (البتا محمد : 1996 ص ص 18-19)

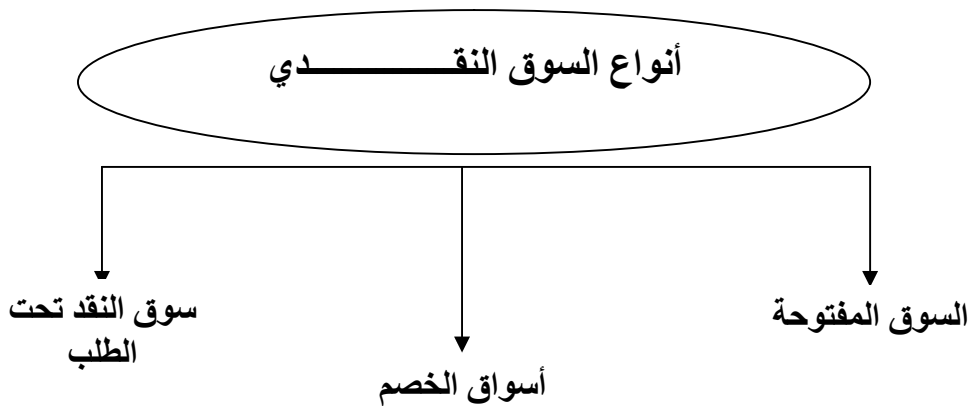
#### البند 2: أسواق الخصم:

وتعتمد أساس على الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكمبيالات وشهادات الإيداع، حيث يتقاضى البنك المركزي سعرا من البنوك التجارية نظير إعادة الخصم للكمبيالات والأوراق المالية المختلفة، ويظم بيوت الخصم، وبيوت القبول، والبنوك التجارية والبنك المركزي.

#### البند 3: سوق النقد تحت الطلب:

وهو يشمل الودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة عند حد سواء ، وحقيقة هذا السوق أنه يجمع جميع البنوك التجارية والمتخصصة مما يتيح لمن لديه أرصدة نقدية فائضة فرصة إقراضها لمن يحتاجها بشكل عاجل على شكل قروض قصيرة الأجل بالإضافة إلى سوق العملات الأجنبية ( البتا محمد : 1996، ص20) .

### الشكل رقم (02): أنواع السوق النقدي



المصدر: البتا محمد: ( 1996-ص20)

من خلال الشكل يتضح أن السوق النقدي له 3 أنواع رئيسية وأن علاقة بتنظيم ممارسة عمليات السوق. وهي كما يلي:

1/ الأسواق المفتوحة.

2/ أسواق الخصم والتي تعتمد أساسا على الأوراق القابلة للخصم.

3/ سوق النقد تحت الطلب: وتمثل الودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة.

### **المطلب الرابع: مؤسسات السوق النقدي:**

تلعب كل من البنوك التجارية والبنوك المركزية، الشركات المالية بالإضافة إلى الشركات الكبيرة دورا كبيرا في السوق النقدي وهذا يبرز من خلال الوظائف التي يقوم بها كل بنك

### **الفرع الأول: البنوك التجارية:**

تقوم البنوك التجارية بوظيفتين أساسيتين في سوق الخصم كما يلي:

- 1- توفر بيوت الخصم من خلال الاقتراض المباشر للأرصدة النقدية اللازمة لشراء الكمبيالات.
- 2- تقوم البنوك بشراء الكمبيالات و الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق ويتضح لنا أهمية الوظيفة الأولى في هذا المجال حتى لا تتوفر عادة لبيوت الخصم أرصدة نقدية كافية لمواجهة الطلب على خصم الكمبيالات من المتعاملين التجار والخزائنة، ويتم التخلي على ذلك بالإقتراض من البنوك التجارية التي توفر الائتمان اللازم لبيوت الخصم لغرض شراء أو خصم الكمبيالات المطلوبة بسعر فائدة منخفض وبسبب قصر الأجل الممنوح للائتمان الذي تمنحه البنوك إلى بيوت الخصم والذي عادة ما يكون لمدة أيام معدودة فنجد أن سعر الفائدة يكون محدودا، وفي المقابل نلاحظ أن سعر الفائدة أي سعر الخصم أعلى في حالة حيابة البنوك للكمبيالات، إلا أن الوضع القائم في السوق يشير إلى أن أغلب معاملات البنوك يكون من خلال إعادة خصم الكمبيالات لبيوت الخصم بعد اقتراب أجل مستحقاتها وهكذا أخذت البنوك التجارية تلعب دور الوسيط في السوق النقدي من خلال شراء وبيع الأوراق المالية وجنيها الأرباح مقابل عمولة، كما عملت على شراء وبيع الأوراق المالية لحسابها الخاص.

وأصبحت البنوك بذلك تعمل على تنمية الإيداعات وتوجيهها نحو الاستثمارات فأخذت تعمل في السوق المالية والنقدية من خلال توظيفها للأموال ومنح القروض وإصدار شهادات الإيداع و القبولات المصرفية وتقديم الخدمات الاستشارية للعملاء وتحصيل الأوراق التجارية إضافة لشراء وبيع العملات الأجنبية والعربية على حد سواء.

### **الفرع الثاني: البنوك المركزية:**

تنصدر البنوك المركزية قمة الأجهزة المصرفية لما لها من القدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية والأصول النقدية إلى حقيقية فهي التي تقوم بإصدار النقد.

ويتمثل دور البنوك المركزية في السوق المالي والنقدي من خلال:

- توجيه السياسة النقدية.
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الإحتياطي المفروض عليها.
- مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية.
- ممارسة سياسة السوق المفتوحة ، بالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات و أدوات الخزينة مثلا.
- اصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.
- وهكذا يرتبط البنك المركزي بسوق الخصم من خلال ما يطرحه من أدوات الخزينة في السوق النقدي نيابة عن الحكومة.

### الفرع الثالث: الشركات المالية:

وهي شركات وساطة مالية تقوم ببعض الأعمال الإستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد والتغطية، فقد اهتم السوق المالي والنظام المصرفي منذ مباشرة أعماله بتطوير خدمات وعمليات السوق الأولى. ولهذه الشركات مصادر تمويل كالودائع التي تشمل شهادات الإيداع والتوفير، وكذلك رأس المال المدفوع و الإحتياطات والعمولات التي تحققها ، وتؤدي الشركات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دورا هاما في كل من:

- 1- تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها.
- 2- خلق الفرص الإستثمارية.
- 3- تقارب بين العرض والطلب في عمليات السوق المالي.

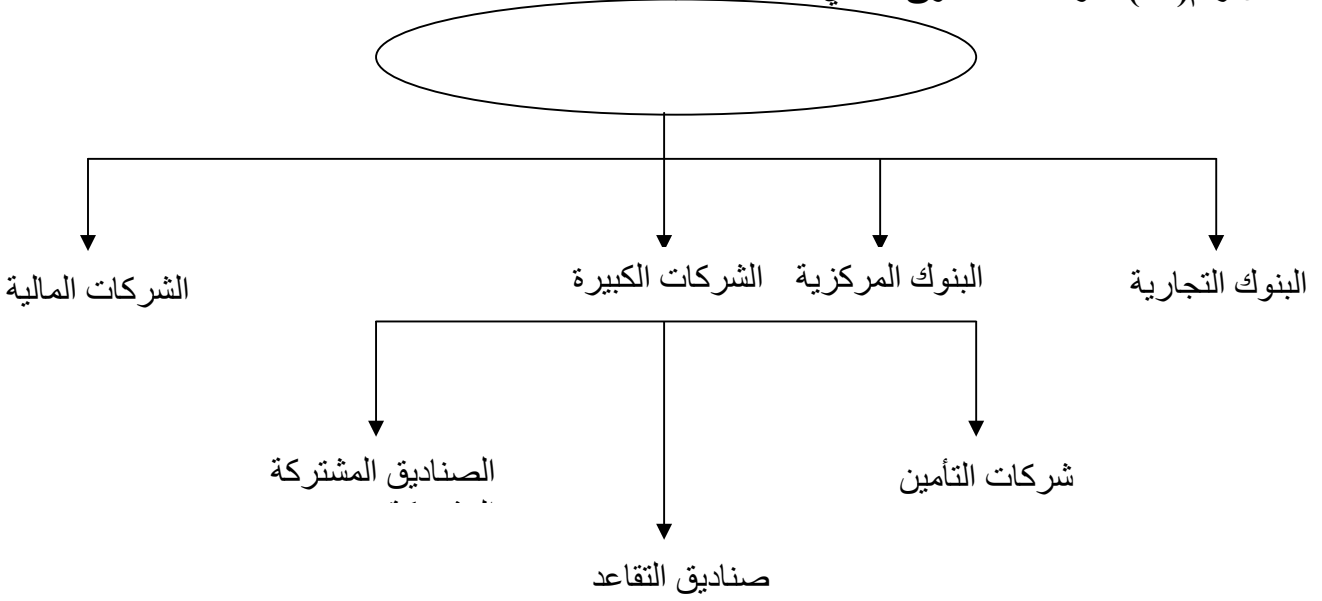
### الفرع الرابع: الشركات الكبيرة:

هي شركات مساهمة مقفلة أو عامة تتجمع لديها مبالغ ضخمة موزعة على أكثر من دولة واحدة، ويدير نشاطها مجلس إدارة هدفه الحفاظ على درجة من السيولة النقدية وتشغيل الفائض تحقيقا لأكبر عائد في ظل المخاطرة وهب تشتمل شركات التأمين ، وصناديق التقاعد ، وصناديق الإستثمار المشتركة وما إلى ذلك.

وهكذا يتضح لنا أن العاملين والقائمين على تحقيق أهداف ووظائف السوق النقدي مؤسسات متنوعة وليست أفرادا، فنجد أن هذه المؤسسات التي تعمل داخل السوق النقدي تلتقي بالبائعين والمشتريين في مختلف صور وأشكال القروض قصيرة الأجل ، وهي التي تتلقى المدخرات والفوائض وتعرضها للمتعاملين لهدفين.

- 1- تلبية احتياجات الوحدات العاجزة نقديا
- 2- تحقيق الأرباح والعوائد المالية. (زيد رمضان وآخرون: 2007/ ص ص 47-50).

## الشكل رقم(03): مؤسسات السوق النقدي



المصدر: (زياد رمضان وآخرون: 2007ص 50)

نلاحظ من خلال الشكل أنه: من أهم المؤسسات التي تؤدي دورا رئيسيا في الأسواق النقدية تتمثل في:

- البنوك التجارية

- البنوك المركزية

- الشركات المالية

- الشركات الكبيرة وهي تشمل:

1- شركات التأمين

2- صناديق التقاعد

3- صناديق الإستثمار المشتركة

## المبحث الثالث: سوق رأس المال:

تشير العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، حيث يؤدي وجود أسواق المال إلى تقليل تكلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الإستثمار باستخدام طرق أكثر إنتاجية، كما تضمن هذه السوق تمويل إستثمارات طويلة الأجل مع ضمان ألا يفقد المدخرين سيطرتهم على مدخراتهم، كذلك تمكن أسواق الأوراق المالية من تحقيق المناظرة في الإستثمار ذلك لأنها تمكن المتعاملين من البيع والشراء عندما يرغبون في تنويع محافظهم المالية.

## المطلب الأول: مفهوم، نشأة سوق رأس المال:

أصبح موضوع سوق رأس يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الإقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاهية وللوقوف على سوق الأوراق المالية نتناول ما يلي:

### الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال (سوق الأوراق المالية):

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين ، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال ولكن مع نمو شبكات ووسائل الإتصال فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.

أو هو عبارة عن السوق الذي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيتها للمجالات الإستثمارية التي يحتاجها الإقتصاد القومي.

(عصام حسين: 2008، ص ص18،17)

كما عرفها (مصطفى محمد عبده محمد: 1998، ص2) على أنها: سوق التداول للأوراق المالية ، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها : الأسهم والسندات.

أما ( جبار محفوظ : 2002، ص89) فقد عرفها على أنها:" المكان الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها وفقا لقواعد خاصة بكل سوق"

فمن خلال التعريف السابقة نستنتج أن سوق الأوراق المالية هو عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء في شكل يساعد على تهيئة المدخرات وتنميتها للمجالات الإستثمارية التي يحتاجها الإقتصاد.

### الفرع الثاني: نشأة سوق رأس المال:

تعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر الميلادي حيث عرفت باسم البورصات والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال.

وساهم في دفع هذه الأسواق إلى الظهور و التوسع إنتشار الشركات المساهمة وإقبال حكومات بعض الدول والملوك وخاصة بريطانيا إلى الإقتراض من كبار المدخرين والمراكيب وتجار الذهب، بهدف تمويل نفقات الدولة المختلفة وكذا تمويل الحروب، فضلا عن إحتجاج الشركات المساهمة للتمويل،



وقد جاء على الإقتراض لخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم إستقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية والبورصة في العصر الحالي لم تختلف كثيرا، فهي سوق يتم فيها بيع وشراء رؤوس أموال الشركات أو السلع المعدنية أو المحصولات الزراعية المختلفة.

### **المطلب الثاني: خصائص سوق رأس المال، وظائفها وأقسامها:**

تعتبر سوق رأس المال أداة تقوم بربط العلاقات بين المدخرين والمنظمين قصد توسيع وتنويع فرص الإستثمار وتوزيع مخاطره تحقيقا لهدف التنمية الشاملة.

### **الفرع الأول: خصائص سوق رأس المال:**

لسوق رأس المال بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى والمتمثلة في: (الجمال جويدان: 2002، ص56).

- سوق الأوراق المالية يتسم بكونه أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى.
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الآلات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية خاصة الثانوية منها يتم من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الإتصالات.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الإستثمارية الراشدة.

### **الفرع الثاني: وظائف سوق رأس المال:**

تتلخص وظائف سوق رأس المال فيما يلي : (محمد الصالح الحناوي ، 1998، ص51).

### **البند 1: سوق رأس المال أداة لتمويل الإقتصاد:**

من خلال المحاسبة الوطنية يمكن القول بأن القدرة التمويلية للأعوان الإقتصاديين هي الرصيد الإيجابي من حساب الدخل بعد الإتفاق ، فسوق الأوراق المالية تعمل على تشجيع الإدخار الإستثماري بشكل عام، وبشكل خاص عند صغار المدخرين الذين لا يستطيعون في العادة إقامة المشاريع الإستثمارية لعدة أسباب ، منها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرض الإستثمار المتاحة والمجدية ، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخزنونه من أموال الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات

والمؤسسات الإستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الإستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الإقتصاد بالزيادة.

## **البند 2: سوق رأس المال أداة تقييم حالة الإقتصاد:**

تعتبر سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الإقتصادي فهي أداة يمكن من خلالها قياس قوة الإقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير باعتبار حساسية الكبيرة اتجاه الأحداث الإقتصادية والسياسية والإجتماعية التي يمكن أن تحصل في مختلف بقاع العالم، ومن أمثلة ذلك انتشار معلومات مفادها احتمال حرب أو قطع علاقات دبلوماسية فإنه قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية، ومن ثم على السوق ونشاطها بشكل عام.

بالإضافة على أن مؤشر سوق الأوراق المالية يمكن إعتبارها عنصرا مفسرا للإقتصاد خاصة في الحالات التي تزول فيها أعراض التغيرات الفصلية والعشوائية المرتبطة بالأسعار والتي غالبا ما تكون قصيرة الأجل، كما أن الإنخفاض المستمر لأسعار الأوراق المتداولة يمكن تفسيره بسحب الثقة من الإقتصاد وهو الأمر الذي ينبه بوقوع أزمة في المستقبل (عبد الفتاح عبد السلام : 1998/ ص 58)

## **البند 3: سوق رأس المال أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة:**

يمكن إعتبار سوق رأس كوسيلة تسمح بإنقال من إقتصاديات الإقراض إلى إقتصاديات أوراق المال ، بما يكفل التحول من نظام التمويل الغير مباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة إنطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للإكتتاب في السوق.

كما تعتبر أيضا أسواق رؤوس الأموال وسيلة لتسهيل الأدوات المتداولة فيها، باعتبارها الفضاء الذي فيه التعامل من خلال البيع والشراء مما يتيح لمستثمري مدخراتهم أو فوائضهم بصفة عامة من إستعادة أموالهم عند الحاجة إليهما.

## **البند 4: سوق رأس المال أداة تحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر:**

يمكن النظر إلى وظيفة تحديد السعر المناسب للأوراق المالية بأنها وظيفة أساسية لسوق الأوراق المالية، بالإعتبار القائل أنه لا يمكن أن تقوم سوق للأوراق المالية سهلة التسويق على حساب الأسعار، مما يعني أن المستثمر في هذه السوق إلى جانب حرصه على بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً.

كذلك تعتبر سوق الأوراق المالية أداة تسيير مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة أو تنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضها ( مأمون إبراهيم حسن : 1998، ص ص 21-22)

## **الفرع الثالث: أقسام سوق رأس المال:**

تتضمن سوق الأوراق المالية العديد من الأسواق التي يمكن التميز بينها على أساس طبيعة العمل بها، أو طبيعة العمليات، ومن هذه الأسواق نجد:

## البند 1: السوق الأولية (سوق الإصدار)

يقصد بالسوق الأولية أو ما يعرف بسوق الإصدار، تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة ، فهي أداة يمكن من خلالها لكل مستثمر سواء كان يريد أن يصبح مساهما أو مقرضا تحويل سيولة ذات الدرجة الأولى إلى نوع جديد من السيولة وهي السيولة ذات الدرجة الثانية أو المجمدة ( أسهم وسندات)، يمكن من خلالها تحقيق عائد.

وفي غالب الأحيان فهذه السوق تتكون من مؤسسات متخصصة بعملية عرض الإصدارات الأولية للأوراق المالية ، ويطلق عليها اسم " بنكير " أو " بنك الإستثمار " مثل مارلنش MERRILLYNCH. وإخوان سالومون Salomon brothers ومؤسسة بوسطن الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية وتضطلع بمهنة تصنيف أنسب الأوراق المزمع إصدارها ، وكذا أنسب التوقيت للإصدار والسعر والكمية (منير ابراهيم هندي : 1999 ، ص ص 67،68)

## البند 2: السوق الثانوية (سوق التداول)

وهي تلك السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية مما يساعد على اتساع السوق وزيادة سيولتها ويمكن تقسيم هذه السوق إلى: (صلاح الدين حسين السيسي: 2003، ص ص 21-24)

**أولاً: السوق المنظمة:** وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنتظمة ، وفقا لوائح وقواعد تضعها الجهات الرقابية وتعرف أيضا بالبورصة، وهذه السوق تأخذ شكلين :

1- **السوق المنظمة المركزية:** ويقصد بها البورصة المركزية أي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية ، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق ومن مثيلاتها: بورصة طوكيو ، بورصة لندن ، بورصة نيويورك للأسهم .

2- **السوق المنظمة المحلية:** ويقصد بها البورصة المحلية التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة ، التي تهتم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه ، ويسمح فيها أيضا بالتعامل بالأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية .

**ثانياً: السوق الغير منظمة:** السوق غير المنظمة سوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق المعاملات على المنضدة ونسبة للمنضدة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على مستوى البنوك التي كانت تتولى الدور الأساسي في عمليات التداول، فهذه السوق في أغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول ، إذ تتم من خلال شبكات إتصالات قوية وسريعة .

ويتعامل في هذه السوق أساسا بالأوراق المالية الغير مقيدة في الأسواق المنظمة، بما يوحي أن التاجر أو المنعامل هم صانع سوق الورقة التي يرغب في التعامل فيها.

يلاحظ أيضا على هذه السوق بأنها عالية الأوتوماتيكية، فقد قام الإتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية NASD في عام 1971 بوضع وتنفيذ شبكة اتصالات على المستوى القومي، تغطي جميع المعلومات والأوامر المرتبطة بالأوراق المالية المشاركة في هذا النظام ، ويطلق على هذه الشبكة إسم " NASD Q " ( محمد الصالح الحناوي :1998،ص 56)

**المطلب الثالث: كفاءة سوق رأس المال:**

**الفرع الأول: شروط قيام سوق رأس المال:**

هناك العديد من الشروط يمكن ذكر أهمها كالتالي: (أحمد محمد لطفي أحمد: 2006،ص ص 26-28)

**أولاً: توافر مناخ إستثماري مستقر:**

ويتمثل في حالة الإستقرار السياسي و الإقتصادي و الإجتماعي، سياسة إقتصادية رشيدة ومرنة، ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في البيئة والظروف الإقتصادية الملائمة ، فإنها تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للإستثمارات الطويلة الأجل وعن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع .

**ثانياً: توفير التقنية المناسبة وشفافية المعلومة:**

تتمثل التقنية المناسبة في شبكات الاتصالات المتقدمة ، وذلك لربط أسواق الأوراق المالية ببعضها البعض لضمان توفر المعلومات بدقة وكذا توفر الإفصاح والعلانية ، وذلك ما يساهم في نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، وتوفير المعلومات اللازمة حول ميزانيات الشركات ونتائج أعمالها والبيانات الكافية عن مشروعاتها ، حتى يكون المساهم المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات، وما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم وبيعث الثقة في الأوراق المالية والوصول إلى السعر الحقيقي لها بخضوعها لقوانين العرض والطلب في السوق.

**ثالثاً: أوراق مالية سليمة قابلة للتداول:**

يجب التأكد من أن الأوراق المالية المتداول بها على مستوى السوق سليمة، وأن عقد العمليات بالسوق لا يشبه غش أو نصب أو احتيال أو مضاربات وهمية ، ويتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين ( السماسرة ) الذين يمثلون حلقة وصل بين البائع والمشتري.

**رابعاً: السرعة، الدقة، المرونة:**

يجب السهر على سرعة إتمام الصفقات ، وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة المنصوص عليها وبالشروط المحددة بأوامرهم ، كما يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة إنتقال

ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر، وإنشاء قسم الإستعلامات يزود بالإحصائيين للرد على إستفسارات جمهور المستثمرين ، كذلك تدعيم السوق بالوسائل الألية للإحصاء لتسهيل إصدار بيانات يومية عن كميات التداول لكل نوع من الأوراق المالية ، حتى يكون تقرير المتعامل سليماً.

#### خامساً: ضمان سلامة الادخار والحصول على العائد:

ذلك عن طريق خلق جو من الثقة بين المتعاملين ، ومراقبة ميزانيات الشركات... إلخ ، ولاشك أن سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين في حياة المؤسسات يساهم بشكل ملحوظ في توليد الثقة بين المتعاملين، بالإضافة إلى تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من إستثماراتهم، وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للإكتتاب أو إعفاء العائد من الضرائب.

#### الفرع الثاني: متطلبات كفاءة سوق رأس المال:

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وفي هذا الصدد، يلعب السوق الكفاء دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر. (أحمد حسين بنال : 2004، ص16)

- **الدور المباشر:** يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص إستثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

- **الدور الغير مباشر:** يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني امكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود إقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول. ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه سمتان أساسيتان هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

وتعرف كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، دون فاصل زمني كبير، وأن لا يتكبدا في سبيلها تكاليف باهضة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح ، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين، أما كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصته لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل.

## المطلب الرابع: أدوات التعامل في سوق رأس المال:

لاشك أن سوق رأس المال تحظى بإهتمام بالغ من قبل المستثمرين سواء الفردي أو المؤسسي والمتاجرة بأدوات التعامل فيها.

وعليه نقصد بأدوات التعامل في سوق رأس المال الأوراق المالية المتاحة للتداول وبخاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال المختلفة في النشاطات.

ويمكن تعريف الورقة المالية بأنها صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول المنشأة أو الحقين معا تبعا لنوع الورقة المالية التي يمتلكها. (مروان شموط: 2007، ص 96) وفيما يلي سنتعرض أهم الأدوات من الأوراق المالية المتعامل بها في أسواق رأس المال.

### الفرع الأول: الأسهم:

ينقسم رأسمال شركة المساهمة إلى أسهم ، وتمثل هذه الأسهم مقابل المساهمات (العينية أو النقدية) المقدمة إلى الشركة، وعند إنشاء شركة ما ، يدعى الأشخاص المساهمون في تكوين رأسمالها " المساهمون المؤسسون أو التأسيسيون " ( أبو زيد رضوان: 1983، ص 106) .

#### البند 1: تعريف ، خصائص ، الأهمية الاقتصادية للأسهم

أولاً: تعريف الأسهم : أطلق الإقتصاديين عدة مصطلحات على السهم.

الأول: الصك الذي يمثل جزءا من رأسمال الشركة يزيد وينقص تبع رواجها.

و الثاني: يعرف بأنه: نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال ويرى البعض أن السهم يراد به أمران:

1- نصيب المساهم في رأس مال الشركة.

2- الصك المكتوب الذي يتضمن حق المساهم، و ما هو مخول له من حقوق وبناء على ذلك، عرفت الأسهم على أنها : صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول بالطرق التجارية، والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم ( إشتراك) في رأسمالها ، وتخول له حقوقا في الشركة لاسيما حقه في الحصول على الأرباح ( أحمد محمد لطفي محمد : 2006، ص ص 45-47).

كما تم تعريف السهم بأنه حق المساهم في شركة أموال ، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري ، ويمثل حق المساهم في الإشتراك في الجمعيات العمومية ، وحق التصويت فيها وحق الانتخاب وحق الأولوية في الإكتتاب عند زيادة رأس المال ، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الإنقضاء ( شمعون شمعون : 1993، ص 21).

كما عرفه ( طارق عبد العال حماد: 2007، ص 11) بأنه " صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة المساهمة أو لتوصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول

على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم ، وتكون مسؤوليته المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم".

فرأسمال شركات المساهمة وحصة المساهمين بشركات التوصية بالأسهم يتكون من عدد من الحصص المتساوية، يسمى كل منها " سهما" ، ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك، حيث يوضح كل صك. (جلال ابراهيم العبد : 1998، ص 32)

- اسم الشركة المصدرة للصك.

- نوع السهم ورقمه.

- عدد الأسهم بالصك.

ويظهر السهم من ناحية شكله المادي في ورقة مطبوعة مزينة بنقوش تجعل تقليدها عسيراً، وتمصر بخاتم الشركة، ويوقعه أحد أعضاء مجلس الإدارة حسب ما يقتضيه نظام الشركة.

### ثانياً : خصائص الأسهم:

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص ، وهذه الخصائص تكفل بدورها للسهم أداء مهمته في الحركة الاقتصادية، وتتمثل هذه الخصائص في: ( شمعون شمعون : 1993 ، ص22)

**1- التساوي في القيمة:** من الخصائص التي تختص بها الأسهم أنها متساوية القيمة، وهذه القيمة يتم تحديدها من قبل القانون، يستوي في ذلك كل أنواع الأسهم، إذ أنها تقوم على مبدأ المساواة في الحقوق والالتزامات والحكمة من تساوي قيمة الأسهم : تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية بسهولة ويسر من غير عناء، وتسهيل عملية توزيع الأرباح ، وتنظيم سعر الأسهم داخل البورصة.

**2-قابلية الأسهم للتداول:** تعتبر هذه الخاصية من أهم خصائص الأسهم فإذا نص في الشركة على عدم قابلية السهم للتداول فقدت الشركة صفة المساهمة.

وتعتبر هذه الخاصية من أهم الخصائص في شركات المساهمة، بل إن التداول يعتبر هو المعيار الأساسي للفرقة بين شركات الأشخاص وشركات الأموال، بحيث إذا نص في نظام الشركة الأساسي أو صدر قراراً من الجمعية العمومية يتضمن تحريم التنازل عن الأسهم فإن الشركة تفقد صفتها كشركة مساهمة، وتصبح من شركات الأشخاص.

**3 -عدم قابلية السهم للتجزئة:** بمعنى أنه إذا مات أحد الشركاء فلا يجوز أن يقسم سهمه على ورثته وإنما يختار الورثة من بينهم من يمثلهم في الجمعية العمومية وحتى يستطيع مباشرة الحقوق الخاصة بهم.

**4- تحديد المسؤولية:** وهذا يعني أن مسؤولية الشركاء مسؤولية محدودة تكون بحسب قيمة أسهمهم فيها، ولا يسألون عما يجاوز ذلك، فإذا أفلست الشركة وصارت عاجزة عن سداد ديونها، فلا يلزم الشركاء بسداد ديونها من أموالهم الخاصة.

### ثالثاً: الأهمية الاقتصادية للأسهم:

يعتبر إصدار الأسهم إحدى طرق التمويل الأساسية التي تلجأ إليها الدول المتقدمة، ولقد أدى وجود شركات المساهمة، بما يستتبعه من تقسيم رأسمالها إلى حصص صغيرة متساوية القيمة قابلة للتداول، إلى إيجاد النمو الإقتصادي في البلدان التي ظهرت فيها.

ومن أهم ما يمتاز به هذه الصيغة، أنه يمكن من خلالها جمع رؤوس أموال كثيرة من مساهمات صغار المدخرين الذين ليست لديهم المقدرة على الإستثمار المباشر، كما أن المسؤولية المحدودة التي تتمتع بها شركات المساهمة كانت حافزاً لدى الأفراد، إذ أنهم يعلمون أن ديون الشركة وخسائرها لا يمكن أن تمتد إلى أموالهم الخاصة، أي أن المخاطرة في هذا النوع يسيرة ومحدودة.

أضف إلى ذلك، أن ميزة التداول التي تتمتع بها الأسهم تؤدي إلى جعل الإستثمار بالنسبة للأفراد جيد السيوالة، مما يجعل شركة المساهمة متفوقة على صيغ الإستثمار الأخرى لكل ذلك، وجدت المجتمعات أن صيغة شركات المساهمة يمكن أن يكون لها دور بالغ الأهمية في التنمية الإقتصادية، حيث يتم تعبئة المدخرات من الأفراد وتوجيهها نحو الإستثمار في المشاريع الصناعية أو الزراعية أو الخدمية، التي يصعب تمويلها بأي طريقة أخرى (أحمد محمد لطفي أحمد : 2006، ص ص 47-52).

#### البند 2: قيم الأسهم، حقوق أصحاب الأسهم، أنواع الأسهم:

أولاً: قيم الأسهم: اتفق الاقصاديون على أن للأسهم قيم أربعة:

1- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تكون مبنية في السهم (على صك السهم)، وذلك لأن السهم عندما يصدر فإنه يصدر بالقيمة التي دفعت لإملاكه.

2- قيمة الإصدار: يقصد بها إصدار السهم بقيمة أقل من قيمته الاسمية أو الحقيقية بقصد زيادة رأسمال الشركة.

مثال: إذا كانت القيمة الاسمية للسهم أربعة، فتصدر الشركة السهم بثلاث بقصد زيادة رأس المال لإنقاذ الشركة من الإنهيار أو للتوسع في أعمالها، فيكون ذلك حافزاً لأن يقوم المساهمون بإعطاء الشركة الأسهم بالقيمة الاسمية التي هي أربعة، ولكن يدفع المساهم أقل من قيمتها الاسمية، أي يدفع القيمة الإصدارية.

وفي نفس الصدد، وكمثال واقعي، نذكر عملية الإصدار الأولي للشركة ذات الأسهم "أليانس للتأمينات" (Alliance Assurances) والتي فتحت الباب لعملية الاكتتاب بغرض الانضمام لبورصة الجزائر مطلع 2011، حيث تم تحديد القيمة الاسمية للأسهم المصدرة بـ 200 دينار للسهم، وبسعر إصدار يقدر بـ 830 دينار للسهم، وهو ما يبين نية الشركة في تحصيل قيمة سيولة تفوق القيمة الاسمية للأسهم المصدرة، وهو ما يعبر عرضاً غير جذاب لأصحاب الأموال رغم وضع إجراء تحفيزي في هذا الصدد يتمثل في الاستفادة المساهمين الجدد من أرباح السنة الجارية 2010.



**3- القيمة الحقيقية للسهم:** وهي النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة، أي رأس المال المدفوع وموجودات الشركة وما أضيف إليها من أرباح، وهذه القيمة هي القيمة الاسمية عند ابتداء الشركة، ولكنها تختلف عنها بعد ذلك.

**مثال:** إذا كان رأسمال الشركة مليون دينار، والشركاء عشرة ومجموع أسهم الشركة عشرون سهماً، لكل شريك سهمان فتكون القيمة الاسمية للسهم الواحد خمسون ألف دينار، وبعد فترة زاد رأسمال الشركة بعد نماء تجارتها فصار مليوني دينار، فترتفع بذلك قيمة السهم لتصبح مائة ألف دينار بعد أن كانت في بدأ انعقاد الشركة خمسون ألف دينار، وإذا صار رأسمال الشركة ثمان مائة ألف دينار تقل قيمة السهم لتصبح أربعون ألف دينار.

ولكن يلاحظ على هذه القيمة أنها لا تؤثر على توزيع الأرباح على المساهمين مادام أنه لم يحدث أية زيادة في عدد الشركاء، ولم يتم طرح أسهم جديدة بقيمة الإصدار.

**4- القيمة السوقية للسهم:** وهي قيمة الأسهم عند عرضها للبيع في الأسواق التجارية، وهذه القيمة تختلف زيادة ونقصاناً بحسب نجاح الشركة في أعمالها وضخامة موجوداتها وبحسب رأسمالها الاحتياطي، وتختلف كذلك بحسب الظروف والأزمات المالية والسياسية.

**5- القيمة الدفترية للسهم:** وهي نصيب السهم من القيمة الدفترية لصافي أصول الشركة، وتكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة الاسمية للسهم في حالة تكوين احتياطات وتكون أقل في حالة تحقيقها لخسائر وتحسب القيمة الدفترية للسهم بقسمة صافي أصول الشركة على عدد الأسهم المصدرة.

**ثانياً: حقوق أصحاب الأسهم:**

يخول وضع المساهم في الشركة عدداً معيناً من الحقوق، منها على الخصوص:

**1- الحق في الإعلام:** يجوز للمساهم أن يحصل مجاناً من الشركة التي يكون مساهماً فيها، على كل وثيقة تتعلق بتسيير شؤون الشركة، وفي هذا الصدد، يمكن ذكر ما يأتي: الحصيلة المحاسبية التقرير عن التسيير، تقرير محافظ الحسابات... إلخ

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

- **إعلام محاسبي ومالي دوري:** نشر الحالات المالية السنوية والسادسية في الصحافة
- **إعلام دائم:** ويتجاوز ذلك إلى التبليغ عن كل واقعة تعتبر هامة وكفيلة بالتأثير في سعر أسهمها في البورصة.

**2- الحق في التصويت في الجمعيات العامة:** تمثل الجمعية العامة للمساهمين فرصة متاحة لهؤلاء لإبداء رأيهم في تسيير الشركة ويطلب رأي المساهم المعبر عنه من خلال ممارسته حق التصويت أثناء الجمعيات العامة للموافقة على بعض أعمال التسيير ويتعلق الأمر خصوصاً بالمصادقة على حسابات

السنة المالية المنصرمة، تعيين أعضاء مجلس الإدارة ، تعيين محافظي الحسابات، تعديل القانون الأساسي...ألخ (خليل الهندي والقاضي أنطوان الناشر: 2000ص 40) وهذا الحق هو حق أساسي ملازم للسهم، ولا يمكن نزع منه بإصدار أسهم مجردة عن هذا الحق.

#### أ-الحق في المكافأة.

ب- يمكن أن تترتب عن سهم مكافأة في شكل عائد سهم، ويوافق هذا العائد حصة الربح المحققة والمدفوعة عن كل سهم.

ويرتبط دفع هذه المكافأة، إذن بالنتائج التي حققتها الشركة وللجمعية العامة للمساهمين أن تقرر توزيعها وتحديد مبلغها.

و من المألوف أن الشركة لا توزع الأرباح إلا إذا حققت نتيجة صافية إيجابية (ربحا).

د- الحق في الاكتتاب التفضيلي: ويتعلق الأمر بحق ممنوح للمساهم في حالة اتخاذ الشركة قرار القيام برفع رأسمالها.

هـ- الحق في التخصيص: يمارس هذا الحق في حالة رفع الشركة القيمة الاسمية للسهم أن إنشاء أسهم جديدة، عند الاقتضاء بتحويل الاحتياطي – الذي هو ملكية للمساهمين إلى رأسمال.

و- حقوق أخرى: كما يتمتع أصحاب الأسهم بحقوق أخرى، نذكر منها:

- الحق في إسترداد القيمة الإسمية للسهم.

- حق إقتسام موجودات الشركة.

- كل مساهم له الحق أن يتفرغ عن أسهمه لشخص آخر باستثناء:

- أسهم الضمان المخصصة لأعضاء مجلس الإدارة.

- الأسهم العينية.

يجوز لمالك السهم أن يرتب على عاتقه حق انتفاع لشخص آخر، ويعود للمنتفع في حال عدم وجود نص مخالف في نظام الشركة، أن يقبض الأرباح العائدة للسهم، وأن يشترك في التصويت في الجمعية العمومية العادية، التي تتخذ القرارات في إدارة الشركة وتوزيع الأرباح.

ويكون لمالك الرقبة حق استرداد قيمة السهم عند التصفية وحق الاكتتاب بالأسهم عند زيادة رأس المال، أما دعوى المسؤولية ضد أعضاء مجلس الإدارة فيجوز رفعها من قبل كل من المالك والمنتفع، لوجود مصلحة له في ذلك.

لا يجوز للشركة أن تحرم المساهمين أيا من هذه الحقوق، سواء في نظامها الأساسي، أم بقرار يصدر عن الجمعية العمومية بأغلبية المساهمين.

#### ثالثا: أنواع الأسهم.

تتنوع الأسهم تبعا لطبيعتها، ويمكن تقسيم الأسهم إلى أربعة أقسام رئيسية، تتفرع عنها أقسام فرعية:

أولاً: أقسام الأسهم من حيث طبيعة الحصة المقدمة: تنقسم الأسهم بهذا الاعتبار إلى قسمين: (علي شلبي: 1962، ص 30).

**1- الأسهم النقدية:** وهي الأسهم التي تدفع نقداً، وفي هذا الصدد، حدد المشرع الجزائري نوعية الأسهم النقدية تحديداً دقيقاً حيث اعتبر أسهمها نقدية:

- الأسهم التي تم وفائها نقداً أو عن طريق المقاصة.
  - الأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار.
  - الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه إلى الاحتياطيات أو الفوائد أو علاوة الإصدار، وفي جزء منه عن طريق الوفاء نقداً، على أن يتم وفاؤها عند الاكتتاب.
- وتعتبر الأسهم الأخرى أسهماً عينية.

#### شروط السهم النقدي:

- يشترط في السهم النقدي الذي يكون حصة في رأسمال الشركة عدة شروط منها:
- أن يكون معلوماً، فلا تصح الشركة على مال مجهول، ويشترط فيه أن يكون معلوماً قدراً وجنساً وصفة، دفعا لجهالة الربح.
  - ألا يكون السهم مشتملاً على الغرز، لئلا يؤدي ذلك إلى التنازع والاختلاف.

#### 2- الأسهم العينية:

وهي الأسهم التي تمثل حصصاً عينية في رأسمال الشركة منقول أو عقار، أو ما إلى ذلك من الموجودات (عقارات، آلات... إلخ)

#### ثانياً: أنواع الأسهم من حيث الحقوق:

مبدئياً تتمتع كل الأسهم بنفس الحقوق، لكن يمكن أن تنشأ في بداية حياة الشركة أو خلال تواجدها أسهم تتمتع بحقوق لا تتمتع بها الأسهم العادية (ضياء مجيد الموسوي: 1998، ص 24) و عليه تنقسم الأسهم من حيث الحقوق إلى قسمين:

**1- الأسهم العادية:** الأسهم العادية هي الأسهم التي تتساوى في قيمتها، وتعطي لأصحابها حقوقاً متساوية، ويحصل صاحبها على قدر متفق مع ما دفعه إلى الشركة دون أي زيادة أو ميزة أخرى ويتحمل الخسارة بقدر الأسهم، وبالتالي فهذه الأسهم لا تعطي لصاحبها أي ميزة خاصة عن غيره من المساهمين.

**2- الأسهم الممتازة:** هي الأسهم التي تختص بمزايا لا تختص بها الأسهم العادية.

ويعد تقرير هذا النوع من الأسهم استثناء على الأصل العام الذي يقضي بأن جميع الأسهم متساوية من حيث القيمة، وبالتالي يكون جميع الشركاء متساوون في الحقوق والواجبات، كما أن مسؤولية المساهمين تكون بحسب قيمة السهم، ومع ذلك تقوم بعض الشركات بإصدار أسهم جديدة تعطي لأصحابها بعض المزايا والخصوصيات غير المتوفرة لأصحاب الأسهم العادية، وذلك بإصدار أسهم ممتازة.

والأسهم الممتازة تجمع بين سمات الأسهم العادية والسندات:  
فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في أنه يمثل صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق، ويشبهه كذلك في تحديد المسؤولية.

### ثالثا: أنواع الأسهم من حيث الشكل:

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

**1- الأسهم الإسمية:** وهي الأسهم التي يكتب على كل سهم منها اسم ذلك فإنها ذلك فإنها تعاني من العيوب أيضا نفس حالة سرقة الأسهم صاحبه ولقبه وصناعته وموطنه وجنسيته ورقم السهم ونوع الشركة ورأسمالها ومركزها الرئيسي، ويقيد في سجل أيضا عمليات التنازل وكافة التصرفات التي تتم على السهم، وتاريخ حدوثها.

**2- الأسهم لحاملها:** وهي الأسهم التي لا تحمل اسم صاحبها، بل يكون السهم مملوكا ملكا خالصا للشخص الذي يحمل صك ملكيته، ويتم التنازل عنه بتسليمه من البائع إلى المشتري.

لذلك تعاب عليها انه في حالة سرقة الأسهم أو فقدانها لا يستخرج بدل فاقد لأنها مثل النقود، كما أنه لا يحق لحملة هذا النوع من الأسهم التصويت في الجمعية، أما الميزة التي تعود على الشركة من وراء إصدار الأسهم لحاملها فهي عدم مشاركة أصحاب تلك الأسهم في التصويت وبالتالي التأثير على قرارات الجمعية العامة ( محمد محمود عبد ربه محمود 2000، ص6).

**3- الأسهم لأمر:** وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم صاحب الحق مسبقا بعبارة " لأمر" أو " لإذن" ويتم تداولها بطريق التظهير، أي يكتب على ظهر الصك ما يفيد تحويله إلى آخر مع التوقيع، وعندئذ يصبح الثاني هو صاحب السهم مباشرة دون الرجوع إلى الشركة، إلا أنه يشترط أن تكون القيمة الاسمية لهذه الأسهم قد دفعت بالكامل، كما يشترط التصريح بجواز ذلك في قونون الشركة الأساسي.

- **تبديل السهم:** التبديل هو تغيير السهم الاسمي إلى سهم لحامله والعكس بالعكس، ولا يجوز تبديل الأسهم الاسمية إلى أسهم لحاملها إلا إذا كان مصرحا بذلك في قانون الشركة، عندئذ، على صاحب الأسهم الاسمية أن يدفع كامل قيمة السهم عند إجراء التحويل. (شمعون شمعون : 1993، ص 24)

**رابعا: أنواع الأسهم من حيث إرجاع القيمة:** وتنقسم الأسهم من حيث إرجاع القيمة إلى أسهم رأس المال وأسهم التمتع.

**1- أسهم رأس المال:** هي الأسهم التي لم تستهلك قيمتها أثناء حياة الشركة، فيظل رأس المال قائما داخلا في موجودات الشركة متصلا بأموالها لحين إنقضاء الشركة، وعند ذلك فقط يتقاسم المساهمون أموال الشركة، ويسترد كل منهم أسهمه في رأس المال وكل ما يستحقه حسب نتيجة التصفية (أحمد محمد لطفى أحمد: 2006، ص 89)

**2-أسهم التمتع:** هي الأسهم التي ترد قيمتها تدريجيا أو مرة واحدة قبل انقضاء الشركة، أو هي الأسهم التي تستهلك قيمتها في حياة الشركة، دون انتظار لانتهاؤ أجلها وتصفية موجوداتها.

وتختلف أسهم التمتع عن أسهم رأس المال في أن الأولى لا تعطي لصاحبها كل حقوق أسهم رأس المال في الأرباح إذ ينص نظام الشركة عادة على إعطاء أسهم رأس المال نسبة معينة من الأرباح، ثم يوزع فائض الربح بالتساوي بين أسهم رأس المال وأسهم التمتع، ولذلك فإن أسهم التمتع يجري تداولها في سوق الأوراق المالية بقيمة سوقية أدنى من قيمة أسهم رأس المال (أحمد محمد لطفي أحمد: 2006، ص92)

### **البند 3 : مزايا و عيوب الأسهم:**

**أولاً: مزايا السهم:** يتمتع حامل السهم بمجموعة من المزايا أو الحقوق نذكر منها:

- الحق في تحويل و نقل ملكيته للأسهم لشخص آخر بالبيع أو التنازل.
- الحق في الحصول على نصيبه من التوزيعات التي تقرر الشركة توزيعها.
- التأثير في قرارات الشركة من خلال حق التصويت في الجمعيات العامة بنسبة ما يمتلكه من أسهم.
- حق الإطلاع على دفاتر الشركة.
- حق الأولوية في الاكتتاب، أي أن حامل السهم له الحق الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة لرفع رأسمالها وذلك في حدود ما يمتلكه من أسهم.

أما بالنسبة للشركة المصدرة فمن بين المزايا التي تمنحها لها الأسهم هي:

- يعتبر السهم العادي مصدر دائم للتمويل.
  - إصدار المزيد من الأسهم من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ومن ثم يزيد حجم القروض التي يمكن للشركة الحصول عليها.
- (حسن خربوش و آخرون " ، 1996، ص 165)

**ثانياً: عيوب السهم:** من بين المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم هي:

- لا يجوز للمستثمر حامل السهم الرجوع إلى المؤسسة المصدرة للسهم لاسترداد قيمته.
- مخاطر الإفلاس المتمثلة في عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها.
- مخاطر القوة الشرائية للنقود .
- إن توسع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم.
- مخاطر تقلب أرباح المؤسسة، ففي حالة عدم تحقيق الأرباح فليس من حق المستثمر المطالبة بنصيبه من الأرباح.
- إن توزيعات الأرباح التي تجريها المؤسسة لا تخفف من العبء الضريبي.

## الفرع الثاني: السندات:

غالبا ما تكون أموال الشركة غير كافية لضمان تمويل مجموع احتياجاتها و نشاطاتها أو بالأحرى نموها، و حتى تغطي ماليا مشاريعها المختلفة تلجأ الشركات إلى طلب رؤوس أموال خارجية، و أمامها في هذا المجال سبيلان:

- رفع رأسمالها الاجتماعي أو فتحه و طرح أسهم جديدة للاكتتاب.
- اللجوء إلى الاقتراض من مصادر عديدة منها القروض البنكية، و التي عادة ما تكون غير سهلة التحصيل، نظرا لارتباط القروض التي تمنحها البنوك بتوافر شروط معينة أهمها الانتعاش المالي للشركة، و إما تحصل الشركة على القروض التي يحتاجها دون اللجوء إلى البنوك، حيث تقترض لدى الجمهور عن طريق عرض عمومي لإقراضها، و تصدر بذلك سندات قرض إذا كان حجم الشركة يسمح بذلك.

### البند 1: تعريف السندات و خصائصها:

أولاً: تعريف السندات و مبررات اللجوء إليها، العناصر التي يتضمنها:

**1- تعريف السندات:** يطلق عليها أيضا " سندات الدين " و " سندات القرض " عرف السند في اصطلاح الاقتصاديين أنه " صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، و تقوم بإصداره الحكومة أو الشركات و يعتبر حامل السند دائنا للشركة ، له حق دائنيه في مواجهتها، و لا يعد شريكا فيها. و عرفت بأنها: عبارة عن وثيقة بقيمة محددة يتعهد مصدرها بدفع فائدة دورية في تاريخ محدد لحاملها. و تم تعريفها بأنها: عبارة عن صكوك متساوية القيمة تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها، و تثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة ، و حقهم في الحصول على الفوائد المستحقة دون أدنى ارتباط بنتائج أعمالها ربحا كانت أو خسارة (أحمد محمد لطفي أحمد: 2006 ص ص 95 ، 96).

كما عرف السند بأنه شهادة تثبت دينا على الشركة أو الحكومة أو الجماعات المحلية المصدرة للسند، مقابل أن يحصل صاحب السند على فائدة سنوية ثابتة، كما أنه يستطيع استرجاع المبلغ الأصلي للهيئة المصدرة للسند إذا احتفظ به إلى غاية تاريخ الاستحقاق، أما إذا أراد استرجاع أمواله قبل تاريخ الاستحقاق فيمكنه بيع تلك السندات في البورصة (عصام حسين : 2007 ، ص 95).

وتم تعريفه أيضا بأنه: حصة في ديون الشركة، أي أنه اتفاق تعاقدي لمدة معينة ولمبلغ معين بين المقرض والمقترض، يتعهد فيه الأول (المدين) إلى الثاني (حائز السند) بدفع قيمة السند في تاريخ محدد، بالإضافة إلى إجراء مدفوعات دورية (فوائد) طيلة حياة السند ويكون للسند أولوية الحصول على التصفية مقارنة بالسهم عند تصفية الشركة (صلاح السيد جودة : 2000، ص 180).

كما عرف ( زياد رمضان : 2007، ص 106) السند بأنه " ورقة مالية ذات قيمة إسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار".

و بهذا المعنى يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال، وتصدر السندات بواحد من الأسلوبين التاليين:

- أن يتولى بنك استثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الإكتتاب بها، ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصدارا عاما.  
- أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الإكتتاب، ويتم الإصدار هنا بموجب إتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات وذلك بناء على شروط خاصة يتم الإتفاق عليها من خلال المفاوضات ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصدارا خاصا.

ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السند يمثل إذا دينا للمقرض على الشركة، على خلاف السهم الذي يمثل حصة للشريك في الشركة ، وبالتالي يعتبر حامل السند دائنا للشركة، وحامل السهم شريكا فيها، ويترتب على ذلك أن لحامل السند الحق في فائدة ثابتة وإن لم تحقق الشركة أرباحا، كما له حق إستيفاء قيمة سنده إلى الموعد المتفق عليه أثناء حياة الشركة، وهذا على خلاف المساهم، الذي لا يسترد قيمة سهمه – مبدئيا إلا بعد إنقضاء الشركة وتصفيتها.

### 1-مبررات اللجوء إلى السندات:

يفضل المساهمون في الشركة عادة اللجوء إلى السندات على إصدار أسهم جديدة وعرضها للإكتتاب العام إجتنابا لدخول شركاء جدد يقاسمونهم الأرباح، وهو ما يؤدي إلى انخفاض حصة ربح المساهم . كما تضمن هذه الطريقة للشركات إدارة مستقرة وذلك من خلال إجتنااب دخول مساهمين جدد قد يحاولون تعديل هذه الإدارة، فضلا عن أن معدل الفائدة الذي يعطي للمقرض عادة ما يكون أقل من النصيب الذي يعود للمساهم في الأرباح.

ويجد المقترضون بدورهم مزايا هامة في إستيفاء فائدة ثابتة لا يتوقف مصيرها –كأنصبة المساهمين – على تحقيق الشركة للأرباح ، وهم يتقاضون هذه الفائدة بالأفضلية على المساهمين، إذ تشكل دينا على الشركة واجب الوفاء قبل أنصبة هؤلاء، سواء من الأرباح أم من رأس المال عند التصفية . ( خليل الهندي والقاضي أنطوان الناشف : 2000،ص43) .

كما يكمن سر قوة السندات وتفضيلها عن أي نوع آخر من الأوراق المالية ، أن السلطات المختصة تلزم الشركة مصدرة هذه السندات بأن توفر الضمان اللازم لتسديد قيمة هذه السندات، سواء من منشآت الشركة أو أي أصول أخرى، بحيث إذا جاء وقت سداد الفائدة الدورية للسندات وعجزت الشركة عن تسديد قيمتها، من حق حامل السند أن يحصل على حقه بالطرق القانونية من خلال بيع أصول الشركة، وفي حالة إفلاس الشركة مثلا يكون أصحاب السندات أول من يحصل على حقهم قبل أي فرد آخر.

## 1-العناصر التي يتضمنها السند:

يتضمن السند، عادة، العناصر التالية:

- المبلغ الذي يدفعه المكتتب للحصول على السند.
- المبلغ الذي تتعهد الشركة بوفائه لحامل السند.
- سعر الفائدة الثابتة ومواعيد وطرق دفعها.
- فترة القرض (تاريخ الوفاء).
- سعر إصدار السندات

## ثانيا: خصائص السندات:

تتميز السندات بعدة خصائص يمكن أن نذكر بعضها فيما يلي: (شمعون شمعون : 1999، ص ص 25، 26) .

1- الفترة الزمنية حتى تاريخ الإستحقاق ومعدل الكوبون (le coupon) تعتبر هاتان الخاصيتان من الأهمية بمكان حيث أنهما يحددان حجم التدفقات التي وعد بها حائز السند وكذلك التوقيتات الزمنية المرتبطة بهذه التدفقات.

2- شروط الاستدعاء: هناك الكثير من السندات التي تقدم عوائد حتى الاستحقاق مرتفعة للغاية مما يجعلها جذابة جدا ولكن الدراسة المتأنية لهذه السندات تظهر وجود شرط الاستدعاء والذي يعطي الحق للمصدر لاستدعاء وسداد جزء من السندات قبل ميعاد استحقاقها، وعادة ما يكون سعر الاستدعاء أعلى قليلا من القيمة الاسمية للسند.

3- الموقف الضريبي: إن الضرائب تؤثر في أسعار السند وكذلك عوائده بطرق مختلفة وعلى سبيل المثال، فإن السند ذو الكوبون المنخفض والذي يباع بخصم يوفر العائد من جانبين الأول مدفوعات الكوبون والثاني الأرباح الرأسمالية.

4- القابلية للبيع: ويقصد بالقابلية للبيع والتي يطلق عليها أيضا السيولة قدرة المستثمر على بيع الأصل بسرعة وبدون أن يقدم تنازلات سعرية كبيرة.

احتمال العجز عن السداد: عادة تصنف السندات في مجموعتين إما في رتبة الإستثمار أو ي رتبة المضاربة ، فالسندات التي في رتبة الإستثمار هي التي حازت على تصنيف مرتفع للغاية و العكس بالنسبة للسندات في رتبة المضاربة، و عادة لا يسمح لشركات الوساطة المالية بالتعامل في أي سندات لا تتدرج في رتبة الإستثمار.

علاوة العجز عن السداد: إذا كانت هناك فرصة للعجز عن السداد أو تأخيره فإن القيمة المتوقعة للعائدة حتى الإستحقاق ستقل عن العائد الملزم به.

عدم التدخل في الإدارة: أي أنه لا يشترك في جمعيات المساهمين و لا يتدخل في أي شيء.



-عدم إمكانية التعديل في التعاقد: فلا يجوز لمصدر السند أن تعدل في التعاقد الذي يربط حامل السند بالشركة و لا تغير ميعاد استحقاق الفوائد.

- الأولية عند الإفلاس: يتقدم حملة السندات على حملة الأسهم في استيفاء قيمة سنداتهم من أموال الشركة عند تصفيتها.

## البند 2: أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة حيث:

**أولاً : تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار:**

تقسم السندات على هذا الأساس إلى سندات حكومية و سندات أهلية .

**1- السندات الحكومية:** و تصدر السندات الحكومية عن الدولة و مؤسساتها من الأمثلة عليها سندات الخزينة Treasury Bonds .

**2- السندات الأهلية:** فتصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص و من الأمثلة عليها ما يعر بالسندات العادية Debenures و السندات المضمونة بعقار Mortgages .

**ثانياً : تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار**

تقسم السندات من زاوية الشكل الذي تصدر به إلى:

**1- سندات لحامله:**

يكون السند لحامله عندما يصدر خالياً من إسم المستثمر ، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل الملكية لدى جهة الإصدار، و تنتقل ملكية السند بمجرد الإستلام و يكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند إستحقاقها و تحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند و تقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد، و عند حلول موعد إستحقاق السند يكون لحامله أيضاً الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.(احمد محمد لطفي أحمد : 2006 ، ص 101)

**2- سندات اسمية أو مسجلة:**

و يكون السند إسمياً أو مسجلاً متى حصل إسم مالكة ، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة ، و السندات الإسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل و يشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي و فائدته، و لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل إسم صاحب السند و عن طريق البنك كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً و يقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند و تنزع منه بمجرد إستحقاقها لتحصيلاً من البنك مباشرة (احمد محمد لطفي أحمد : 2006 ، ص 12) .

**ثالثاً: تقسيم السندات على أساس الأجل:**

تقسم السندات حسب طول أجلها إلى:

1- **سندات قصيرة الأجل:** و هي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا، و يعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل، فيتداول في سوق النقد، و من الأمثلة عليه سندات الخزينة، و تتمتع السندات قصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب إنخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، لذا تصدر بمعدلات منخفضة نسبيا.

2- **سندات طويلة الأجل:** و هي السندات التي يزيد أجلها عن سنة واحدة لذا تتداول في سوق رأس المال، و تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل، و من أمثلة عليها السندات العقارية.

و يمكن أن تصدر جميع السندات طويلة الأجل في الإصدار الواحد بموعد إستحقاق موحد ، و بمعدل فائدة موحد ، كما يمكن أن تصدر أحيانا بتواريخ إستحقاق مختلفة و لكنها متسلسلة، و بمعدلات فائدة متنوعة، فمثلا إن إصدار لمدة 25 سنة يمكن أن يحوي مجموعة من السندات تستحق بعد 15 سنة، و مجموعة أخرى بعد 20 سنة و مجموعة ثالثة بعد 25 سنة و كل مجموعة منها بمعدل فائدة مختلف يتزايد بتزايد أجل السند، و يطلق على هذا النوع من الإصدارات السندات المتسلسلة.

#### رابعا : تقسيم السندات على أساس الضمان

تصدر السندات إما مضمونة، أو غير مضمونة.

1-**السندات المضمونة:** مثل السندات العقارية فإنها تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان و الذي يكون في العادة أصلا حقيقيا: آلات، أو مباني، أو تجهيزات ...إلخ و ذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء لأصل السند و لفائدته.

2-**السندات غير المضمونة:** فيعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع، و يكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين، و يطلق على السندات غير المضمونة مصطلح السندات العادية، و الضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية الذي يكون له على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، و على حملة أسهمها و ذلك في إستيفاء حقه في الفوائد من أرباح الشركة أو حقه في الدين الأصلي ( القيمة الإسمية للسند) من اصول الشركة عند الإفلاس أو عند التصفية، لا بل إن البعض من هذه السندات كسندات الدخل لا تكفل لحاملها الحصول على فائدة السند في مواعده المحدد إلا إذا حققت الشركة المصدرة خلال نفس الفترة أرباحا تكفي لدفع هذه الفوائد، و إذا لم يتحقق ذلك لا يجوز لحامل السند المطالبة بإشهار إفلاس الشركة كما هو الحال بالنسبة للسندات الأخرى و إنما يؤجل دفع هذه الفوائد إلى أن تحقق الشركة أرباحا تكفي لدفعها و بذلك تشبه سندات الدخل في هذه الصفة الأسهم الممتازة و بناء على ما تقدم فإن الإستثمار في السندات غير المضمونة يحمل المستثمر درجة عالية من المخاطرة تجعله يتطلع إلى تحقيق عائد أعلى مما يحققه في السندات المضمونة، و هذا يجعل معدلات الفائدة عليها أعلى نسبيا من معدلات الفائدة على السندات المضمونة ، و لكنها تكون أقل إستقرارا.

#### خامسا: تقسيم السندات حسب القابلية للإستدعاء أو للإطفاء:

يصدر عقد الإصدار متضمنا حقوق و إلتزامات كل من المصدر و المستثمر، و من الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الإستدعاء و يخول هذا الشرط للجهة مصدرة السند الحق في إستدعاء السندات المشمولة بهذا الشرط لإطفائها بسعر محدد خلال مهلة محددة و بهذا الخصوص يوجد نوعان من السندات هي (مروان شموط : 2007 ، ص 110).

**1- سندات غير قابلة للإستدعاء:** و هي السندات التي يكون لحاملها الحق في الإحتفاظ بها لحين إنتهاء أجلها و لا يجوز للجهة المصدرة إستدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، و الأصل أن تكون السندات غير قابلة للإستدعاء إلا إذا نص على قابلية إستدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

**2- السندات القابلة للإستدعاء:** و هي السندات المشمولة بشرط الإستدعاء و تصدر عادة بعلاوة إستدعاء ، يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها لأن شرط الإستدعاء يمكن إستغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو إرتفعت أسعار السندات في السوق المالي .

#### سادسا: تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل:

تعتبر قابلية السند للتحويل ميزة للمستثمر، و هي بذلك عكس قابليته للإستدعاء و التي تعتبر ميزة للمصدر، و لذا فإن شرطي قابلية السند للإستدعاء و قابليته للتحويل يصدران في الغالب مترافقين بقصد تحقيق نوع من التوازن بين حقوق المصدر و المستثمر، و من حيث القابلية للتحويل تقسم السندات بشكل عام إلى نوعين : (صلاح السيد جودة 2000، ص 183).

**1- سندات غير قابلة للتحويل:** مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الإستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل مصدرة بمعدل فائدة أعلى.

**2- السندات القابلة للتحويل:** تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها ضمن مهلة محددة الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد ، فمثلا إذا صدر سند بقيمة اسمية مقدارها 100 دينار ، و كان قابلا للتحويل إلى أسهم عادية بسعر 40 دينار للسهم الواحد خلال مدة ثلاث سنوات من تاريخ إصداره ، فإن لحامل هذا السند الحق في تحويله في أية لحظة خلال الفترة المسموح بها للتحويل و هي من 03 سنوات إلى 25 سنة.

#### سابعا: تقسيم السندات حسب معيار الحقوق و الإمتيازات:

يعد هذا المعيار الأكثر تداولاً كما أن مجموع الأنواع التي تتحدد بموجبه تعد الأكثر إنتشاراً أو إستعمالاً في الأوساط المالية، مما يجعلها تولي له إهتماماً أكبر، و من أهم هذه الأنواع نذكر:

**أولاً: سندات المشاركة في الأرباح:** يمنح هذا النوع من السندات المستثمر الحق في الحصول على جزء من أرباح المؤسسة إضافة إلى الفوائد الدورية التي يحصل هذا النوع من السندات المساهمين العاديين في الأرباح القابلة للتوزيع وفقاً لشروط محددة مسبقاً. (احمد بوراس : 2002- 2003 ، ص 27).

## ثانياً: السندات المؤشرة:

السندات المؤشرة هي السندات التي يكون معدل فائدتها أو سعر سدادها أو العنصرين معا يتغيران تبعاً لمؤشر محدد، و الغرض من هذه السندات هو المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند. أما عن المؤشرات المستعملة فهي متعددة فقد تكون المؤشر مستوى أسعار التجزئة أو مستوى أسعار الجملة أو غيره من المؤشرات (أحمد بوراس : 2002 -2003/ ص 28).

## ثالثاً: السندات ذات قسيمة الإكتتاب:

السندات ذات قسيمة الإكتتاب عبارة عن سندات تسمح لصاحبها بالإكتتاب في أسهم و سندات تصدرها المؤسسة، و ذلك خلال فترة زمنية معينة و سعر محدد مسبقاً عند الإصدار، و يرتبط بهذا النوع من السندات قسيمة إكتتاب تعطي الحق في الإكتتاب سواء في سهم أو عدة أسهم أو في سند أو عدة سندات، هذه القسيمة قابلة للتداول بصفة مستقلة عن السندات و بحسب نوع الورقة المالية التي يمكن الإكتتاب فيها بواسطة هذه القسيمة فإن هذا النوع من السندات ينقسم إلى:

### 1- السندات ذات القسيمة الإكتتاب في السندات OBSO:

تعطي هذه السندات لصاحبها الحق في الإكتتاب مستقبلاً في سند أو سندات إضافية و ذلك من خلال القسيمة المرتبطة بها و يكون معدل الفائدة الخاص بهذا النوع من السندات فرص تحقيق أرباح مستقبلاً تعوضه عن انخفاض معدل عائدها مقارنة بالسندات العادية، كما أن انخفاض هذا المعدل في صالح المؤسسة المصدرة كونه يحملها تكلفة أقل.

### 2- السندات ذات قسيمة الإكتتاب في الأسهم (OBSA):

هي عبارة عن سندات مرفقة بقسيمة أو عدة قسيمة تسمح لصاحبها بالإكتتاب في سهم أو عدة أسهم تصدرها المؤسسة، و الجدير بالذكر أن صاحب السند في هذه الحالة غير مجبر على الإكتتاب بل له الخيار بين البقاء ضمن دائنين المؤسسة أو التحول إلى صاحب حق ملكية فيها، و تتميز قسيمة الإكتتاب في الأسهم ب: ( منير ابراهيم هندي : 1998 ، ص 33).

سعر الممارسة: هو السعر الواجب دفعه من طرف صاحب القسيمة أو القسيمة و ذلك في مقابل إكتساب سهم جديد للمؤسسة المصدرة و يتم تحديد هذا السعر مسبقاً في عقد الإصدار.

معدل الإكتتاب (تكافؤ الإكتتاب): يدل هذا المعدل على عدد الأسهم الجديدة التي يحق للقسيمة الواحدة الإكتتاب فيها، أو عدد القسيمة المطلوبة لأجل الإكتتاب في سهم جديد واحد. فترة حياة القسيمة: و تمثل الفترة التي يمكن خلالها ممارسة حق الإكتتاب.

### البند 3: أنواع أخرى للسندات

في العشرين السنة الأخيرة إستحدثت أنواعا جديدة من السندات لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية في ناحية أو أخرى ، فهناك السندات التي لا تحمل كوبون، و السندات ذات معدل الفائدة المتحرك ( المتغير) و السندات ذات الدخل، و سندات منخفضة أو الرديئة و سندات المشاركة.

و فيما يلي سوف نستعرض كل واحد منها على حدى: ( رسمية قريباخص : 1997 ، ص ص 28 ، 30 ).

#### 1- السندات التي لا تحمل معدل الكوبون:

و هي السندات التي تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الإستحقاق كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر الفائدة، و ذلك إذا رغب التخلص منها قبل تاريخ الإستحقاق.

يمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند و بين القيمة الإسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر على الرغم من أن المستثمر لا يحصل على الفوائد إلا عند تحقيقها أي عند تاريخ الإستحقاق أو عند البيع فإن مصلحة الضرائب تحصل على مستحقاتها السنوية الذي يتم حسابه بناء على ثمرة معدل العائد الداخلي.

#### 2- السندات ذات معدل فائدة متحرك ( متغير):

فيما يتعلق بهذه السندات فقد إستحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي أدى إلى رفع معدلات الفائدة ، مما ترتب عليه إنخفاض القيمة السوقية خاصة لسندات طويلة الأجل بشكل ألحق بحملتها خسائر رأسمالية كبيرة.

و السند بمعدل فائدة متغير هو عبارة عن قرض يرتبط فيه بمعدل الفائدة الإسمي بمؤشر معين، و يستطيع أن يتطور أو يتغير عبر الزمن ، حيث أن معدلات الفائدة تتغير تبعا لمعدلات المطبقة في السوق خلال مدة مرجعية معطاة تسبق أجل إستحقاق الفائدة.

و عادة ما يحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة معينة، على أن يعاد النظر فيه دوريا بهدف تعديله ليلائم معدلات الفائدة الجارية في السوق. ( منير إبراهيم هندي : 1999 ، ص 34 ).

و يمكن أن نجد سندات بمعدلات فائدة متغيرة يمكن تحويلها إلى معدلات فائدة ثابتة و العكس بالعكس، و تسمى هذه السندات سندات " قابلة للتبديل".

#### 3- السندات ذات الدخل:

تعرف السندات ذات الدخل على أنها تلك السندات التي لا يجوز لحاملها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا.

و مع هذا فقد تنص عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن أرباح السنة اللاحقة، كما ينص على ضرورة قيام المنشأة إحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ إستحقاقها.

#### 4- السندات الرديئة (منخفضة الجودة):

لقد استحدث هذا النوع في الثمانينات لتمويل إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة من رأسمال الشركة التي يريدونها. و ذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في الأسواق. ( حنفي عبد الغفار ، رسمية قرياقص : 1997 ، ص 285 ).

و عادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة المملوكة بشكل يجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفا بالمخاطر، و هو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون التي تحمله مرتفعا ليعوض المستثمر عن تلك المخاطر.

#### 5- سندات المشاركة:

سندات المشاركة هي سندات تعطي المستثمر ليست فقط الفوائد الدورية بل و في جزء من الأرباح المنظمة.

أي أنها تأخذ فوائدها الدورية بالإضافة إلى نسبة معينة من الأرباح المقرر توزيعها على الأسهم العادية.

#### البند الرابع: شروط إصدار السندات، إجراءات إصدارها:

##### أولا: شروط إصدار السندات:

لقد تم تنظيم عملية إصدار السندات و ذلك لحماية أموال الدائنين (حملة السندات) و خاصة و أنهم ليس لهم الحق في المشاركة في إدارة الشركة و الإشراف عليها، و يمكن إيجاز بعض شروط إصدار السندات فيما يلي:

- لا يمكن إصدار السندات إلا بقرار من الجمعية العامة للمساهمين بناء على اقتراح مجلس إدارة الشركة أو الشركاء المديرين ، مرفقا بتقرير من مراقبين الحسابات يتضمن الشروط التي تصدرها السندات.

- لا تصدر السندات إلا بعد سداد رأس المال المصدرة بالكامل من جانب المساهمين (أي لا تقترض حتى يستوفي المساهمون و يدفعوا كل أقساطهم).

يشترط عند إصدار السندات ألا تزيد قيمة السندات السابقة التي أصدرتها الشركة والمتداولة في أيدي الجمهور مضافا إليها الإصدار المقترح للسندات الجديدة على صافي أصول الشركة وقت الإصدار .

( محمد سمير الصبان: 2000ص147)

## ثانياً: إجراءات إصدار السندات:

يمكن تلخيص إجراءات إصدار السندات فيما يأتي:

-يتم إصدار السندات إما عن طريق الاكتتاب العام أو عن طريق الاكتتاب الخاص، وفي الحالة الأولى يتعين مراعاة القواعد والإجراءات التي سبق عرضها عند دراسة إصدار أسهم رأس المال عن طريق الاكتتاب العام .

-وقد نصت بعض التشريعات على أنه إذا طرح جانب من السندات التي تصدرها الشركة للاكتتاب العام، فيجب أن يتم ذلك بعد موافقة الهيئة العامة لسوق المال عن طريق البنوك المرخص لها بقرار من الوزير المختص بتلقي الاكتتابات أو الشركات التي تنشأ لهذا الغرض أو التي يرخص لها بالتعامل في الأوراق المالية . وكذلك تعتبر السندات مطروحة للاكتتاب العام إذا وجهت الشركة الدعوة إلى الاكتتاب فيها إلى أشخاص غير محددين سلفاً.

-يتم دعوة الجمهور للاكتتاب العام في السندات من خلال نشرة الإكتتاب والتي تشمل على عدد من البيانات عن عدد السندات المصدرة وسعر الإصدار وسعر الفائدة وموعد وطريقة رد السندات ...ألخ ويتعين إرفاق بعض المستندات مثل نسخة من الميزانية الأخيرة للشركة التي إعتدتها الجمعية العامة وتقرير عن نشاط الشركة خلال السنة الحالية والسنة السابقة للاكتتاب.

- في حالة ما إذا لم يتم تغطية السندات المعروضة للاكتتاب خلال المدة المقررة أو أية مدة أخرى يتقرر من الإكتتاب عليها يمكن لمجلس إدارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال أن يقرر الإكتفاء بإصدار القدر الذي تمت تغطيته من السندات وإلغاء الباقي ، مع مراعاة التزام المكتتب بالوفاء بقيمة السند في المواعيد الأربعة المتفق عليها.

-أجاز القانون إصدار عدة أنواع للسندات ، مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والتي يكون لمساهمي الشركة أولوية الإكتتاب فيها، وكذلك الأسهم المضمونة برهن أو كفالة وتلك غير المكفولة برهن بحيث يشترط في الأولى أن يتم الرهن لصالح جماعة حملة السندات قبل إصدار السندات ( كمال الدين الدهراوي : 2003 ، ص 159 ) .

## البند الخامس: طرق تسديد السندات:

بعد أن يتم الإكتتاب بالسندات المصدرة، يقوم المشروع بإدارة دينه حتى يتحقق تسديده بالكامل، وهذا التسديد يفترض تأمين خدمة الدين أي دفع الفوائد وتسديد أصل الدين ( السند)، كما أن التسديد المذكور يمكن أن يحصل عند الإستحقاق أو عبر الإستهلاك، أو أخيراً قبل حلول أجل الإستحقاق إذا ما كان العقد يسمح بذلك.

## التسديد عند الاستحقاق:

القرض المسدد أو المستهلك عند الإستحقاق، يعني أن مصدر إختار تسديد قيمة السند إلى حامله عند حلول أجل الإستحقاق، هذا النموذج من التسديد يتيح الإستفادة من كامل القرض طيلة أجله، ولا يقوم المصدر طيلة هذه الفترة – سوى بتسديد الفوائد السنوية، وعادة لا تلجأ إلى هذا الأسلوب إلا المشروعات التي تتوقع تحسنا في تدفقاتها النقدية عند الإستحقاق.

كما يسدد رأس المال فقط في نهاية مدة القرض، أما الفوائد فتقسط على طيلة فترة التسديد.

## التسديد عبر الإستهلاك:

التسديد عبر الإستهلاك يعني تقسيط التسديد على إمتداد ( خلال، طيلة) أجل القرض، على أن يجري السحب بالقرعة لتحديد السندات التي تسدد سنويا.

## التسديد المسبق:

يمكن أن يحدث تسديد السندات بتاريخ يسبق ميعاد إستحقاقها، إما بمبادرة من الشركة المصدرة حصرا، وإما بمبادرة من الحامل أو المصدر له.

## 1-التسديد بمبادرة من المصدر:

في حالة عدم إدراج النصوص الخاصة بالتسديد المسبق في متن عقد الإصدار، لا يستطيع المصدر فرض هذا التسديد على حاملي السندات، في هذا الإطار ، تقوم الشركة بالتسديد المسبق في الحالات التالية:

- إستنادا لبند في العقد ينص على التسديد المسبق.
- إعادة الشراء في البورصة.
- تحويل القرض (Conversion).

## 2 – التسديد بمبادرة من الحامل أو المصدر له:

التسديد بمبادرة من الحامل يتعلق، هنا بالسندات المختارة، والفائدة التي يحققها المستثمر يقابلها نوع من الغرامة على أخر قسيمة مقبوضة ، وبذلك فإن معدل المردود بالقيمة الحالية يتدنى.

على العكس من ذلك، إذا كان التسديد بمبادرة من المصدر، فيتوجب على هذا الأخير أن يقوم بدفع علاوة تسديد تجعل معدل المردود بالقيمة الحالية أكثر إرتفاعا، وطلب التسديد سواء أكان صادرا عن الحامل أم عن المصدر فهو مرتبط بشروط السوق، فالمستثمرون والمقترضون يقارنون بين معدل التعويض الذي تضمنه عقد الإصدار. وبين الشروط الجديدة لقرض أخر في وقت معين(وسام ملاك: 2003، ص ص 287، 289).



## مزايا و عيوب إصدار السندات:

**البند السادس:** إن إصدار السندات من طرف الشركة و الإكتتاب فيها من طرف طرف المستثمرين أحقق لكليهما مزايا مهمة من جهة و من جهة أخرى فإنها تتميز ببعض العيوب و يمكن تلخيص ذلك فيما يلي:

أولاً: مزايا إصدار السندات بالنسبة للشركة:

إصدار السندات يتميز ببعض المزايا التي تشجع الشركة على إصدارها أهمها:

- يعتبر التمويل عن طريق السندات ، أقل تكلفة من التمويل بالأسهم و ذلك بسبب الوفرات الضريبية التي تتولد عنه، و بسبب تعارض المقترضين لمخاطر الأقل نسبيا من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية و الممتازة.

- إن تكلفة التمويل عن طريق السندات و التي تتمثل في الفائدة ليست مرتبطة بمستوى الأرباح، فهي ثابتة و لا تتغير بتغير الأرباح.

-تستفيد الشركة من عدم التدخل حامل السندات في الإدارة نتيجة لعدم إمتلاكهم لحق التصويت في الجمعية العامة.

- الاستفادة من حق الإستدعاء: إن إحتفاظ الشركة بحق الإستدعاء يمكنها من تحقيق قدر من المرونة، ذلك أنه يكون بإمكانه إستدعاء السندات ذات معدلات فائدة معينة، إذا إنخفضت معدلات الفائدة عن تلك المعدلات و تقوم بإصدار سندات جديدة إنطلاقاً من سعر الفائدة السائد في السوق.

كذلك يمكن للشركة إعادة شراء السندات إذا كانت الشركة في حالة سيولة زائدة.

-إنخفاض تكلفة إدار السندات: تعتبر تكلفة التعاقد و إصدار السندات منخفضة إذا ما قورنت بتكلفة إصدار الأسهم و الشركة تستفيد من ذلك الإنخفاض.

## ثانياً : عيوب إصدار السندات بالنسبة للشركة:

إلى جانب المزايا التي سبق ذكرها فإن إصدار السندات لديه بعض العيوب أهمها:

- **خطر الإفلاس:** كذلك إن عدم تتمكن الشركة من تسديد قيمة السند أو حتى الفوائد قد يعرض الشركة للإفلاس.

- **المخاطر المالية:** و هي ناتجة عن عدم إرتباط فوائد السندات بما تحققه الشركة فإذا إنخفضت أرباح الشركة بنسبة معينة تنخفض ربحية السهم بنسبة أكبر نتيجة لوجود السندات.

- **الإلتزامات النقدية:** ذلك أنه نتيجة لوجود تواريخ إستحقاق خاصة بالسندات فالشركة تكون مضطرة لتوفير قدر معين من النقدية لمواجهة التزمات في التواريخ المحددة.

- **القيود التي قد تفرض على الشركة :** عندما تستخدم الشركة السندات كوسيلة للتمويل قد يفرض عليها في العقد قيود كعدم اللجوء إلى الحصول على قروض جديدة أو عدم إمكانية التصرف في بعض الأصول

بالببيع أو عدم إمكانية شراء التصرف في بعض الأصول بالبيع أو عدم إمكانية شراء أصول ثابتة أو عدم إجراء توزيعات أو حتى تخفيض نسبتها.

- **إقتصارها على بعض الشركات:** ذلك أنه لا يمكن للشركات الصغيرة الاستفادة من التمويل عن طريق إصدار السندات و حتى بعض الشركات الكبيرة لا يمكنها ذلك.

- في حين تتمثل المزايا والعيوب التي يحصل ويتعرض لها المستثمر في الآتي:

**ثالثا: مزايا السندات بالنسبة للمستثمر: تتمثل في:**

- توفير درجة عالية من السيولة في الإستثمارات من خلال صانع السوق.  
- تنوع المخاطر الائتمانية من خلال الإكتتاب في سندات تصدرها الحكومة و الشركات و المؤسسات المالية المختلفة.

- يسمح التقييم الائتماني للسندات للمستثمر بقياس مستوى المخاطرة الخاصة بالسند.  
- حرية إختيار مجال الإستحقاق التي قد تتراوح بين سنة واحدة إلى 25 سنة أو أكثر في بعض الأسواق.  
- سهولة إجراء التسوية التي يمكن أن يتولاها بالسند للسندات الدولية.  
- مركز مقاصة عالمي.

- وجود عائد مستقر في حالة السندات ذات سعر الفائدة الثابت.

**رابعا: عيوب السندات بالنسبة للمستثمر: تنحصر فيما يلي:**

- **مخاطر إئتمانية:** و هي المخاطر التي تنتج عن عدم قدرة المصدر عن السداد.  
- **مخاطر الإسترداد:** و هي المخاطر المرتبطة بعدم القدرة المصدر على إسترداد قيمة السند في الوقت المحدد كما هو الحال في بعض أنواع الأسهم.

- **مخاطر السعر:** و هي المخاطر الناتجة عن تغير أو انحراف الأسعار بسبب تغيرات في أوضاع السوق و اسعار الفائدة، و يقوم المستثمر بتقدير تلك المخاطر قبل شراء السند.

- **مخاطر السيولة:** و يقصد بها مدى قابلية السندات للبيع في السوق و تظهر في حالة تغلب أحوال السوق و انسحاب صانع السوق.

- **مخاطر النقد الأجنبي:** و هي المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف في حالة استثمار في سندات بالعملات الأجنبية.

- **مخاطر العائد:** حيث توجد علاقة ارتباط بين العائد و المخاطر فكلما ارتفع العائد ارتفعت المخاطر.

**خامسا: مزايا و مخاطر الإستثمار في السندات:** (محمد مطر – مرجع سابق – من ص 207 إلى ص 210).

**1- مزايا السندات:** تظهر الميزة الأساسية للسندات في كونها من أدوات الدين الإستثمارية ذات الدخل الثابت، وأهم المزايا التي تمنحها السندات لحاملها هي:

- ميزة ثبات و إستمرارية العائد، لأن كوبون السند واجب الدفع مهما كانت نتيجة الشركة المصدرة له.

- ميزة الأمان في إسترداد المبلغ المستثمر، ذلك أن السند غالبا ما يصدر مضمونا بإحدى أصول الشركة، كما أن حامل السند له حق الأولوية عن حامل السهم في إستيفاء دينه على الشركة في حالة التصفية أو الإفلاس.

- ميزة الإعفاء الضريبي.

**2- مخاطر السندات:** مقابل المزايا التي يقدمها السند، لكن هناك مخاطر كثيرة يتعرض لها المستثمرون، وتتمثل فيما يلي:

- مخاطر السيولة: تفتقر السندات لخاصية السيولة، خصوصا إذا كانت طويلة الأجل أو كانت من فئة متدنية الجودة، وبسبب هذه الخاصية يتعرض حامل السند لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد في الفترات التي يسودها التضخم الإقتصادي حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن القيمة الاسمية التي يصدر بها، وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر والعكس ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حد أدنى، ينصح المستثمرون في السندات أخذ العوامل الآتية بعين الإعتبار وهي:

- حجم الإصدار

- حجم الصفقة

- فئة السند

إذ كلما ارتفعت هذه العوامل كلما أدى ذلك إلى إرتفاع السيولة و العكس.

- مخاطر تقلب أسعار الفائدة: تتحرك أسعار الفائدة صعودا أو هبوطا بإتجاه معاكس لتحرك أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال من هنا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصا في فترات التضخم.

- مخاطر إستدعاء السند: تصدر بعض الشركات سنداتهم مقرونة بشرط الإستدعاء، ويعطي هذا للشركة المصدرة حق إطفاء سنداتهم خلال فترة محددة بقيمة تدعى القيمة الإستدعائية للسند والتي غالبا ما تكون أعلى من قيمته الاسمية بعلاوة تسمى علاوة الإستدعاء، ويكون شرط الإستدعاء ملازما في بعض الحالات للسندات القابلة للتحويل لذا تستخدم الشركة المصدرة حقها في إستدعاء سنداتهم في الأحوال التي ترتفع فيها الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية للسند أكبر من قيمته الإستدعائية ما يغري الشركة المصدرة على إستدعاء سنداتهم وذلك لغلق الطريق أمام حملة السندات القابلة للتحويل من تحويلها إلى أسهم عادية ويحدث غالبا عند إنخفاض أسعار الفائدة السوقية.

- مخاطر الإطفاء السنوي للسندات: يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفئ سنويا نسبة محددة من الإصدار، كما ينص في العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة، و يستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها إرتفاع السعر السوقي

للسند مقارنة بقيمته الإسمية ، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضرار كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية.

- مخاطر الرفع المالي : طالما أن حملة السندات يشكلون فئة من دائني الشركة المصدرة لذا من مصلحتهم أن تبقى نسبة الرفع المالي للشركة المصدرة في حدود معقولة تحقق توازن هيكل رأسمالها بين مصادر التمويل الخارجي ( الديون) و مصادر التمويل الداخلي ( حقوق المساهمين)، ومن هنا فإن تجاوز نسبة الرفع المالي لحدود التوازن أمر يحمل في طياته مخاطر على حقوق حملة السندات لظهور منافسين إضافيين لهم ينافسونهم الحق في موجودات الشركة المصدرة إذا ما تعرضت للتصفية أو الإفلاس، إضافة إلى تجاوز نسبة الرفع المالي عن الحدود المعقولة غالبا يصاحبه إنخفاض ملموس في كل من أسعار أسهمها و السندات الصادرة عنها.

- مخاطر الإفلاس: إن إفلاس الشركة سيؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث إنخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات ستعكس آثاره على حقوق المساهمين وحملة السندات معا. و في الأخير يمكن إجراء مقارنة بين الأسهم و السندات نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): مقارنة بين السهم والسند:

السند obligation	السهم Action
- دين على الشركة	- جزء من رأسمال الشركة
- يعتبر حملة السندات دائنين	- المساهمون هم شركاء أو ملاك الشركة
- عائد السند ثابت	- عائد السهم متغير
- حامل السند يحصل على فائدة بغض النظر عن حجم الأرباح وتوزيعها	- حامل السهم يحصل على عائد لا يعتمد على الربح فقط، وإنما باتخاذ القرار بتوزيعه.
- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة	- عائدات الأسهم تعتبر توزيعاً للأرباح تخضع للضريبة
- حملة السندات ليس لهم أي حق في حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات عن نشاط الشركة.	- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على معلومات بخصوص سير العمل بالشركة، لذلك من حقهم:
- حملة السندات ليس لهم أي حق في التدخل في إدارة الشركة إلا في حالتين فقط:	أ- حضور اجتماعات الجمعية العامة
أ- تغيير الشكل القانوني	ب- حصولهم على المستندات والتقارير الدالة
ب- إدماج الشركة في أخرى يمكن للمساهمين إنهاء المديونية، ومن حق حملة السندات استرداد قيمة السندات خلال ثلاثة أشهر	ت- على نشاط الشركة
- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية وقد تسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية أي بعلاوة	- للمساهمين حق المشاركة في إدارة شؤون الشركة:
- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل	أ- من خلال الموافقة على الحسابات الختامية للسنة المنتهية.
- ليس لحملة السندات أي حق أولوية في الإكتتاب في زيادة رأس المال	ب- من خلال تعيين أعضاء مجلس الإدارة
- حامل السند له الحق في إسترداد مبلغ المديونية قبل أن يحصل المساهمون على أي شئ	- يمكن إصدار الأسهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار (علاوة الإصدار)
- القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الإسمي (على السند) (ضياء مجيد الموسمي : 1998، ص 44)	- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده، وهو قابل للزيادة أو النقصان.
	- للمساهمين حق الأولوية في الإكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.
	- عند تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم الحق في استرداد مدخراتهم أو ما يخصهم بعد تسديد كافة الديون
	ث- القيمة الجارية (السوقية) للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.

المصدر: (ضياء مجيد الموسمي، 1998، ص 44).

## خلاصة:

يعد سوق المال عنصرا مهما باعتبارها السوق الذي تباع و تشتري فيه الأدوات المالية فهو يساعد على نقل مدخرات الأفراد و المؤسسات إلى من يحتاجونها من المستثمرين كما يجمع بين المدخرات أو أصحاب الفوائض المالية و المتعاملين الذين هم بحاجة للأموال من أجل استثمارها و توجد عدة معايير يمكن اعتمادها لتقسيم سوق المال. فالأول هو التقسيم حسب طبيعة المعاملات و توقيت الإصدار و الثاني التقسيم حسب آجال العمليات.

كما يعتبر السوق النقدي الأداة التي يتم بموجبها إصدار و تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، و يعمل على تحقيق الربحية الأمثل لحسابات البنوك كما تعتبر مؤسسات الخصر من أهم الوسطاء في هذا السوق. و هناك مؤسسات تؤدي دورا كبيرا في السوق النقدي فالأولى البنوك التجارية و الثانية البنوك المركزية و الثالثة الشركات المالية و الرابعة الشركات الكبيرة.

و سقا رأس المال هو سوق التداول للأوراق المالية و قد تنتقل الأموال من الأفراد و الشركات إلى شركات المستثمرين من خلال أدوات مالية طويلة الأجل و الذي يؤدي إلى تقليل تكلفة تحريك المدخرات و تسهيل الاستثمار.

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

•

## الفصل الثاني: موقع السوق السندي من السوق المالي الجزائري:

### تمهيد:

بعدما تم التطرق في الفصل الأول إلى سوق المال و كذا السوق النقدي بالإضافة إلى سوق رأس المال سنتناول في الفصل الثاني موقع السوق السندي من السوق المالي الجزائري أين سينقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، نتناول في المبحث الأول بورصة القيم المنقولة من خلال التطرق إلى مفهوم و نشأة بورصة الجزائر و هيئاتها المنظمة و المراقبة لها بالإضافة إلى كل من المتدخلون، شروط القبول، و كيفية الإدراج فيها. و من جهة أخرى إجراءات الدخول إلى بورصة الجزائر كما خصصنا المبحث الثاني: لسوق سندات الخزينة أين سنتطرق في العنصر الأول منه إلى مفهوم الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة، و أخيرا تطور سوق قيم الخزينة الجزائرية، سنتناول في المبحث الثالث: سوق سندات المؤسسات بدءا من نشأة و تطور هذا السوق ثم الإصدارات السنديّة المسعرة ببورصة الجزائر وصولا إلى الإصدارات السنديّة غير المسعرة.

و أخيرا تطور السوق السندي المؤسساتي في الجزائر من 2000 إلى 2011.

### المبحث الأول: بورصة القيم المنقولة الجزائرية:

سعت الجزائر منذ بداية التسعينات إلى إنشاء بورصة القيم المنقولة إذ تعتبر هذه البورصة أداة فعالة و مكان لالتقاء قوى الاستثمار المختلفة ولها دور فعال في توجيه الاقتصاد وتنشيطه إذ يتم إعطاؤه قوة دفع أكبر وشمولية أعم وأوسع للمشروع الاقتصادي الحضاري.

### المطلب الأول: مفهوم و نشأة بورصة القيم المنقولة الجزائرية :

كان إنشاء بورصة الجزائر يعتبر مبدءا أساسيا في اقتصاد السوق وضرورة اقتصادية لمسايرة الاقتصاد الجزائري لمتطلبات العصرية الاقتصادية العالمية.

### الفرع الأول: تعريف بورصة الجزائر للقيم المنقولة:

بدأت نشاطها بموجب المرسوم التأسيسي للجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمعدل والمتمم بالقانون رقم 04-03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2000 ، حيث تعرفها المادة الأولى منه كما يلي : " تعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم" (الجريدة الرسمية للجمهورية : 1993، ص4).

### الفرع الثاني: نشأة بورصة الجزائر للقيم المنقولة:

تندرج فكرة إنشاء سوق القيم المنقولة في الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988 حيث صدرت في نفس السنة عدة قوانين اقتصادية خصت إستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، كما ظهرت العديد من التشريعات المنظمة



لأنشطة بورصة الجزائر أهمها تلك التي صدرت في 28 ماي 1991 والمتمثلة في: (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية 1996، ص7)

-المرسوم التنفيذي رقم: 91-169 المتضمن كيفية تنظيم المعاملات الخاصة بالأوراق المالية وإلزام شركات المساهمة بإصدارها ، كما حدد الشكل القانوني لبورصة الجزائر حيث إعتبرها شركة ذات أسهم.

-المرسوم التنفيذي رقم : 91-170، الذي حدد وشرح أنواع من القيم المنقولة وأشكالها، كما حدد شروط إصدارها وطرق تداولها وكيفية تحويلها.

-المرسوم التنفيذي: 91-171، والمتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، حيث حدد مهامها والمتمثلة في تنظيم السوق ، قبول المتعاملين التدقيق في المعلومات المنشورة ، ممارسة الرقابة وغيرها من المهام ، كما شرح هذا المرسوم كيفية تكوين البورصة وعقد إجتماعاتها وإتخاذ القرارات فيها، وكذا الصلاحيات الواسعة التي أعطيت لها.

-إضافة إلى هذه المراسيم التنفيذية صدرت مراسيم تشريعية عديدة أهمها: (أحمد بوراس: 2003، ص138)  
-المرسوم التشريعي رقم 93-08، المعدل والمكمل للقانون التجاري حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها.

كما تضمن هذا المرسوم شرحا مفصلا للأحكام المتعلقة بشركات المساهمة.

-المرسوم التشريعي رقم 93-10، ويتعلق ببورصة القيم ، التي عرفت فيما بعد ببورصة الجزائر ، حدد المحاور الكبرى لسير القيم المنقولة في الجزائر ، الوساطة ، كما أقر هذا المرسوم بتبعية الهيئتين التاليتين للبورصة وهما:

- لجنة تنظيم ومتابعة أو مراقبة عمليات البورصات (COSOB).

- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV).

-المرسوم التنفيذي رقم 176-94 الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية أو المؤسسات التي يمكن إعتماها لدى لجنة تنظيم البورصة كوسيط ، وهم البنوك وشركات التأمين إضافة إلى صناديق المساهمة التي حلت في سبتمبر 1995.

وكان الإفتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997، و مقرها بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة ويمكن القول أن كل هذه التشريعات كانت بمثابة القاعدة الأساسية في تحديد المعالم الرئيسية لبورصة القيم المنقولة أو بورصة الجزائر بتحديد الهيئات المنظمة والمراقبة للبورصة والمنتجات المالية وغيرها ، إلى أن فتحت بورصة الجزائر أبوابها لتداول الأوراق المالية يوم 13 سبتمبر 1999 بعد أن تأجل فتحها مرات عديدة بسبب تباطؤ الشركات المرشحة للتسجيل في إتمام إجراءات التقييد يضاف إليه قلة الثقافة الإدخارية والإستثمارية في المجتمع الجزائري، قلة المتخصصين في مجال إنشاء وتسيير البورصة، إضافة إلى غياب الشفافية وتعثّر عملية الخوصصة.

## المطلب الثاني: تنظيم عمل بورصة الجزائر:

حتى يمكن التفاوض حول الأوراق المالية ومبادلتها طبقا لقاعدة العرض والطلب ، وبالتالي ضمان وظيفتها في النشاط الإقتصادي، ولإرساء بورصة للقيم المنقولة في الجزائر ،لجأت الدولة إلى سن العديد من القوانين والمراسيم الموجهة لتنظيم عمليات البورصة والهيكل والمؤسسات المشرفة على سيرها وأحكام وشروط المتدخلين فيها.

وتتضمن البنية القاعدية لبورصة الجزائر ثلاث عناصر أساسية أسندت لها وظائف بالغة الأهمية سنتطرق إليها بالتفصيل.

### الفرع الأول: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV).

#### أولاً: نشأتها وتكوينها:

شركة تسيير بورصة القيم المنقولة هي شركة ذات أسهم ،تأسست في 05ماي 1997من طرف :  
- البنوك الوطنية وهي (BNA)(CNMA)(CNEP)(BDL)(BADR)(CPA).(BEA)- شركات التأمين الوطنية (CCR; SAA;CAAR; CAAT).  
- بنك خاص هو البنك المتحد (union bonk).

غير أنه ابتداء من 15 جويلية 1998 تخلت هذه البنوك والشركات عن أسهمها لصالح شركات الوساطة المعتمدة حاليا في البورصة ، ليصبح مساهمو هاهم الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، ورأس مال هذه الشركة موزع بصفة دائمة وبالتساوي بين هؤلاء الوسطاء ، ويقدر الحد الأدنى لمساهمة الوسيط في رأسمال هذه الشركة بمليونين (2000000.00) دينار جزائري وفي حالة إعتقاد وسيط جديد في عمليات البورصة فإن رأسمال الشركة سوف يرتفع بمقدار ما يساهم به هذا الوسيط، لكن في حالة انسحاب أحد الوسطاء ،فإن حصته في رأسمال الشركة سوف يتم إعادة شرائها بالتساوي من طرف الوسطاء في عمليات البورصة المساهمين في هذه الشركة ولقد أنشأت شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من أجل إعطاء الإقتصاد الجزائري مكانة تعكس أبعاده الداخلية والخارجية وتهتم هذه الأخيرة بالتنسيق والربط بين التنظيمات العملية والتقنية الضرورية للصفقات الخاصة بالقيم المنقولة ( أحمد بوراس: 2003،ص143) وذلك بهدف:

-السماح بفتح رأسمال الشركات الوطنية الخاصة لتنظيمها على شكل شركات أسهم SPA  
- التصرف في جزء من أصول هذه الشركات .

#### ثانياً: وظائفها:

أنشأت شركة تسيير القيم المنقولة من أجل تقديم الخدمات التالية:  
-تسهيل الصفقات بين الوسطاء في عمليات البورصة ، وذلك عن طريق:  
- وضع القوانين وقواعد تحكم سير العمل.

- وضع نظام خاص بالتحكيم والفصل في المنازعات.
- وضع قرارات للتنظيم والإنضباط داخل السوق.
- ترقية التجارة في الأوراق المالية عن طريق تطوير السوق وذلك من خلال إعلام الجمهور أن المؤسسة مبعث ثقة.

لذا تعتبر هذه الشركة الإطار العام والمنظم لخدمة الوسطاء في عمليات البورصة كمختصين للسماح لهم بمباشرة مهامهم في إطار القوانين والتنظيمات الموضوعة لذلك. (أحمد بوراس: 2003، ص 143).

وتتمثل المهام والأهداف الأساسية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة حسب المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 فيما يلي : (الجريدة الرسمية الجزائرية : العدد 1993، ص 6).

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة و إجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة .
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة .
- إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة تحت مراقبة اللجنة

#### الفرع الثاني: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

##### أولا : نشأتها وتكوينها:

تعتبر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) الهيئة التي تشرف على سوق القيم المنقولة وتديرها ، وهي مؤسسة تتمتع بالاستقلالية الإدارية والمالية ، وهي مسخرة من أجل ضمان الأمن للمعاملات وحماية المدخرين أو المستثمرين في الأوراق المالية ، وتقوم هذه اللجنة أيضا بإعتماد ومراقبة وسطاء عمليات البورصة والسهر على حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها وقد تم إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 الصادر في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، وبالرغم من أن اللجنة تأسست في ماي 1993 إلا أنه لم يتم تعيين أول أعضائها إلا في 27 ديسمبر 1995، ولم تنصب حتى 1996 ومنذ ذلك الحين إلتزمت بوظيفة ثابتة (أحمد بوراس : 2003، ص 141)

وتتكون هذه اللجنة من رئيس يعين لمدة أربع (4) سنوات ، وستة (6) أعضاء يعينون حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصة لمدة أربع سنوات وذلك حسب المادة 22 من القانون رقم 03-04 المذكور سابقا وهم:

- قاض يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

#### ثانيا : مهامها:

- حسب المادة 30 من القانون 03-04 (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، 1993 ، العدد 11، ص 24، 23) فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تتولى مهمة تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة وذلك بالسهر على:
- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للإدخار
  - السير الحسن للسوق للقيم المنقولة وشفافيتها وبهذه الصفة تقدم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تقريرا سنويا عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة.

#### ثالثا: وظائفها:

- يخول للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة جملة من الصلاحيات تتمثل فيما يلي:
- 1- **الوظيفة القانونية:** تقوم اللجنة وفقا للمادة 31 من القانون 03-04 بتنظيم سير سوق القيم المنقولة كمايلي (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية : 1993، العدد 11، ص 24، 23).
    - تحديد رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
    - اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم.
    - تحديد نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها إتجاه زبائنهم.
    - وضع الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته.
    - سن القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات.
    - تحديد شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.
  - 2- **وظيفة المراقبة والرقابة :** تقوم اللجنة بالتأكد من أن:
    - الأحكام القانونية محترمة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة.
    - الشركات التي تقوم باللجوء العلني للإدخار قائمة بواجباتها الإعلامية التي تخضع لها.
    - التصحيحات اللازمة قد أجريت في حالة ملاحظة إنحرافات.
  - 3- **الوظيفة التأديبية والتحكيمية :** تنشأ على مستوى اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية تتكون من:
    - رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
    - عضوان ينتخبان من بين أعضاء اللجنة.

- قاضيان يعينان من طرف وزير العدل.

من الناحية التحكيمية ، الغرفة مؤهلة لدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين والأنظمة السارية

على سير عمل البورصة وتدخل فيما:

- بين الوسطاء في عمليات البورصة.

- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم .

- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للقيم المنقولة .

- بين الوسطاء في عمليات البورصة وعملائهم .

أما من الناحية التأديبية فإن الغرفة مؤهلة لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من

طرف الوسطاء في عمليات البورصة وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والقانونية المطبقة عليهم ، ويقوم

بالوظيفة التأديبية والتحكيمية عضو مختص ينشأ على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عميات البورصة.

### الفرع الثالث: المؤتمر المركزي على السندات:

بغرض تطوير بورصة الجزائر ، ومع دخول المؤسسات الأولى إلى البورصة ظهرت الحاجة إلى

هيئة تتكفل بحفظ السندات ، وتتولى نظام التسوية والتسليم لذلك أقيم فوج عمل يتكون من ممثلي مختلف

المتدخلين في السوق بهدف تحديد شروط تشغيل هذه الهيئة والتي تسمى " المؤتمر المركزي على

السندات".

### أولاً: نشأته وتكوينه:

تأسس المؤتمر المركزي على السندات بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2004، ويمارس

وظائفه من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم ويتكون رأسمال المؤتمر المركزي على

السندات والمقدر بخمسة وستون مليون دينار جزائري ، من مساهمات مؤسسية ( الجريدة الرسمية للجمهورية

الجزائرية :1993، العدد 11، ص 23، 22) وهم:

- البنك الخارجي الجزائري ( BEA )

- القرض الشعبي الوطني (CPA)

- البنك الوطني الجزائري (BNA)

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)

- مجمع صيدال (Group SAIDAL)

- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي (EGA/EL Aurassi)

- مؤسسة الرياض سطيف (ERIAS SETIF)

## ثانيا: مهامه:

إن وظائف المؤتمر المركزي على السندات ، تمارس من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم ، وتتمثل هذه الوظائف والمهام حسب المادة 19 مكرر 02 من القانون 03-02 (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: 1993، العدد 11، ص22).

والتي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي، فيما يلي:

- خفض السندات الذي يسمح بفتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها
- الترقيم القانوني للسندات
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق السندي.

وأخيرا وبعد استعراض مختلف الأجهزة المكونة لسوق القيم المنقولة في الجزائر، تجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من إختلاف طبيعة هذه الهيئات الثلاثة إلا أن نشاطها يطمح إلى تحقيق نفس الهدف، والمتمثل في السهر على حماية المدخر ضد أي تعسفات ناتجة أساسا عن عدم معرفته لحقوقه في مجال الاستثمار في القيم المنقولة، وهذا راجع إلى نقص تجربته الشئ الذي يجعله غير قادر على الاستغلال الحسن للمعلومة المتوفرة لديه، بالإضافة إلى ذلك تهدف هذه الهيئات إلى ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة ونزاهتها وشفافيتها.

### المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر:

من بين المتدخلين الرئيسيين في بورصة الجزائر نذكر:

#### الفرع الأول: الوسطاء في عملية البورصة.

#### أولا: تعريف الوسطاء في عملية البورصة:

ينص القانون على أن الصفقات في البورصة تقوم على أساس الإحتكار المباح للأشخاص الطبيعية والمعنوية المتمثلة في شركات المساهمة المخصصة لهذا الغرض (أحمد بوراس: 2003، ص144).

ويمارس نشاط الوساطة في عمليات البورصة بعد إعتقاد من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض ، وكذا البنوك والمؤسسات المالية.

وحسب المادة 06 من القانون 03-04 المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة ، ويخصص حق التفارض في القيم المنقولة لأعوان مختصين والمدعويين بالوسطاء في عمليات البورصة تنص على أنه لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول فيها قيم منقولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء ماليين في عمليات البورصة.

هذا يعني أن المشتريات والمبيعات للقيم المنقولة المسعرة تتم بالحضور الإجباري لهؤلاء الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللجنة.

### ثانياً: وظائف الوسطاء:

لا يمكن تصور القيام بمهمة تداول القيم المنقولة في البورصة دون وسطاء، وحتى يتم اعتماد الوسطاء يجب أن يقدموا ضمانات كافية لذلك، يمكن إيجازها فيما يلي:

- توفرهم على رأسمال معين يحدد من طرف COSOB.
  - الحصول على تنظيم وإمكانيات تقنية تناسب نشاطهم.
  - التوفر على مستخدمين ملزمين بالحفاظ على سر المهنة، ويتوفرون على الكفاءة اللازمة.
- كما يمكن أن يقوم الوسطاء بصفقات لحساب زبائنهم وذلك عن طريق تسيير حوافظ الأوراق المالية وكذا عملية التوظيف، وعلى هذا الأساس فهم مسؤولون عن مراعاة وإحترام أوامر التنازل عن القيم المنقولة وكذا دفع ثمنها.

والوسطاء في عملية البورصة يقومون بمهمة التوظيف، وذلك بالبحث عن مكتتب أو مشتري للأوراق المالية، وهذا لحساب المصدر الذي قام باللجوء العلني، ويمكن إجمال الوظائف التي يسعى الوسطاء إلى القيام بها فيما يأتي: (أحمد بوراس: 2003، ص ص 146، 145).

**1- تداول القيم المنقولة:** يقصد بتداول القيم المنقولة عملية إيجاد علاقة سند بمقابل بين المشتري والبائع لهذه القيم المنقولة، وذلك على عكس تحويل القيم المنقولة التي يقصد بها عملية إيجاد علاقة مباشرة بين المشتري والبائع بدون وساطة، فتنفيذ المعاملات المخولة للوسطاء في عمليات البورصة تخص فقط القيم المنقولة محل المعاملات في البورصة ومقابل هذا الإمتياز فإن الوسطاء ملزمون بما يلي:

- الأخذ بعين الإعتبار ترتيب الأشخاص الذين تتوفر فيهم الشروط القانونية والتنظيمية.
- الوسيط في عمليات البورصة ملزم بتقديم هذا الترتيب في السوق.
- الوسطاء في عمليات البورصة مسؤولة أمام زبائنهم عندما يشترون أو يبيعون في السوق، وفي حالة عدم تسديد أو تسليم الأوراق المالية، من طرف الزبون، فالوسيط في عمليات البورصة ملزم بتعويض الزبون، و الإلتزام بالتعهد المبرم بإسمه.

### 2- تسيير الحوافظ المالية ذات القيم المنقولة:

يقوم الوسطاء في عملية البورصة بإدارة حوافظ الأوراق المالية ذات القيم المنقولة لصالح زبائنهم، وبالتالي فهم يتصرفون في هذه الحالة بموجب وكالة تسيير.

ويقصد بوكالة التسيير العقد المبرم بين الوسطاء في عملية البورصة وزبائنهم وذلك لضمان حماية المستثمرين في القيم المنقولة وتدارك أو معرفة أي نزاع أو خلاف يمكن أن يحدث بين الوسطاء في عملية

البورصة وزبائنهم ويتم تقرير وتعيين بنود الإلتزامات في العقد المبرم بين الوسطاء والزبائن من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

### 3-التوظيف أثناء إصدار القيم المنقولة.

يعتبر سوق إصدار القيم المنقولة كسوق أولية، أين يتم فيه عرض لأول مرة القيم المنقولة الناشئة عن عملية الإصدار، ويتجلى ذلك من خلال عملية رفع رأس المال، حيث تلجأ المؤسسة إلى إستعمال إصدار أسهم جديدة، أما إذا كانت ترمي إلى القرض السندي فإن المؤسسة في هذه الحالة تلجأ إلى إصدار السندات.

### 4-التوظيف في السوق الثانوية:

من أجل تنفيذ أوامر البورصة يشترط توافر الأهلية القانونية، وعلى هذا الأساس يستوجب على الشخص الذي يرغب في تداول أوراق أن يفتح رصيда لدى وسيط في البورصة حيث يشترط أن يكون هذا الوسيط إما وسيطاً في عمليات البورصة أو مسيراً للحوافظ المالية.

أما الوسيط فهو مطالب بالتأكد من هوية هذا المستثمر، والذي يشترط أن تكون له الأهلية القانونية المطلوبة حتى يتم فتح رصيد باسم شخص طبيعي أما في حالة الشخص المعنوي، فيستزجج هنا إظهار وثيقة مساعدة لممثل المؤسسة من أجل فتح وإتمام العمليات الخاصة بالرصيد المراد فتحه.

وتعد طريقة فتح الرصيد لدى الوسيط في عمليات البورصة طريقة منظمة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وهذا من أجل حماية المستثمر في القيم المنقولة.

يوجد نوعان من المستثمرين بشكل عام في سوق القيم المنقولة هما:

**الفرع الثاني المستثمرون ذو الشخصية الطبيعية:** هم أولئك الأفراد الذين يستثمرون أموالهم إما بتكوين محافظ مالية شخصية مسيرة بشكل مباشر من قبل صاحبها أو مسيرة من طرف وسيط في عمليات البورصة بموجب توكيل.

**المستثمرون ذو الشخصية المعنوية:** هم على وجه الخصوص البنوك شركات التأمين وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وسوف تحظى هذه الأخيرة بشئ من التفصيل بإعتبارها أهم المستثمرين في سوق القيم المنقولة.

### الفرع الثالث المصدرون:

تتمثل هذه الفئة في الأشخاص المعنويين الذين يقومون بعرض الأوراق المالية في السوق وذلك من خلال عمليات اللجوء العلني للإدخار أو عمليات العرض العمومي للبيع، ويتمثل هؤلاء المتدخلون خاصة في الدولة والجماعات المحلية والشركات ذات الأسهم بما فيها المؤسسات العمومية، البنوك التجارية العمومية إضافة إلى المؤسسات الخاصة، حيث سمح القانون الإستثمارات لهذه الأخيرة بإصدار أسهم في السوق شريطة أن تفتح رأسمالها للمساهمة الخاصة وذلك بعد تغيير طابعها القانوني.



## المطلب الرابع: شروط القبول وكيفية الإدراج وإجراءات الدخول إلى بورصة الجزائر.

حتى تكون قيم مؤسسة ما مسعرة في البورصة يجب أن تكون هذه القيم المنقولة موضوع قرار قبول من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة و أنتتبع إجراء الدخول بهدف إدراج قيمتها في السوق الرسمية.

### الفرع الأول: شروط القبول في بورصة الجزائر:

لقبول قيم منقولة لمؤسسة ما في مفاوضات البورصة يجب توفر مجموعة من الشروط، منها ما يتعلق بالشركة طالبة القبول ، ومنها ما هو خاص بالقيم موضوع القبول وهي كالتالي:

**أولاً: الشروط الخاصة بالشركة طالبة القبول:** وتتمثل فيما يلي: (أحمد بوراس : 2003 ، ص 143 ) .

- أن لا يقل رأسمالها عن مئة مليون ( 100000000.00 ) دينار جزائري.
- نشر على الأقل 20% من رأسمال على الجمهور.
- نشر الوضعية المالية لسنتين سابقتين وللسنة الجارية.
- تقديم مذكرة إعلامية صادقة عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول
- إعلام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حالة التوقف أو التخلي عن بعض الأصول قبل الدخول إلى البورصة.

- تقديم تقرير لتقييم أصولها ، معد من طرف خبير محاسبي مستقل عن الشركة.

- تبرير وجود هيئة للمراقبة الداخلية للشركة.

- أن تتولى الشركة عملية تحويل الأوراق المالية.

**ثانياً: الشروط الخاصة بالقيم موضوع القبول:** (أحمد بوراس : 2003 ، ص 144) .

وتتمثل فيما يلي:

- أن تكون القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم.
- يجب تحرير كل الأسهم.
- القيم التي تمس رأس المال لا يمكن قبولها في السوق السندي إلا إذا كانت. أوراق رأس المال المتعلقة بها (الأسهم) مقبولة في البورصة.
- أن توزع الأسهم على الأقل على 300 مساهم يوم الدخول.
- أن توزع أوراق الإقتراض (السندات) على 100 حائز على الأقل يوم الدخول
- لا تخضع أوراق القرض التي تصدرها الدولة لشروط حد أدنى لا بالنسبة لقيمة الإصدار ولا بالنسبة لعدد الحائزين والمساهمين.
- قيمة الإصدار السندي تساوي على الأقل مئة مليون دينار جزائري.

## الفرع الثاني: كيفية الإدراج في البورصة:

تمر عملية إدراج المؤسسة في البورصة بالعديد من المراحل والخطوات أهمها:

**أولاً: إتخاذ القرار:** باقتراح من مجلس الإدارة يصادق على القرار الذي يسمح بالإدراج في البورصة من طرف الجمعية الطارئة للمساهمين ويعتبر هذا القرار فرصة لتقرير مبدأ لمراجعة الأوضاع وتجزئة الأسهم لكي تصبح قيمتها الإسمية في متناول الجميع، لذا تقوم المؤسسة بتشكيل خلية داخلية تتولى متابعة العملية والإجراءات الأولية للتحضير لهذا الحدث الهام، وتتكفل المؤسسة بالقيام بهذه التحضيرات ويساعدها في ذلك مرشدها خاصة وسيط عمليات البورصة المرافق لها.

**ثانياً: إختيار الوسيط المرافق:** يجب على المؤسسة القيام بتعيين وسيط في عمليات البورصة يتولى متابعة إجراءات القبول والإدراج ويقوم بإرشاد ومرافقة ومساعدة المؤسسة خلال كل مرحلة من مراحل العملية.

**ثالثاً: التقييم الإقتصادي للمؤسسة:** يتم التقييم من طرف خبير محاسب معتمد أو مكتب دراسات معترف به من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وعلى أساس هذا التقييم يتم تحديد سعر الإصدار.

**رابعاً: المطابقة مع متطلبات السوق:** وذلك من خلال المراجعة المحاسبية وإعداد حسابات مدعمة، وتسوية ما يمكن من النزاعات.

**خامساً: إنجاز المذكرة الإعلامية والمنشورة الدعائية:** المذكرة الإعلامية عبارة عن وثيقة تحتوي على كافة المعلومات التقديرية الهامة التي تساعد المستثمر على الحكم على المؤسسة، ويودع مشروع المذكرة الإعلامية لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بغرض الحصول على تأشيرة القبول، وتحتوي المذكرة أساساً على معلومات خاصة بالعملية وأخرى خاصة بالمؤسسة.

أما المنشورة الدعائية فهي وثيقة تلخص المعلومات الأساسية المحتواة في المذكرة الإعلامية وتوجه لعامة الجمهور.

**سادساً: تقديم طلب القبول مرفق بملف:** يتكون هذا الملف من جملة وثائق عامة حول الشركة، وثائق قانونية وإقتصادية ومالية ووثائق متعلقة برأس المال، ووثائق خاصة بأوضاع المراجعة، مشروع المذكرة الإعلامية الحواصل وجداول النتائج إضافة إلى تقرير التقييم الإقتصادي للمؤسسة وعند إتمام الملف يودع لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بغرض الحصول على تأشيرة القبول وبعد الفحص والدراسة تبلغ اللجنة قرارها خلال مدة لا تتجاوز شهرين من تاريخ إيداع الطلب.

**سابعاً: إبرام العقد والإتفاقيات:** عملية الإدراج تتطلب تضافر جهود العديد من الأطراف (الوسطاء، البنوك، أجهزة البورصة) ولأجل ذلك يصبح من الضروري إبرام إتفاقيات تحدد واجبات، مسؤوليات ومستحقات كل طرف وأهم هذه العقود:

- العقد بين المؤسسة والوسيط.

- الإتفاقيات بين البنوك والوسطاء.

- عقد السيولة .

**ثامنا: طبع ونشر مطبوعات وأمر الشراء والتحضير لطبع شهادات الأسهم:**

تطبع وتنتشر مطبوعات الشراء بكميات كافية يخضع شكلها ومحتواها لقانون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويجب على المؤسسة أن تنجز نموذج شهادات ذات الأسهم وتحضرها بكميات تكفي المساهمين الجدد وكذا عمليات السوق الثانوية، كما يجب على المؤسسة أن تحضر الوسائل المادية والبشرية اللازمة لإستمارة الشهادات بأسماء المساهمين الجدد.

**تاسعا: إنطلاق الحملة الإعلامية:** ويتم ذلك من خلال تحديد استراتيجية الإعلان (ملصقات، الإشهار بالوسائل الإعلامية السمعية البصرية، السمعية والمكتوبة)، الإلتقاء بالمستثمرين، التعريف بالمؤسسة من كل الجوانب، الإجابة عن أسئلة المستثمرين.

**عاشرا: طبع شهادات الأسهم:** ويتم ذلك عند نهاية العملية وتبليغ النتائج من طرف بورصة الجزائر.

**الفرع الثالث: إجراءات الدخول إلى بورصة الجزائر:**

يمكن التمييز بين إجراءين رئيسيين لإدخال القيم المنقولة إلى البورصة هما:

**أولاً: العرض العام للشراء OPA:** العروض العمومية للشراء هي طريقة تسمح بالقيام بمراقبة شركة محددة عن طريق شراء فئة معينة من الأوراق المالية تشمل على حق التصويت بكيفية تسمح برفع مستوى المساهمة في رأسمال المؤسسة المعنية، وعادة ما يكون سعر الشراء للأوراق المالية مغر يفوق السعر في البورصة، ويبقى هذا السعر المعروف قائما خلال فترة زمنية تتراوح بين شهر وثلاثة أشهر، وتهدف هذه العملية بالدرجة الأولى إلى تحقيق الأرباح والقيام بالمضاربة وإعادة تنظيم الشركة المساهمة بإدخال مساهمين جدد في رأسمال الشركة وحصوله على كمية من الأسهم تسمح لهم بالتدخل في إدارة ونشاط الشركة، إضافة إلى توسيع بعض الشركات وتصفية البعض الآخر بتركيز رأس المال أو زواله ونشير إلى أنه إذا تم الشراء مقابل أوراق مالية أخرى في هذه الحالة نكون عرض عمومي للتبادل OPE.

يتضمن العرض العمومي للشراء مبدئين أساسيين، يتمثل الأول في تطبيق قاعدة التناسب في إكتتاب السندات في حالة ما إذا كانت عملية العرض العمومي للشراء تتضمن نسبة من رأسمال الشركة المعنية ومبدأ التعامل المخصص لكل حاملي الأوراق المالية، أما المبدأ الثاني فيتمثل في الشفافية، إذ يتعين على صاحب المبادرة تحضير وتسليم كل المساهمين في الشركة بيان معلومات يحدد شروط العرض، عدد ونسبة الأوراق المالية التي هي بحوزته، ليتم إيداع هذا البيان إلى لجنة من أجل المطالعة ونسخة لدى الشركة المعنية.

**ثانيا: العرض العام للبيع OPV:** العرض العام للبيع هو إجراء يسمح لحملة السندات (أشخاص طبيعيين أو معنويين) بوضع تحت تصرف الجمهور كل أو جزء من الأوراق المالية لمدة معينة وبسعر محدد، وفي ظروف إكتتاب شفافة، ونميز بهذا الصدد نوعين من الإجراءات حسب السندات المطروحة إذا كانت

مسعرة أم غير مسعرة فبنسبة للأوراق المالية المسعرة، فالقانون العام للبورصة يتوقع إجراءات عادية للدخول في التسعير ببائع واحد و عدة مشترين، وعليه لا نكون في هذه الحالة بصدد عرض عام للبيع، أما إذا كانت الأوراق غير مسعرة فتصبح تقنية التسعير الأولى عن طريق العرض العام للبيع ، وهذا الإجراء يسمح في الجزائر بتحقيق عمليات الخوصصة من جهة وضمان تسعيرة ضرورية للتداول في البورصة . والعرض العام للبيع تقنية خوصصة تتبناها جميع بورصات العالم في إطار اللجوء العلني للإخار، وذلك مع الأخذ بعين الإعتبار شروط الشفافية والمساواة في معالجة المسائل وينقسم الإجراء العام للبيع إلى: (أحمد بوراس : 2003،ص152) .

**1-الإجراء العادي:** هو ذلك الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم عندما يكون رأسمال الشركة المصدرة موزعا بشكل كاف بين الجمهور، تسجيل القيم في جدول التسعيرة مباشرة للتداول عليها ضمن شروط التسعيرة المطبقة في السوق، وذلك إنطلاقا من سعر إدخال مصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم، ويستعمل الإجراء العادي عندما يتعلق الأمر بأوراق (قيم) مماثلة لأوراق مسعرة في البورصة مسبقا، وكذا بالنسبة لسندات الإقتراض التي تصدرها الدولة الجماعات المحلية أو التي تصدرها شركات المساهمة، كما يجب أن يحدد الإعلان الذي تنشره شركة تسيير بورصة القيم عند إدخال قيمة معينة ماييلي:

- أن الإجراء المتبع هو الإجراء العادي
- تاريخ أول تسعيرة
- سعر الإدخال

**2- العرض العمومي للبيع بسعر ثابت:** يسمح هذا الأجراء بوضع عدد معين من الأوراق المالية تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال بسعر محدد مسبقا ، ولتحقيق هذا الغرض تقوم شركة تسيير بورصة القيم بتجميع كل أوامر الشراء المرسلة إليها من طرف الوسطاء في عمليات البورصة وتتولى فرزها، حيث لا تقبل سوى الأوامر الموافقة لسعر العرض وفي حالة عملية العرض يكون سعر الإدخال هو سعر العرض (سعر العرض= سعر الشراء)

**3-العرض العمومي للشراء بسعر أدنى:** بموجب هذا الإجراء يوضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال، عدد معين من الأوراق المالية بسعر أدنى يقبل به المصدرون التنازل عنها، وتتولى شركة تسيير بورصة القيم كذلك القيام بتجميع وفرز أوامر الشراء الواردة إليها من الوسطاء في عمليات البورصة، ولا تقبل إلا الأوامر المحددة للسعر، وفي حالة نجاح عملية العرض فإن سعر الإدخال يكون مطابقا لحد آخر مدفوع، وهذا السعر وحيد.

ولالإشارة فإن البيان المعلن عن الإدخال عن طريق العرض العمومي للبيع بسعر ثابت أو بسعر أدنى، يحدد شروط قبول وإرسال أوامر الشراء إلى شركة تسيير بورصة القيم، عدد القيم الموضوعة تحت

تصرف الجمهور من طرف المدخلين وكذا السعر المحدد أو السعر الأدنى الذي يقبل به هؤلاء المدخلون التنازل عن قيمهم إضافة إلى كفاءات توزيع هذه القيم المنقولة بين أصحاب الأوامر، وفي حالة الاقتضاء تحديد شروط الإدخال الخاصة.

**المطلب الخامس: أوامر البورصة ونظام تسعير وتداول الأوراق المالية في بورصة الجزائر.**  
**الفرع الأول: أوامر البورصة:**

أوامر البورصة هي التعليمات التي يعطيها شخص طبيعي أو معنوي يرغب في شراء أو بيع أوراق مالية مدرجة في البورصة لوسيط في عمليات البورصة، أو تكون هذه المعلومات مقدمة من طرف هذا الأخير في إطار التسيير بوكالة أو في حالة الطرف المقابل، ولكي يقبل الأمر يجب أن يستوفي الشروط التالية:

**الإشارة زبون / غير زبون:** الأمر الذي يحمل إشارة " زبون " هو أمر معطى من طرف شخص طبيعي أو معنوي ممثل من طرف وسيط في عمليات البورصة لينفذ هذا الأمر في البورصة، أما الأمر الذي يحمل إشارة " غير زبون " فهو الأمر الذي ينجزه الوسيط لحسابه الخاص ويبقى الأمر بإشارة " زبون " الأسبقية في التنفيذ على الأمر بإشارة " غير زبون ".

**إتجاه العملية بيع/ شراء:** أي أمر في البورصة إما أن يكون أمر بيع أو شراء، ولهذا فعند إعطاء الأمر للوسيط يجب توضيح ذلك.

**تعيين نوع وكمية الورقة المالية:** يتضمن أمر البورصة نوع ورقة المالية والكمية المراد بيعها أو شراؤها.

- سعر أفضل: فالزبون يقبل التنفيذ بسعر السوق.

- سعر محدد: في حالة أمر الشراء، لا ينفذ الأمر إلا إذا كان سعر التفاوض في السوق أقل من أو يساوي السعر المحدد في الأمر، أما في حالة أمر البيع فلا ينفذ إلا إذا كان سعر التفاوض أكبر من أو يساوي السعر المحدد.

- مدة صلاحية الأمر: تقبل شركة تسيير بورصة القيم أربعة نماذج لمدة الصلاحية هي:

- أمر اليوم (ordre de jour) هو أمر صالح لمدة حصة واحدة ( يوم واحد )

- أمر بالإلغاء (a révocation) يبقى هذا الأمر مقبولا إلى غاية تنفيذه أو حتى آخر حصة تداول من الشهر الجاري الذي أعطي فيه الأمر .

- أمر التنفيذ (aexécution) لا يحمل أي مدة صلاحية، غير أنه يبقى صالحا في السوق لمدة 3 أسابيع .

- أمر بمدة محددة (a durée limitée) تحدد مدة الصلاحية ويبقى الأمر خلالها قابلا للتنفيذ، وإذا انتهت هذه المدة ولم ينفذ الأمر وجب سحبه.

تاريخ إعطاء الأمر: يمكن كذلك للأمر أن يحمل إشارة خاصة هي الكل / لا شيء لا يمكن تنفيذ هذا بصورة جزئية بل يجب أن ينفذ كلياً أو لا ينفذ نهائياً.

و تنص القاعدة العامة على أن أوامر بورصة الجزائر تكون على غرار البورصات الكلاسيكية ، وذلك من أجل تفادي أي غموض أو إلتباس بين أصحاب الأوامر، ولهذا فهناك ثلاثة أشكال للأوامر وهي:

- الأمر بالسعر الأحسن: وفيه لا يعين صاحب الأمر السعر الذي تتم بموجب الصفقة بل تترك ذلك الوسيط الذي ينتهز الفرصة لاختيار أحسن سعر.

- الأمر بالسعر المحدد: وفيه يحدد العميل للوسيط السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به وهو يضمن الحد الأقصى فيما إذا كان سعر الشراء أو الحد الأدنى إذا كان سعر البيع .

- الأمر بسعر السوق: وهنا يخضع صاحب الأمر إلى التسعيرة المحددة في السوق .(أحمد بوراس : 2003،ص146)

وتنتقل أوامر البورصة إلى الوسيط إما كتابياً، وعادة ما يكون ذلك عن طريق إستمارة يضعها الوسيط تحت تصرف زبونه، أو بواسطة الهاتف وفي هذه الحالة فإن نقل الأمر يجب أن يكون محددًا بالتاريخ وساعة الإستقبال من طرف الوسيط ، فمنفذوا العمليات يستقبلون الأوامر وينقلونها إلى السوق بغرض تنفيذها ولهذا يجب تسجيل يومياً كل العمليات المنفذة (أحمد بوراس : 2003،ص147).

#### الفرع الثاني: التداول في البورصة:

**أولاً: أسلوب التداول:** بورصة الجزائر عبارة عن سوق مركزي مسير عن طريق أوامر، وفي فترة انطلاق هذه السوق، لم تكن مقسمة بل كانت كل الأوراق المالية تتداول في سوق رسمي وحيد، والذي كان محصوراً في مكان محدد وهو جناح من شركة تسيير بورصة القيم، أين يلتقي الوسطاء (job) لمواجهة أوامرهم ( بوراس أحمد : 2003، ص147)

**ثانياً: طريقة التسعيرة:** يتم تحديد السعر بطرق متنوعة سواء كانت يدوية أو آلية عن طريق الحاسوب، على أن يتم تحديد نوع أو طريقة التسعيرة من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وقد تم في مرحلة الإنطلاق تحديد السعر يدوياً وذلك راجع لإنخفاض حجم الصفقات كما عدت هذه الطريقة إحدى الطرق المثلى بالنسبة لسوق في طريق الإنطلاق كبورصة الجزائر، غير أن هذه الطريقة ستتطور في المستقبل بإزدياد حجم الصفقات وستنتقل إلى مرحلة ثانية تعتمد على نظام تحديد الأسعار مدعماً بأنظمة الحواسيب والإعلام الآلي (أحمد بوراس: 2003، ص 147) ويأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظام التسعير الثابت، حيث تنفذ كافة الصفقات بسعر موحد بالنسبة لكل ورقة خلال حصة التداول الواحدة ويحدد هذا السعر (السعر التوازني) لكل ورقة بمقابلة أوامر البيع وأوامر الشراء بواسطة الكمبيوتر بحيث يسمح هذا السعر بتداول أكبر كمية ممكنة من الأوراق المالية (COSOB:2004.PO3)

**ثالثاً: نظام المقاصة والتسوية :** تهدف عملية المقاصة إلى تسوية المعاملات التي ينجزها الوسطاء في عمليات البورصة أثناء حصص التداول وتحت إشراف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ويرتكز إتمام هذه المعاملات في بورصة الجزائر على التسليم المادي للأدوات المالية، في إنتظار تطبيق اللامادية.

**المطلب السادس: أسباب ضعف الإستثمار في بورصة الجزائر، الشروط الأساسية لتفعيلها.**

إن إنشاء بورصة فعالة أصبح مطلباً ضرورياً من مطالب إقتصاد السوق وفاعلية النشاط الإقتصادي ومسايرة التحولات الإقتصادية المحلية والعالمية، فهناك عدة عوامل تؤثر على أداءها وفعاليتها في الإقتصاد إيجابياً وسلبياً.

**الفرع الأول: أسباب ضعف الإستثمار في بورصة الجزائر:**

تعرف بورصة الجزائر مشاكل كثيرة مما أدى إلى وجود عراقيل تشد من نشاط البورصة وحالت دون إنطلاقها الفعلية ومن أهمها: (شمعون شمعون: 1999، ص ص 53، 51).

- العراقيل القانونية: وتتمثل في تلك القوانين التي تقف حجزاً في تحقيق بعض المبادئ الإقتصادية التي تهئ الظروف المناسبة لقيام البورصة كالتسيير الإداري، عدم مواكبة القوانين للتطورات الإقتصادية من التباطؤ في سن التشريعات التي تستجيب لمتطلبات إقتصاد السوق.

- العراقيل الإقتصادية: وتتمثل في أن أغلب الشركات ملك الدولة حيث لا زالت حتى الآن العديد من المؤسسات العمومية الجزائرية تعاني من إضطرابات مالية وقد تمت لفترات طويلة، إن السبب الأول في الحالة التي ألت إليها يعود إلى سوء التسيير الذي يتضح في غياب الكفاءات المهنية اللازمة، أهمال وتضييع الطاقات الإنتاجية وعدم الإحساس بالمسؤولية ما دامت الأملاك عمومية وليست خاصة معدلات النمو هي معدلات مالية ما عدا البعض منها الذي ينحصر في عدد قليل أو في قطاع وحيد وهو قطاع المحروقات الذي يشكل الركيزة الأولى للإقتصاد الجزائري.

ويفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع الإستثمارية غير المالية كالبناء، الأشغال العمومية، الفلاحة...، وهي ما يطلق عليه السوق الموازية التي باتت تشكل بديل أحسن أو ضمان من سوق البورصة ذلك أنها تضمن أرباحاً سهلة وتجنب المخاطر، وإن الضرائب تمثل عبئاً ثقيلاً على المؤسسات المصرحة بنشاطها ولذلك فإن اللجوء إلى السوق الموازية يخفف منها أو تكون منعدمة.

وكذلك انتشار التضخم وعدم ارتفاع عائد الأسهم، ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة من عدم تدفق رأس المال الأجنبي الذي يعود على انعدام الثقة وتدهور الوضع الإقتصادي بسبب الظروف الخاصة التي تعيشها البلاد، ضعف المنافسة في السوق المالية لقلة الشركات المصدرة بسبب تعثر مسار الخوصصة

- العراقيل السياسية: يظم الميدان السياسي كذلك عقبات تحول دون قيام البورصة بدورها العام والفعال في التنمية، فأمام الأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر ولا زالت، لا يمكن

ضمان فعالية السوق في تحقيق التنمية، حتى أن هذه الأوضاع كانت سببا لامتناع العديد من المستثمرين الأجانب عن الاستثمار في بلادنا.

- العراقل الإدارية: تبين في أنماط البيروقراطية التي تسود الإدارة الجزائرية، حيث تعقيد الإجراءات وعدم المرونة في التعامل والسرعة والتفاعل المطلوبين.

- العراقل الإعلامية: ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الإقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالشركات والنهوض بالإستثمار.

ومن هنا نستخلص أنه لا إستثمار بدون إدخار ولا إدخار بدون تكوين سوق الأوراق المالية ولا سوق للأوراق المالية بدون بورصة للقيم المنقولة ولقد نجحت تجربة السوق المالية في البلدان المتقدمة لتوافر شرطين أساسيين:

وجود عدد كاف من الأوراق المالية المطروحة في السوق تسمح للمستثمر أن يختار الشكل الذي يناسبه وبطريقة ناجحة.

وجود أسواق للأوراق المالية تسمح بتحويل هذا النوع من الإدخار طويل الأجل إلى مال نقدي سائل عند الطلب فبالنسبة للجزائر عدد المؤسسات قليل جدا ولا يعبر عن فروع النشاطات الإقتصادية المختلفة، ولا عن حقيقة النشاط الإقتصادي، والوعي الإستثماري ضعيف، فما زالت ثقافة الإكتناز مهيمنة على أفكار الفرد وإعتماد المؤسسات على تمويل الذاتي ووجود تغيرات كبيرة في النظم القانونية المنظمة للسوق المالية وعدم مطابقتها لمتطلبات التطور الإقتصادي المعاصر، والدليل على ذلك كثرة التغيرات القانونية وتعديل الإصلاحات وبما يسمى "إصلاح الإصلاح" محدودية السوق الثانوية الخاصة بتداول الأوراق المالية، ضآلة الطلب على الأوراق المالية قد يرجع إلى إنعدام الثقة، ضعف الوعي الإستثماري وجود قيود تشريعية، عدم قدوم المستثمر الأجنبي فحتى تكتسب البورصة فعاليتها يجب أن يكون الإقتصاد حرا، وتزداد حيويتها وأهميتها في الإقتصاد الوطني، كلما زاد عدد الشركات المسجلة فيها كما زاد عدد الأوراق المالية المطروحة للتداول وعدد المتعاملين وإتساع النشاط الإقتصادي فكلما كانت البورصة فعالة كانت أقدر على توطيد النشاط الإقتصادي للدولة والنظام الإقتصادي القائم.

### الفرع الثاني: الشروط الأساسية لتفعيل بورصة الجزائر:

إنطلاقا من كل ما سبق فإن بورصة الجزائر تتسم في الوقت الراهن بالركود و التهميش دورها في تمويل الإقتصاد الوطني ، فحتى يتم تحسين أدائها وفعاليتها بما يمكنها من تحقيق متطلبات التنمية المستدامة ويمكن صياغة مجموعة من الشروط والمتطلبات التي ينبغي توافرها في بورصة الجزائر حتى تمكن من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها فيما يلي (أحمد بوراس:2003، ص ص 150، 151).

**1- ضرورة تسوية الإقتصاد:** يعتبر توفير المحيط الإقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة لا بد من توفير قطاع خاص نشيط وحرية والمنافسة، وأيضا لا بد من توفير المناخ



الإستثماري المناسب من منح الحوافز الضريبية والشركات ووضع الأطر القانونية والتنظيمية وتحديد وتطوير الهياكل المالية وتحفيز الإستثمار الأجنبي وحماية حقوق المستثمرين ويجب أن يكون إقتصاد السوق شرطا رئيسي لقيام بورصة قيم متداولة فعالة في الجزائر.

**2- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد:** لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن مع العلم يوجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الإدخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، لا بد من رفع المستوى المعيشي للمجتمع رغم أن مؤشرات التضخم منخفضة حاليا في الجزائر إلا أن هذا لم يساهم في تنشيط البورصة.

**3- الإنفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأدوات المالية:** تتميز البورصات الفعالة بالعدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية، تتميز بتنوع الأدوات المالية التي تعد عامل جذب للمدخرين، والتفتح الكبير على الجمهور، وتتميز بورصات البلدان المتخلفة والدول العربية والجزائر خاصة لضعف الصفقات الناجمة عن: العدد المحدود للمتدخلين، غياب الإدارة في الإستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة، الطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي لتوسيع أنشطتها، عدم تنوع الأدوات المالية على هذه البورصات عدم توظيف الإدخار في شكل سندات إما لإنخفاض العائد أو لأسباب دينية كتحريم الفائدة.

**4- الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة:** تكون بورصة القيم المتداولة فعالة إذ كانت جملة المعلومات المفيدة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار وتسمح بذلك بإتخاذ القرارات الإدخار والإستثمار تبعا لهذه الأسعار.

**5- توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الإستثمارات المنتجة والمربحة:** إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الإستثمارات المنتجة والمربحة ومنه فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الإقتصادي والمالي لأن مردودية المؤسسات المسجلة في قيد الشروط اللازمة لجذب الإدخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.

**6- حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم وإستثماراتهم المالية:** إن الحصول على عوائد معقولة لقاء توظيف وإستثمار الأموال في البورصة يعد شرطا أساسيا لوجود بورصة فعالة تستقطب أكبر عدد ممكن من المدخرين، ووجود شركات مساهمة ناجحة.

**7- تكييف بورصة القيم المتداولة مع التحولات وتحويل الهياكل الإقتصادية من الضروري أن يكون لبورصة القيم المتداولة إطار مؤسسي وتنظيمي مرن يسمح لها بتطور والتكيف على الدوام مع التغيرات الحاصلة وذلك مدى قدرتها على التأقلم مع مختلف الأزمان مهما كانت طبيعتها، فإن متطلبات قيام بورصة قيم متداولة فعالة هو مقدرتها على تحويل الهياكل الإقتصادية وذلك من خلال تقديم تسهيلات اللازمة للمؤسسة المسيرة وترقيتها.**

8- وجود حد أدنى من الإستقرار السياسي وإستقرار القانوني: يعتبر الإستقرار السياسي أهم عامل لاجتذاب رؤوس الأموال الفائضة بدل المدخرين وحسن توجيهها كما أن وجود هذا الإستقرار يسمح بتطوير البورصات وترقيتها أما بخصوص الإستقرار القوانين ووجود جهاز تشريعي مرن فإن إستقرار القوانين يعتبر من المتطلبات التي تساهم بفاعلية لترقية ونمو سوق البورصة وتوفير جهاز تشريعي يمكنه أن يساير الحياة الإقتصادية في تطورها وبإستطاعته التكيف والإنسجام مع المتغيرات الحاصلة على الحركة الإقتصادية على النحو الذي يضمن حقوق المتدخلين في بورصة القيم بناء على تنظيمات تشريعية تتم على أساسها مختلف العمليات بهدف السوق.

9-وجود جهاز مصرفي متكامل : يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة من ذلك مقدرتها على تعبئة الإدخار، وتوفير الفرص الإستثمارية في صورة مشاريع والتوسط بين عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة ذلك لما تختص به بصفته وسيط مال يعمل على تعبئة الإدخار وترقية وحسن توجيهه.

### المبحث الثاني: سوق سندات الخزينة:

المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة:

الفرع الأول: مفهوم سوق قيم الخزينة:

سوق قيم الخزينة أو "سوق قيم الدولة" هي السوق الخاصة بالأوراق المالية (السندات) التي تصدرها الدولة – ممثلة في الخزينة – لتمويل العجز في موازنتها العامة.

و تنقسم هذه السوق كغيرها من الأسواق إلى سوق أولية و سوق ثانوية، حيث يتم في الأولى بيع قيم الخزينة لأول مرة للمختصين في قيم الخزينة (Spécialiste en valeurs du trésor)، أما السوق الثانوية فيتم على مستواها تداول تلك القيم بالتراضي بين مختلف المتعاملين من مختصين في قيم الخزينة، أشخاص عموميين أو خواص و أشخاص طبيعيين.

الفرع الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة:

يمكن تصنيف الأوراق المالية التي تصدرها الدولة إلى أقسام مختلفة حسب مجموعة من المعايير

مثل:

**البند 1: درجة الإستحقاق:** إذ نميز حسب هذا المعيار بين السندات طويلة الأجل، متوسطة الأجل و قصيرة الأجل.

**البند 2: طبيعة المكتب:** حيث نميز بين سندات الخزينة على الحساب الجاري للأشخاص المعنويين و سندات الخزينة المادية للأشخاص الطبيعيين .

إضافة إلى ذلك يمكن أن نميز بين السندات المتداولة و السندات غير المتداولة، سندات مادية أو غير مادية ، سندات اسمية و سندات لحاملها...

و بصفة عامة سنقسم سندات الخزينة إلى ثلاثة أقسام هي ( Bancaire de tonmation: )  
SD.1-7.(Pablication de la société int

### أولاً: سندات التجهيز:

و تأخذ ثلاثة أشكال ، نوردها في ما يلي:

#### 1- سندات التجهيز على الحساب الجاري:

نص على هذه السندات القرار رقم 48 المؤرخ في 19 ماي 1991، و يمكن الإكتتاب فيها من طرف الأشخاص المعنويين فقط ، و هي سندات غير قابلة للتداول و تصدر بصورة دائمة لمدة ثلاث سنوات، خمس سنوات، عشر سنوات بمعدلات فائدة 11 %، 13 % و 15 % و بسعر قدره مليون (1.000.000.00) دينار جزائري، و يتم الإكتتاب في هذه السندات على مستوى بنك الجزائر الذي يفتح في سجلاته حسابات تسمح بتسجيل كل عمليات الإكتتاب و المتابعة و التعويض بإسم المؤسسات البنكية و شركات التأمين.

#### 2- سندات التجهيز المادية بمعدل فائدة متزايد:

هذا النوع من السندات منصوص عليه في القرارات المؤرخة في 19 أوت 1989 و يمكن الإكتتاب في هذه السندات من طرف الأشخاص الطبيعيين و المعنويين، و هي سندات غير قابلة للتداول و ذات معدل فائدة متزايد حسب المدة ، حيث يتراوح من 9.5 % بالنسبة للسندات التي مدتها سنة واحدة إلى 15 % بالنسبة للسندات التي مدتها عشر سنوات، و تكون هذه السندات إما إسمية أو لحاملها على شكل قسيمة بـ 5000.00 دينار جزائري، 10000.00 دينار جزائري و 50000.00 دينار جزائري، يتم الإكتتاب فيها على مستوى صناديق الخزينة المركزية و الرئيسية و الولائية ، كما يتم أيضا لدى البريد و المواصلات أو لدى البنوك ، و يتم تسديد هذه السندات في تاريخ الاستحقاق أو حسب إرادة صاحبها قبل تاريخ الإستحقاق شرط مرور سنة عليها على الأقل من تاريخ الاكتتاب فيها.

#### 3- سندات التجهيز المادية بمعدل سنوي ثابت:

تصدر هذه السندات إما على شكل سندات إسمية أو سندات لحاملها ، على شكل أجزاء بمبالغ 1000.00 ، 50000.00 ، 100000.00 دينار جزائري، و قد نص على هذه السندات القرار رقم 49 المؤرخ في 19 ماي 1991، يتم الإكتتاب في هذه السندات من طرف الأشخاص الطبيعيين و المعنويين، و يتم سداد هذه السندات إما في تاريخ الإستحقاق أو قبل ذلك بطلب من حاملها لكن بعد مرور 3/1 من المدة الإجمالية للسند على الأقل، و في حالة السداد في تاريخ الإستحقاق تكون الفوائد المدفوعة كالتالي:

- 9.5 % على السندات التي مدتها سنة واحدة.

- 10.5 % على السندات التي مدتها سنتين.

- 13.5 % على السندات التي مدتها خمس سنوات.

### ثانياً: سندات الخزينة:

هي سندات دين قابلة للتداول تصدر لمدة قصيرة ، و قد جاءت هذه السندات في القرار الوزاري رقم 51 المؤرخ في 19 ماي 1991، الذي حدد شروط إصدارها. تمثل هذه السندات وسيلة قصيرة الأجل لإدارة السيولة و الدين العام، و ينقسم هذا النوع من السندات بدوره إلى نوعين:

#### 1-سندات الخزينة المادية:

تكتتب هذه السندات من طرف الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين ، و هي سندات مادية إسمية أو لحاملها، حسب رغبة المكتتب.

يتم إصدار سندات الخزينة المادية بشكل مستمر و دائم و بدون حد لمبلغ الإصدار إلا إذا نص على عكس ذلك بقرار من المدير العام للخزينة، و يتم الإكتتاب فيها لدى الخزينة المركزية و الرئيسية و الولائية أو لدى البريد و المواصلات.

و حسب القرار رقم 51 السابق الذكر، نميز بين ثلاثة أنواع من سندات الخزينة المادية هي:

#### أ - سندات الخزينة المادية بفائدة سنوية (BTA):

تصدر هذه السندات لمدة لا تتجاوز خمس (5) سنوات على أساس معدل فائدة محدد يوم الإصدار، و تدفع هذه الفوائد سنوياً في تاريخ إستحقاقها.

#### ب- سندات الخزينة المادية بفائدة مخصومة مسبقاً (BTP):

تصدر هذه السندات لمدة لا تتجاوز سنة واحدة على أساس معدل فائدة يحدد يوم الإصدار، و تقتطع هذه الفوائد عند الإكتتاب و تدفع مسبقاً عند تاريخ دفع . المكتتب لمبلغ الإكتتاب أو تخصم مباشرة من مبلغ الإكتتاب لصالح المكتتب.

#### ج- سندات الخزينة المادية بفائدة مركبة (BTC):

تصدر هذه السندات لمدة أقصاها ثلاث سنوات يحدد بمعدل الفائدة عند تاريخ الإكتتاب و يطبق على كل مدة السند، و تتم رسملة الفوائد الناتجة بضمها إلى المبلغ الأصلي كل سنة ، ثم تحسب الفائدة على أساس المبلغ الجديد، و هكذا حتى تاريخ الإستحقاق اين تدفع جميع الفوائد و المبلغ الأصلي معاً، و يتم تسديد هذه السندات حسب رغبة صاحبها و طبقاً للشروط التي يحددها المدير العام للخزينة .

و نشير إلى انه في الجزائر ، لم يتم إصدار سندات الخزينة المادية ما عدا في سنة 1994 ، حيث كان هذا الإصدار تحت إسم " سندات الخزينة المادية 16 % ، 1994 " .

**2- سندات الخزينة على الحساب الجاري :** تطبيقا لأحكام القرار رقم 51- السابق الذكر – و التعليمات رقم 324 المؤرخة في 1993/10/25 و التي جاءت لتحديد كيفية إصدار إككتاب ، تسديد و متابعة سندات الخزينة على الحساب الجاري فقد سمح للخزينة العمومية بإصدار دائم و بدون حد أقصى لمبلغ هذه السندات ( غير المادية ) ، و تكتتب هذه السندات من طرف الأشخاص المعنويين فقط و تصدر على الأقل بقيمة مليون (1000000.00) دينار جزائري لمدة ستة اشهر بفائدة 8.5 % و لمدة سنة بفائدة 9.5 % ، و تصدر على الأشكال التالية :

### **1-2- سندات الخزينة لفائدة مخصومة مسبقا:**

تتصدر لمدة ستة اشهر بفائدة 8.5 % و لمدة سنة بفائدة 9.5 % ، و تخصم هذه الفوائد – حسب مدة السند و مبلغ الإككتاب – من المبلغ الذي سيدفعه المكتتب.

### **2-2- سندات الخزينة ذات معدل فائدة سنوي:**

تصدر هذه السندات لمدة ستة أشهر بمعدل فائدة 9.5 % ، و لمدة سنة بمعدل فائدة 10 % ، و لمدة سنتان بمعدل فائدة 11.25 % ، بحيث تدفع هذه الفوائد سنويا في تاريخ إستحقاقها.

### **ثالثا: القروض السندية:**

خلال العشرية الأخيرة من القرن الماضي قامت الخزينة العمومية بإصدارية سندية، و كان الجمهور العام (أشخاص طبيعيين و معنويين) هو المعني بالاككتاب فيهما ، و يتمثل هذان الإصداران في:

### **1- القرض الوطني للتضامن:**

تم إصدار هذا القرض السندي عام 1989، و تضمن ثلاث شرائح هي:

- الشريحة A : تمثلت في سندات مادية بمعدل فائدة قدره 8 % لمدة اثنا عشرة (12) سنة.
- الشريحة B : بدون فائدة و لمدة ثلاث (3) سنوات.
- الشريحة C : بمعدل فائدة 09 % ، و لمدة خمس (5) سنوات.

### **2- القرض الوطني لتمويل السكن الإجتماعي (ENFLS):**

أصدر هذا القرض في ديسمبر 1995 بفائدة قدرها 18 % ، لمدة سنة (6) سنوات.

و في الأخير، يمكن أن نشير إلى أهم الخصائص التي تتمتع بها قيم الخزينة، كالتالي:

- دفع الفوائد و تسديد المبلغ الأصلي مضمون من طرف الدولة.
- قيم الخزينة تحرر بالدينار، مما لا يدع مجالاً لخطر سعر الصرف.
- القيم الاسمية لهذه السندات محددة بمليون دينار جزائري.
- معدلات الفائدة يتم التفاوض عليها بالتراضي.
- بالنسبة لسندات التي تكون مدتها أقل من أو تساوي سنة، تدفع الفوائد مسبقا عند الإككتاب، أما بالنسبة لتلك التي مدتها أكثر من سنة فالفوائد تدفع سنويا في تاريخ الإستحقاق.

- قيم الخزينة عادة ما تصدر بشكل غير مادي، مما يمكن صاحبها من تسجيلها في حساب سندي، لذا لا يحتمل خطر الضياع أو السرقة.

- تقييم الخزينة مرتين في الأسبوع في قاعة السوق بالمديرية العامة للخزينة – و التي تعتبر بمثابة السوق الثانوية بقيم الخزينة .

### **المطلب الثاني: الإطار التشريعي و التنظيمي لسوق قيم الخزينة:**

بغرض تطوير و تنشيط قيم الخزينة، تم وضع نص تشريعي جديد ليحل محل التشريع السائد، و قد تم وضع النص القانوني على مرحلتين: (10-8. Le marché des valeur du trésor. qui).

- المرحلة الأولى: عرفت وضع الإطار التشريعي الذي يسمح بإنطلاق الإصدارات على مستوى السوق الأولية.

- المرحلة الثانية: تميزت بإعادة تعديل الإطار التشريعي السائد كمحاولة لدعم السوق الأولي، و تطوير السوق الثانوية.

### **الفرع الأول: الإطار التشريعي لعام 1995:**

تضمن الإطار التشريعي الذي تم وضعه في ماي 1995 النصوص التالية:

- القرار رقم 01 المؤرخ في 30 ماي 1995 الذي تضمن خصائص و طرق إصدار سندات الخزينة على الحساب الجاري، و بموجب هذا القرار يمكن للخزينة أن تصدر – بطريقة المناقصة – السندات التالية:

- سندات الخزينة قصيرة الأجل، لمدة 13، 26، 52 اسبوع بفائدة تدفع مسبقا و يتم تسديد السنج بقيمته الاسمية.

- سندات الخزينة متوسطة الأجل ، لمدة سنتين أو خمس سنوات بفائدة سنوية، و يتم تسديدها بالقيمة الاسمية.

أما عن حصص المناقصة فيتم تنظيمها من طرف بنك الجزائر، و تكون المناقصة مفتوحة لكل شخص طبيعي أو معنوي، مقيم أو غير مقيم، و تتداول هذه السندات بالتراضي.

- القرار رقم 02 المؤرخ في 30 ماي 1995، و المتعلق بسندات الخزينة بالتراضي فيما بين الوسطاء المؤهلين لتوظيف أو تداول هذه السندات، و هم: البنوك، المؤسسات المالية شركات التأمين ووسطاء عمليات البورصة.

- القرار المؤرخ في 23 أوت 1995، و يتعلق بإجراء مناقصات سندات الخزينة على الحساب الجاري، و قد وصف هذا القرار طريقة تقديم العطاءات الخاصة بسندات الخزينة أثناء المناقصة ، و كيفية فرز هذه العروض، و حسب هذا القرار فإن العرض المقبول هو ذلك الذي يتضمن معدل فائدة أقل إنخفاضا مقارنة بمعدلات الفائدة و المبالغ المحددة من طرف الخزينة.

- التعليم رقم 19 المؤرخة في 30 سبتمبر 1995، و المتعلقة بحاسبة العمليات الناتجة عن المناقصة الخاصة بسندات الخزينة على الحساب الجاري قصيرة الأجل، و حسب هذه التعليم فإن محاسبة العمليات الناتجة عن المناقصة يقوم بها بنك الجزائر ووكالة المحاسبة المركزية للخزينة.

### **الفرع الثاني: الإطار التشريعي لعام 1998:**

عام 1998 تم وضع إطار تشريعي جديد ، يفرض الدخول إلى السوق الثانوية لقيم الخزينة، و هذا ما يتضمن مجموعة من الإختيارات تتعلق خاصة بـ:

- نوعية الوسطاء في السوق ( المختصين في قيم الخزينة SVT ) و إلتزاماتهم .
- كيفية تداول قيم الخزينة ( التداول بالتراضي ، وضع قاعة السوق لإعلان التسعيرات).
- نظام تسوية / تسليم قيم الخزينة المتداولة في السوق الثانوي يسير بنك الجزائر.
- إعادة تعديل شروط السوق الأولية ، كإنشاء رزنامة سنوية لإصدار سندات الخزينة و برنامج يصدر كل ثلاثي يبين المبالغ المصدرة.

و يتضمن الإطار القانوني الجديد:

- القرار رقم 08 المؤرخ يوم 21 جانفي 1998، الخاص بتأطير و عمل سوق قيم الخزينة على الحساب الجاري.

- القرار رقم 07 المؤرخ في 10 فيفري 1998، و المتعلق بقاعة سوق قيم الخزينة ، حيث يبين طريقة تنظيم و عمل هذه القاعة.

- إتفاقية حول دفتر الشروط بسوق قيم الخزينة.

- قرار بشأن الاعتماد المؤقت للمختصين في قيم الخزينة.

### **المبحث الثالث: سوق سندات المؤسسات:**

عرف سوق سندات المؤسسات منذ نشأته سنة 1999 تطورا كبيرا، كما شهد مجموعة من الإصدارات السنوية لمؤسسات عامة و خاصة ، اتخذت من السوق السندي بديلا تمويليا.

### **المطلب الأول: نشأة و تطور سوق سندات المؤسسات:**

#### **الفرع الأول: نشأة سوق سندات المؤسسات:**

ظهر سوق سندات المؤسسات في أكتوبر 1999 ، بتسعير و تداول سندات شركة " سونطراك " في بورصة الجزائر، لكنه عرف بعد ذلك ركودا إلى غاية سنة 2003 اين ظهر سوق سندات المؤسسات التفاوضي ، الذي ينقسم بدوره إلى سوق أولية و سوق ثانوية، يتم في الأولى بيع السندات الجديدة التي تصدرها الشركات الراغبة في الحصول على أموال متوسطة و طويلة الأجل لكن دون تقييد هذه السندات في جدول التسعيرة بالبورصة، أما الثانية ففيها تتداول هذه السندات لكن بطريقة مختلفة عن تلك التي يتم

بها التداول في السوق الثانوية المنظمة ( البورصة )، حيث يتم فيها بيع و شراء السندات فيما بين البنوك و بيوت السمسرة و غيرهم من المتعاملين في الأوراق المالية لكن خارج البورصة كسوق منظمة.

و قد عرف السوق التفاوضي في الجزائر نشاطا ملحوظا ، و يعود ذلك إلى سببين ، أولهما تشجيع البنك المركزي للبنوك التجارية و مؤسسات التأمين للدخول إلى السوق السندي فهو معانة البنوك التجارية من الإفراط في السيولة مقابل مستوى نشاط إقتصادي منخفض و بالتالي وجدت البنوك التجارية من الإفراط في السيولة مقابل مستوى نشاط إقتصادي منخفض، و بالتالي وجدت هذه البنوك في السوق السندي فرصة لإستعمال سيولتها المفرطة، إضافة إلى ذلك تعتبر البنوك الوحيدة التي لها المقدرة على شراء هذا الكم الهائل من السندات، فضلا عما تمتاز به من ثقافة مالية للخوض في هذا السوق.

### الفرع الثاني: تطور سوق سندات المؤسسات.

كما شهذ السوق السندي الجزائري بين نهاية 2004 و بداية 2005، ظاهرة جديدة و هي إصدار مجموعة من القروض السنديّة للإكتتاب العام، مما اضفى حركة و تطورا سريعا على هذه السوق، حيث أنه - في ظرف ستة ( 6 ) أشهر - تم إصدار قرضين سنديين للإكتتاب العام ، الأول في ديسمبر 2004 ، للخطوط الجوية الجزائرية بـ 14.200 مليار دينار جزائري، و الثاني في ماي 2005 للشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز " سونلغاز " بمبلغ 15.903 مليار دينار جزائري وهو ما سمح بانتقال حوالي 30 مليار دينار جزائري من الوحدات ذات الفائض ( الإدخار العائليّة ، الخواص، التجار، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة) بصفة مباشرة إلى الوحدات ذات العجز ( شركة " سونلغاز " و الشركة الجزائرية للطيران ).

إضافة إلى الإصدارات السنديّة للإدخار العام، فقد لعبت الإصدارات المؤسساتية دورا كبيرا، أين شاركت فيها الهيئات المالية من بنوك ، مؤسسات مالية و مؤسسات التأمين بالإكتتاب في أكثر من 65 مليار دينار جزائري، و هو ما سمح بخلق سوق سندي جزائري للمؤسسات، هذه الأخيرة التي إستطاعت في ظرف قصير الحصول على 95 مليار دينار جزائري.

لقد شجعت هذه الإنطلاقة السريعة و القوية للسوق السندي المؤسساتي العديد من المؤسسات العامة و الخاصة، " كإتصالات الجزائر "، فرع شركة " سونطراك "، " الشركة الجزائرية للطيران "، " شركة التمويل الرهني "، " الإتحاد العربي للإستئجار "، " مؤسسة التكوين المهني عن بعد "، و " سوفيتال "، على الإنضمام إلى هذه السوق كمؤسسات مصدرة ، و الإستفادة من هذا البديل التمويلي.

أما عن أسباب لجوء هذه المؤسسات إلى السوق السندي نذكر منها:

- كبر حجم القرض و ضخامة مبلغه، بحيث لا يمكن لبنك واحد أن يوفره، و أن تقسيمه إلى عدة قروض يصبح مكلفا للمؤسسة.

- يتطلب اللجوء إلى السوق النقدي و قت أطول، و كذلك ضمانات ضخمة قد لا تتوفر عليها المؤسسة.



## المطلب الثاني: الإصدارات السنديّة المسعرة ببورصة الجزائر:

ظهرت الإصدارات السنديّة المسعرة لأول مرة سنة 1999 من طرف شركة "سونطراك"، ليتم تسعير سندات شركتي "سونلغاز" و "إتصالات الجزائر" تم تسعير سندات الشركة الجزائرية للطيران و شركة SPADAHLI.

## الفرع الأول: الإصدار السندي لشركة سونطراك (SONATRACH):

تعتبر "سونطراك" من أولى الشركات التي أممتها السلطات العمومية بعد الإستقلال في مجال المحروقات، بعد أن كانت هيمنة السلطات الفرنسية، و ذلك قصد النهوض بالإقتصاد الوطني و نظرا لتمتع قطاع المحروقات بأهمية بالغة على المستوى العالمي ككل، فقد تمكنت شركة "سونطراك" من تحقيق نجاح بالغ الأهمية و رأس مال جيد مما أهلها لتكون أول شركة يتم قبول قيمها للتفاوض في بورصة الجزائر، حيث تم في شهر أكتوبر 1999 تسعير سند "سونطراك" و كذا تداوله في البورصة، و تبلغ قيمته 5 ملايين دينار جزائري على إمتداد خمس (5) سنوات، بنسبة فائدة تقدر بـ 13%، و قد تم تقسيم هذا القرض السندي إلى 115000 سند على النحو التالي:

- 25000 سند بقيمة 100000.00 دج

- 40000 سند بقيمة 50000.00 دج

- 50000 سند بقيمة 10000.00 دج

أما عن سبب قيام "سونطراك" بإصدار أول قرض سندي على مستوى بورصة الجزائر فيرجعه المختصون إلى كون "سونطراك"، قد دخلت السوق المالية لاسباب بيداغوجية بحتة، من أجل إعطاء دفع قوي للبورصة عن إنطلاقها، إذا كان الغرض من هذا القرض السندي ما يلي:

- السماح لسوق رؤوس الأموال بأن تنطلق.

- فتح الطريق أمام الشركات العامة و الخاصة.

- قياس رد فعل الجمهور.

## الفرع الثاني: الإصدار السندي للشركة الجزائرية للطيران (AIR ALGERIE).

قامت "الشركة الجزائرية للطيران" في نوفمبر 2004 بإصدار سندي للجمهور العام بقيمة 14.18 مليار دينار جزائري تميز بالخصائص التالية: (02/ 05 / 2012):

- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA.

- نوع السندات: سندات عادية

- شكل السندات: لا مادية (Dématérialiser)

- قيمة القرض السندي: 14.18 مليار دج

- طريقة الإستهلاك: في نهاية المدة (يسدد القرض كاملا في تاريخ إستحقاقه)

- مدة القرض: 06 سنوات
- فترة الإكتتاب: من 02 نوفمبر إلى 09 ديسمبر 2004.
- مكان الإكتتاب الوكالات الرئيسية التالية : BADR, BDL, CPA, BEA, BNA
- تاريخ الإستحقاق: 01 ديسمبر 2010.
- القيمة الإسمية للسند الواحد: 10000.00 دج
- معدل الفوائد: يتم دفع الفوائد بمعدل متصاعد بالشكل التالي:
- معدل 3.75 % لسنتي 2005-2006.
- معدل 4.5 % لسنتي 2007-2008.
- معدل 6% لسنتي 2009-2010.
- أي بمعدل متوسط يقدر بـ 4.75 % سنويا، إلى تاريخ إستحقاق السندات.
- تاريخ الفوائد: يتم دفع الفوائد سنويا، في 01 ديسمبر من كل سنة.
- سعر السند: 100 %
- المبلغ الأدنى للإكتتاب: 50000.00 دج
- تاريخ أول تسعير في البورصة: 12 فيفري 2007.
- قيمة أول تسعيرة في البورصة: 100.09 %
- النظام الضريبي : حسب المادة (26) من قانون المالية لسنة 2004، فإن هذه السندات تتمتع بالإعفاء الضريبي من الضريبة على ارباح الشركات IBS و الضريبة على الدخل الإجمالي IRG.
- هدف الإصدار : تهدف هذه العملية إلى تمويل شراء أربع (04) طائرات من نوع A 330-200، محركات و قطع غيار لأسطولها الجوي، أما الفائض من الأموال المتحصل عليها سوف يتم وضعه في حساب خاص " Sous écrou " لدى البنك الوطني الجزائري BNA ، ليخصص لدفع تكلفة الطائرات عند إستلامها مع بداية 2005.
- الفرع الثالث: الإصدار السندي لشركة " سونلغاز " ( SONELGAZ )**
- أولا: الإصدار الأول: ماي 2012 بقيمة 10 مليار دينار و يمكن رفع إلى مبلغ 2.5 م د ج و قد تميز الخصائص التالية:**
- نوع السندات: سندات عادية، لحاملها.
- شكل السندات: لا مادية
- قيمة القرض السندي: 10 مليار جزائري، يمكن رفع إلى 15 مليار دينار جزائري.
- طريقة الإستهلاك: في نهاية المدة
- مدة القرض : 6 سنوات

- فترة الإكتتاب: من 22 ماي إلى 23 جوان 2005.
- مكان الإكتتاب: الوكالات الرئيسية للبنوك التالية: BADR, BNA, BDL, BEA, CPA , SOCIETE GENERALE , CNMA, CNEP, BNP PARIPAS
- تاريخ الإستحقاق: 22 ماي 2011.
- القيمة الإسمية للسند الواحد: 10000.00 دج
- معدل الفوائد: تدر السندات فوائد إبتداءا من 22 ماي 2005 بنسب متزايدة من 3.50 % للسنة الأولى، 3.75 % للسنة الثانية، 4 % للسنة الثالثة، 4.25 % للسنة الرابعة، 5.00 % للسنة الخامسة، 7.00 % للسنة السادسة.
- معدل العائد الحقيقي: تقدر نسبة المردود الحقيقي للسند بـ 4.51 % تاريخ إفتتاح الإكتتاب، و هذه النسبة من المردود لن يكون لها مدلولها إلا إذا توفر شرطان:
- يحتفظ المكتتب بسنده إلى غاية تاريخ تسديد السند
- يعاد إستثمار مبلغ الأرباح السنوي بنفس المردود، و هذا إلى غاية تاريخ تسديد السند.
- تاريخ إستحقاق الفوائد: تدفع الفوائد سنويا، في 22 ماي من كل سنة.
- سعر السند: 100 AU PAIR %، أي أن سعر الإصدار = القيمة الإسمية للسند.
- مبلغ الأدنى للإكتتاب: 20000.00 دج.
- تاريخ أول تسعير في البورصة: 29 ماي 2006.
- قيمة أول تسعيرة في البورصة: 101.10 %
- النظام الضريبي: حسب قانون المالية لسنة 2005، فإن هذه السندات تتمتع بالإعفاء الضريبي من ضريبة على أرباح الشركات IBS و الضريبة على الدخل الإجمالي IRG.
- هدف الإصدار: تهدف هذه العملية إلى تمويل جزء من برنامج استثمار الشركة للثلاث سنوات، و الذي يتضمن إنجاز منشآت لإنتاج الكهرباء، نقل الكهرباء ( خطوط النقل و مراكز التحويل)، الغاز، ملحقات توزيع الكهرباء و توصيل الغاز.
- ضمان القرض: لا ينطوي هذا القرض على أي ضمان معين.
- تداول السندات: يتم بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين (قبل أن تسعيره في البورصة في 29 ماي 2006).
- هيئة المكلفة برعاية القرض: يسهر على رعاية عملية الإصدار السندي كل من المؤتمن المركزي السندات و البنك الوطني الجزائري BNA.
- تأشيرة ال COSOB رقم : 5/02 الصادرة في 27 أفريل 2005.

**ثانيا: الإصدار الثاني:** جويلية 2008 بقيمة 30 مليار دينار جزائري تميز بالخصائص التالية:

- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري CPA.

- نوع السندات: سندات عادية.

- شكل السندات: لامادية .

- قيمة القرض السندي 30 مليار دينار.

- مدة القرض: 06 سنوات

- تاريخ الإكتتاب: من 1 جويلية 2008 إلى 31 ديسمبر 2008 .

- إستحقاق الفائدة: سنوي

- مكان الإكتتاب: الوكالات الرئيسية للبنوك التالية: CNEP,BDL,BNA, BEA.

- تاريخ الإستحقاق: 31 ديسمبر 2013

- القيمة الإسمية للسند الواحد: 5000 دج

- معدل الفوائد: تدر السندات فوائد إبتداء من 06 جانفي 2008 بنسب متزايدة من 3.75 % للسنة الأولى

4.05 % للسنة الثانية ، 4.5 % للسنة الثالثة، 5 % للسنة الرابعة، 5.5 % للسنة الخامسة، 6.5 % للسنة

السادسة.

- تاريخ الفوائد: يتم دفع الفوائد سنويا في 6 جانفي من كل سنة.

- سعر السند: 100 %.

**الفرع الرابع: الإصدار السندي لشركة " إتصالات الجزائر " (ALGERIE POSTE):**

قامت شركة " إتصالات الجزائر " في أكتوبر 2006 بإصدار سندي للهيئات المالية و الجمهور بقيمة 20

مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية: (COSOB 2012/05/02):

البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري، و برعاية المؤتمن المركزي للسندات:

نوع السندات: سندات عادية، لحاملها.

شكل السندات: لا مادية.

قيمة القرض السندي: 20 مليار دينار جزائري ، يمكن رفعها إلى 25 مليار دينار جزائري.

طريقة الإستهلاك: في نهاية المدة.

مدة القرض: خمس سنوات.

فترة الإكتتاب: من 17 سبتمبر إلى 17 أكتوبر 2006.

تاريخ الإستحقاق: 17 أكتوبر 2011.

تاريخ القيمة الإسمية للسند الواحد: 10000.00 دج.

معدل الفوائد: يتم دفع الفوائد بمعدل متصاعد، 4% للسنة الأولى و الثانية، 4.5% للسنتين الثالثة و الرابعة و 7.50% للسنة الخامسة.

نسبة المردود الحقيقي للمكتتبين: تقدر نسبة المردود الحقيقي للسند بـ 4.81%، بتاريخ افتتاح الإكتتاب، هذه النسبة لن يكون لها مدلول إلا بتوافر شرطين:

- احتفاظ المكتتب بسنده إلى غاية تاريخ تسديده.

- يعاد استثمار مبلغ الأرباح السنوية بنفس المردود، و هذا إلى غاية تاريخ تسديد السند.

- تاريخ استحقاق الفوائد: يتم دفع الفوائد سنويا، في 17 أكتوبر من كل سنة.

- المبلغ الأدنى للإكتتاب: 20000.00 دج

- المستثمرون المحتملون: يوجه هذا الإصدار السندي إلى البنوك، الهيئات المالية و الجمهور العام.

- تاريخ أول تسعير في البورصة: 22 أكتوبر 2006.

- قيمة أول تسعيرة في البورصة: 100.70%

- النظام الضريبي: حسب المادة (44) من قانون المالية لسنة 2006، فإن هذه السندات تتمتع بالإعفاء

الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS و الضريبة على الدخل الإجمالي IRG.

- ضمان القرض: هذا القرض لا يستند إلى أي ضمان خاص.

- تداول السندات: تدرج و تقيد هذه السندات في الجدول الرسمي للتسعيرة ببورصة الجزائر، و يمكن

لحاملها تداولها (بيعها أو شرائها) في أي وقت بالقيمة التي تحددها السوق.

- هدف الإصدار: يهدف الإصدار إلى تمويل جزء من برنامج الاستثمارات التي حققها فرع " اتصالات

الجزائر " " موبيليس " في إطار توسيع و تطوير شبكتها للاتصالات الخلوية، و كذا استثمارات "

اتصالات الجزائر".

- تأشيرة الـ COSOB رقم " 05/06 الصادرة بتاريخ 03 سبتمبر 2006.

مما سبق يتضح أنه، بتسديد "سونطراك" لأصل قرضها سنة 2003، تبقى ثلاث إصدارات مسعرة في

البورصة و هي:

- الإصدار السندي " للشركة الجزائرية للطيران " بمبلغ 14.18 مليار دينار جزائري.

- الإصدار السندي " للشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز " بمبلغ 15 مليار دينار جزائري.

- الإصدار السندي لشركة " اتصالات الجزائر " بمبلغ 20 مليار دينار جزائري.

**الفرع الخامس: الإصدار السندي لشركة الفندقية و العقارات (SPADALHI):**

قامت شركة فندقية و عقارات (SPADALHI) في 11 جانفي 2009 بإصدار سندي للجمهور العام بقيمة

8.3 مليار دينار جزائري تتميز بالخصائص التالية: (COSOB : 02/05/2012 , P ,1,2)

- البنك المرافق: بنك الجزائر الخارجي BEA

- نوع السندات: سندات عادية
- شكل السندات: لا مادية
- قيمة القرض السندي: 8.3 مليار دج
- طريقة الإستهلاك: في نهاية المدة
- مدة القرض: 7 سنوات
- تاريخ الإكتتاب: من 2009/12/31.
- استحقاق الفائدة: سنوي
- مكان الإكتتاب: الوكالات الرئيسية للبنوك التالية: BADR,BDL, PSC,CPA,BEA .
- تاريخ الإستحقاق: 31 ديسمبر 2015.
- معدل الفوائد: تدر السندات فوائد إبتداء من 1 جانفي 2009 ليست متزايدة من 04 % للسنة الأولى، 4.25 % للسنة الثانية، 4.75 % للسنة الثالثة، 5.25 % للسنة الرابعة، 5.75 % للسنة الخامسة، 6.25 % للسنة السادسة، 6.75 % للسنة السابعة.
- تاريخ الفوائد: يتم دفع الفوائد سنويا في 01 جانفي من كل سنة.
- سعر السند 100 %.
- المطلب الثالث: الإصدارات السندية غير المسعرة في بورصة الجزائر:**
- شهد سوق سندات المؤسسات التفاوضي أو كما يطلق عليه أيضا سوق سندات المؤسسات بالتراضي، نشاطا كبيرا و ملحوظا منذ سنة 2003، حيث شكل بديلا تمويليا مغريا للعديد من المؤسسات العامة و الخاصة، هذه الأخيرة التي قامت بمجموعة من الإصدارات المختلفة.
- الفرع الأول: الإصدارات السندية لشركة "سونطراك" (SONATRACH): شركة التمويل الرهني (SRH) الشركة الجزائرية للطيران (AIR ALGERIE).**
- أولا: الإصدارات السندية لشركة سوناطراك:**
- تعتبر شركة "سونطراك" أولى الشركات التي بادرت إلى الإصدارات السندية غير المسعرة في البورصة، أطلقت "سونطراك" قرضا سندي غير مسعر سنة 2003.
- إضافة إلى هذا القرض السندي للشركة الأم ، قامت فروع الشركة كذلك بإصدارين هما على التوالي: الإصدار السندي لفرع ENTP في جوان 20058، و الإصدارين السنديين لفرع ENAFOR في ديسمبر 2005 و 2008.
- أولا:الإصدار الأول: سنة 2003 بمبلغ هو 05 مليار دينار جزائري.**
- تميز بالخصائص التالية: (COSOB: 02/05/2012)
- نوع السندات: عادية.

- مدة القرض: 05 (5) سنوات.
- تاريخ الإصدار: 09 ديسمبر 2003.
- تاريخ الاستحقاق: 09 ديسمبر 2008.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 100000.00 دج
- مبلغ القرض: 5 مليار دينار جزائري
- عدد السندات: 50000 سند
- معدل الفائدة: معدل ثابت، يقدر بـ 4%.
- استحقاق الفوائد: تسدد الفوائد سنويا، في 09 ديسمبر من كل سنة.
- معدل العائد الحقيقي: 2.99%
- السعر المتوسط للسند: 104.64%
- استهلاك القرض السنوي: في نهاية المدة
- طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية، و التي تسمى أيضا بطريقة السعر المطلوب.
- المستثمرون: القرض موجه للهيئات المالية فقط (بنوك، شركات التأمين sicav).
- البنك المرافق: البنك الخارجي الجزائري BET.
- تداول السندات: يتم تداول السندات بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين خارج البورصة.
- تأشيرة الـ COSOB رقم: 02/03 الصادرة 2003/12/11.
- ثانيا: الإصدار الثاني:** 04 ديسمبر 2007 بمبلغ 04 مليار دينار
- قامت شركة "سونطراك" في 04 ديسمبر 2007 بإصدار سندي غير مسعر بـ 04 مليار دينار جزائري
- تميز بالخصائص التالية: (COSOB :02/05/2012, p,1,3)
- البنك المرافق: بنك الجزائر خارجي BEA.
- نوع السندات: عادية
- شكل السندات: لامادية.
- قيمة القرض السنوي: 4 مليار دينار جزائري
- طريقة الاستهلاك:
- مدة القرض: 5 سنوات
- تاريخ الاكتتاب: من 4 ديسمبر 2007 إلى 31 ديسمبر 2007.
- استحقاق الفائدة: سنوي
- مكان الإكتتاب: البنوك و المؤسسات الاستثمارية

- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10.000 دج

- تاريخ الاستحقاق: 2011/12/31

- معدل الفائدة: 3.85 %.

- تاريخ الفوائد: 2007/12/06.

- سعر السند: 100.41 %.

## 2-الإصدار السندي " للشركة الوطنية لحفر الآبار ENTP:

قامت " الشركة الوطنية لحفر الآبار "و بضمان من الشركة الأم "سونطراك" بإصدارين سنديين على التوالي، و هما (COSOB:25/2012):

أ- الإصدار الأول: جوان 2005، بمبلغ 5 مليار دينار جزائري:

و قد تميز هذا الإصدار بالميزات التالية:

- نوع السندات: عادية

- شكل السندات: لا مادية

- مبلغ القرض السندي: 5 مليار دينار جزائري

- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج

- مدة القرض: خمس (5) سنوات

- تاريخ الإصدار: 20 جويلية 2005.

- السعر المتوسط المرجح للسند: 102.23 %

- معدل الفائدة: 2.75 %

- معدل العائد الحقيقي: 2.28 %

- إستهلاك القرض السندي: في نهاية المدة

- البنك المرافق: البنك الخارجي الجزائري BEA

- طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية أو طريقة السعر المطلوب

- المستثمرون: البنوك و الهيئات المالية.

- تداول السندات: يتم تداول السندات بطريقة تفاوضية في السوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين، مع قابلية تسعير هذه السندات في البورصة لاحقا.

- ضمان القرض: القرض مضمون من طرف الشركة الأم "سونطراك".

- جباية القرض: تتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS و

الضريبة على الدخل الإجمالي IRG، و ذلك حسب المادة (26) من قانون المالية لسنة 2004.

- هدف الإصدار: تهدف الشركة من خلال تجميع مبلغ القرض إلى تمويل شراء معدات و آلات الحفر.



ب- الإصدار الثاني: جوان 2006، بمبلغ 8 مليار دينار جزائري:

و قد تميز هذا الإصدار بالميزات التالية:

- نوع السندات: سندات عادية

- شكل السندات: لا مادية

- مبلغ القرض: 08 مليار دينار جزائري، مقسمة إلى شريحتين:

- الشريحة الأولى: 4.45 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 3.30 %

- الشريحة الثانية: 3.55 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 3.50 %

- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج

- تاريخ الإصدار: 12 جوان 2006.

- مدة القرض: خمس (5) سنوات لسندات الشريحة الأولى، و ست (6) سنوات بالنسبة لسندات الشريحة الثانية.

- تسديد الفوائد: سنويا في 14 جوان من كل سنة.

- السعر المتوسط للاكتتاب: هو 99.33 % بالنسبة لسندات الشريحة الأولى، و 90.20 % بالنسبة لسندات الشريحة الثانية.

- استهلاك القرض: في نهاية المدة.

- البنك المرافق: البنك الخارجي الجزائري BEA.

- طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية.

- المستثمرون: البنوك و الهيئات المالية.

- تداول السندات: يتم تداول السندات بطريقة تفاوضية في السوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.

- ضمان القرض: القرض مضمون من طرف الشركة الأم " سونطراك".

- جباية السندات: تتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS و

الضريبة على الدخل الإجمالي IRG، طبقا للمادة (44) من قانون المالية لسنة 2006.

- هدف الإصدار: تهدف الشركة من خلال تجميع مبلغ القرض إلى تمويل شراء آلات الحفر و التسديد المسبق لجزء من ديونها الخارجية المحررة بالعملة الصعبة.

**3- الإصدار السندي " للشركة الوطنية للحفر: (ENAFOR):** قامت الشركة الوطنية للحفر، و بضمان

من الشركة الأم " سونطراك بإصدارين سندين على التوالي و هي " (3-1 2012/ 05/ COSOB-02):

و قد تميز هذا الأخير بالخصائص التالية:

- نوع السندات: عادية

- شكل السندات: لا مادية
- مبلغ القرض: 8 مليار دج، يضم شريحتين:
- الشريحة الأولى: 4.08 مليار دج، بمعدل فائدة 3%
- الشريحة الثانية: 3.92 مليار دج، بمعدل فائدة 3.50%
- مدة القرض: خمس (5) سنوات لسندات الشريحة الأولى، و ست (6) سنوات لسندات الشريحة الثانية.
- تسديد الفوائد: سنويا، في 11 ديسمبر من كل سنة
- تاريخ الإصدار: 11 ديسمبر 2005.
- السعر المتوسط لسندات الشريحة الأولى هو 100.09 %، أما بالنسبة لسندات الشريحة الثانية فهو 100.12 % .
- معدل العائد المتوسط: 2.98 % لسندات الشريحة الأولى ، 3.48 % لسندات الشريحة الثانية.
- استحقاق القرض: البنك الخارجي الجزائري BEA.
- طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية.
- المستثمرون: البنوك و الهيئات المالية.
- تداول السندات: يتم تداول السندات بطريقة تفاوضية في السوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.
- ضمان القرض: القرض مضمون من طرف الشركة الأم "سونطراك".
- جباية القرض: حسب المادة (26) من قانون المالية لسنة 2004، تتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS و الضريبة على الدخل الإجمالي IRG.
- هدف الإصدار: تهدف الشركة من خلال تجميع مبلغ القرض إلى تمويل شراء أدوات الحفر.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج
- أ- الإصدار الثاني: مارس 2008، بمبلغ 6 مليار دينار جزائري.
- و قد تميز بالخصائص التالية: ( 3-1، P: 02/05/2012، COSOB).
- البنك المرافق: بنك الجزائر الخارجي
- نوع السندات: عادية
- شكل السندات: لا مادية
- قيمة القرض السندي: 6 مليار دينار جزائري
- مدة القرض: 5 سنوات
- تاريخ الاكتتاب: من مارس 2008
- استحقاق الفائدة: سنوي

- مكان الإكتتاب: البنوك و المؤسسات الإستثمارية

- القيمة الإسمية للسند الواحد 10.000 دج

- تاريخ الإستحقاق: 31 ديسمبر 2012

- معدل الفائدة: 2008/04/7.

سعر السند: 100.54 %

**ثانيا: الإصدار السندي لـ " شركة التمويل الرهني " (SRH):**

قامت "شركة التمويل الرهني" في جويلية 2003، بإصدار سندي بمبلغ 2.480 مليار دينار جزائري،

تميز بالخصائص التالية: (COSOB : 02/05/2012, P 1,3).

- نوع السندات: عادية.

- شكل السندات: لا مادية.

تاريخ الإصدار: 15 جويلية 2003.

قيمة القرض: 2.480 مليار دينار جزائري، مقسمة إلى شريحتين:

الشريحة الأولى: 1.320 مليار دينار جزائري، بمعدل 4% سنويا، لمدة ثلاث سنوات تستحق في 15

جويلية 2006.

- الشريحة الثانية: 1.160 مليار دينار جزائري، بمعدل 4.5 % سنويا ، لمدة خمس (5) سنوات، تستحق

في 15 جويلية 2008.

- السعر المتوسط للسند: 100.78 % بالنسبة لسندات الشريحة الأولى، 101.49 % لسندان الشريحة

الثانية.

- معدل العائد الحقيقي: 3.72% بالنسبة لسندات الشريحة الأولى، 4.16% بالنسبة لسندات الشريحة

الثانية.

- المستثمرون: البنوك و الهيئات المالية.

- طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية.

- تأشيرة ال COSOB رقم: 01/03 الصادرة بتاريخ 03 جويلية 2003.

**ثالثا : الإصدار السندي " للشركة الجزائرية للطيران " ( AIR ALGERIE )**

قامت الشركة الجزائرية للطيران " ما بين 2004 إلى 2007 بإصدار أربعة قروض سنديّة، تضم القرض

السندي المسعر (السابق الذكر)، إضافة على ثلاثة قروض سنديّة غير مسعرة، موجهة إلى البنوك و

الهيئات المالية فقط، و التي سوف نتطرق إليها فيما يلي: (COSOB :2/5/2012 P1-6)

## 1- القرض السندي الأول " للشركة الجزائرية للطيران:

أقدمت الشركة الجزائرية للطيران " في مارس 2004، على إطلاق أول قرض سندي غير مسعر، تميز بالخصائص التالية:

- نوع السندات: سندات عادية إسمية
- مبلغ القرض: 4.4 مليار دينار جزائري، يضم شريحتين:
- الشريحة الأولى: 1.8 مليار دينار جزائري، في شكل متسلسلة، بمعدل فائدة إسمي 3% و معدل عائد متوسط 2.07% ، مقسمة بالتساوي على النحو التالي:
- 450 مليون دينار جزائري تستحق يوم 01 أفريل 2005.
- 450 مليون دينار جزائري تستحق يوم 01 أفريل 2006.
- 450 مليون دينار جزائري تستحق يوم 01 أفريل 2007.
- 450 مليون دينار جزائري تستحق يوم 01 أفريل 2008 .
- الشريحة الثانية: 2.6 مليار دينار جزائري، تصدر بالطريقة الهولندية، بمعدل فائدة هي 3.75 % و معدل عائد متوسط 2.36% ، تستحق يوم 01 أفريل 2009.
- القيمة الإسمية للسند الواحد: 10000.00 دج
- سعر السندات: متوسط سعر سندات الشريحة الأولى هو 102.22 % ، أما بالنسبة لسندات الشريحة الثانية فهو 106.47 %

استهلاك القرض: في نهاية المدة

المستثمرون: القرض موجه للهيئات المالية و البنوك فقط

البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA

تداول السندات: هذه السندات غير مسعرة في البورصة، يتم تداولها بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.

تأشيرة ال COSOB رقم : 01/04 الصادرة بتاريخ 11 مارس 2004.

ضمان القرض: سيتم رهن الست(6) آلات المشتراة بثمن هذا القرض لتسديد أصل القرض، أما همات

(الإعانات) الممنوحة من طرف الدولة في إطار الخدمة العمومية ، فسوف تخصص لتسديد:

هدف الإصدار: سيتم هذا القرض لتغطية 80 % من تكلفة شراء 6 آلات (منطاد موجه) في الطيران من

نوع 500- 72 ATR .

## 2- القرض السندي الثاني " للشركة الجزائرية للطيران":

بالموازاة مع قرضها السندي المسعر، قامت " الشركة الجزائرية للطيران " في ديسمبر 2004 قرض

سندي غير مسعر، بمبلغ 10.71 مليار دينار جزائري ، تميز بالخصائص التالية:

السندات: عادية

السندات لا مادية

الإصدار: 19 ديسمبر 2004

القرض: 10.71 مليار دينار جزائري ، يضم شريحتين:

الشريحة الأولى: 7.5 مليار دينار جزائري، في شكل سندات متسلسلة، بمعدل فائدة، و معدل عائد متوسط 1.48 % ، مقسمة بالتساوي على النحو التالي:

- 375 مليون دينار جزائري تستحق بعد سنتين، في 20 ديسمبر 2006

- 375 مليون دينار جزائري تستحق في 20 ديسمبر 2007.

- 375 مليون دينار جزائري تستحق في 20 ديسمبر 2008.

الشريحة الثانية: 3.21 مليار دينار جزائري ، تصدر وفق الطريقة الهولندية، بمعدل فائدة إسمي 3.75

%، و معدل عائد متوسط 2.26 %، تستحق في 20 ديسمبر 2009.

- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج.

- سعر السندات : متوسط سعر الشريحة الأولى هو 104.44 %، أما بالنسبة لسندات الشريحة الثانية فهو 106.97 %.

-إستحقاق الفوائد: يتم دفع الفوائد سنويا ، في 20 ديسمبر من كل سنة.

-إستهلاك القرض: في نهاية المدة.

- المستثمرون: القرض موجه للمستثمرين التأسيسيين ( الهيئات و المؤسسات المالية و البنوك و SICAV.

**جباية السندات:** باستثناء سندات الشريحة الأولى (السندات المتسلسلة)، فإن باقي السندات أربعة طائرات

من نوع A 330-200، محركات و قطع غيار لمعدات و أدوات الطيران، و سيتم وضع الأموال

المتحصل عليها في حساب خاص " Sous écou " لدى البنك الوطني الجزائري، تخصص فقط لدفع

تكلفة شراء هذه الطائرات في إستلامها المتفق عليه بداية 2005.

**3- القرض السندي الثالث للشركة الجزائرية للطيران:**

واصلت "الشركة الجزائرية للطيران" إصدارتها السندية، حيث قامت في ماي 2005 بإطلاق قرض

سندي غير مسعر، بمبلغ 13.13 مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية:

- نوع السندات: عادية

- شكل السندات: لامادية

- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج

- تاريخ الإصدار: 18 ماي 2005

- مدة القرض: ست (6) سنوات ، مع وجود خصوصية لهذا الإصدار تتمثل في قابلية السندات للإستدعاء، حيث أن المصدر ( الشركة الجزائرية للطيران ) له خيار حق إستدعاء السندات بالفترة الممتدة ما بين 18 جانفي 2008 و 18 مارس 2008.
- معدل الفائدة: 4%
- تسديد الفوائد: يتم تسديد الفوائد سنويا، في 18 ماي من كل سنة.
- سعر السندات هو: 98.91%
- معدل العائد المتوسط: هو 4.21 % عندما يحافظ المكتتب على السندات إلى غاية إستحقاقها، و 4.40% إذا تم إستدعاء السندات في 18 ماي 2008.
- طريقة الإصدار: على الطريقة الهولندية
- إستحقاق القرض: المبدأ العام للسداد هو في نهاية المدة ، إلا في حالة ممارسة المصدر حق إستدعاء السندات و التسديد المسبق.
- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA
- المستثمرون: وهم CAAR ,SAA,CNMA,CNEP,BDL,CPA,BEA,BNA
- تداول السندات: يتم تداول السندات خارج البورصة، بالتفاوض في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.
- ضمان القرض: سيتم رهن الطائرات الأربع المشتراة بثمن هذا القرض لتسديد اصله، أما الإعلانات الممنوحة من طرف الدولة في إعطاء الخدمة العمومية فسوف تخصص لتسديد الفوائد.
- جباية القرض: تتمتع سندات هذا الإصدار بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS و الضريبة على الدخل الإجمالي IRG، و ذلك حسب المادة 26 من قانون المالية لسنة 2004، أما في حالة تنفيذ خيار استدعاء السندات من طرف المصدر (الشركة الجزائرية للطيران)، عندئذ تفقد هذه الأخيرة ميزة الإعفاء الضريبي المذكور أعلاه و تصبح خاضعة للضرائب طبقا للقانون الضريبي السائد.
- هدف الإصدار: الناتج الصافي لهذا الإصدار يستعمل من طرف المصدر لتمويل 80% من مبلغ اعتناء الطائرات الأربع ( نوع 200-B737/A330-200 ) و المحركات و قطع الغيار لهذه الأجهزة.
- الفرع الثاني: الإصدارات السنديّة للشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز ( sonelgaz ): شركة إتصالات الجزائر (ALGERIE) و شركة سوفيتال.
- أولا : الإصدارات السنديّة للشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز:
- تعتبر الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز " أكبر متعامل في السوق السندي ففي ظرف ثلاث (3) سنوات قامت هذه الأخيرة بأربعة إصدارات سنديّة ، واحد منها مسعر في البورصة بمبلغ 15 مليار دينار

جزائري و ثلاث منها غير مسعرة ، حصلت من خلالها " سونلغاز " على مبلغ 42 مليار دينار جزائري،  
و هي كالتالي : (COSOB : 02/05/2012 ,p 1,2)

#### 1-القرض السندي الأول لشركة "سونلغاز "

تم إصدار هذا القرض في ديسمبر 2004، و قد تميز بالخصائص التالية:

- نوع السندات: عادية.
  - شكل السندات: لحاملها
  - مبلغ القرض: 20 مليار دينار جزائري، مقسمة إلى ثلاثة شرائح:
  - الشريحة الأولى بمبلغ 8مليار دينار جزائري ، تستحق بعد خمس (5) سنوات في 27 ديسمبر 2009، بمعدل فائدة 3 % سنويا، و معدل عائد متوسط 2.4 %.
  - الشريحة الثانية: بمبلغ 4مليار دينار جزائري، تستحق بعد ست(6) سنوات في 27 ديسمبر 2010، بمعدل فائدة 3.25%، و عدل عائد متوسط 2.45 %.
  - الشريحة الثانية: بمبلغ 8مليار دينار جزائري ،تستحق بعد ست(7) سنوات في 27 ديسمبر 2010، بمعدل فائدة 3.5 %، و عدل عائد متوسط 2.86 %.
  - القيمة الاسمية للسند الواحد: 1دينار جزائري.
  - تاريخ الإصدار: 23ديسمبر 2004 ، لكن تاريخ بداية التعامل هو 27 ديسمبر 2004.
  - سعر السندات متوسط سعر السندات على الترتيب هو : 102.80 % ، 104.40 % ، 104.45 % و ذلك للشرائح الأولى، الثانية و الثالثة على التوالي.
  - استحقاق الفوائد: يتم تسديد الفوائد سنويا، في 27 ديسمبر من كل سنة.
  - تداول السندات: يتم تداول السندات خارج البورصة، بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.
  - ضمان القرض: لا يوجد ضمان معين لهذا القرض، عدا السمعة الجيدة للمؤسسة.
  - جباية السندات: تتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من على أرباح الشركات IBS و الضريبة على الدخل الإجمالي IRG، و ذلك حسب المادة 26 من قانون المالية لسنة 2004.
  - هدف الإصدار: الناتج الصافي لهذه السندات يستخدم من طرف "الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز" لتمويل جزء من استثماراتها لى امتداد الثلاث سنوات مقبلة.
- #### 2- القرض السندي الثاني لشركة "سونلغاز "
- قامت شركة "سونلغاز" في مارس 2005 ، بإصدار قرض سندي ثان بمبلغ 10 مليار جزائري، تميز بالخصائص التالية:
- نوع السندات: عادية

- مبلغ القرض: 10 مليار دينار جزائري ، مقسم إلى ثلاثة شرائح:
- الشريحة الأولى: بمبلغ 1.8 مليار دينار جزائري، ينطلق التعامل فيها في 27 ديسمبر 2005، تستحق بعد 6 سنوات و 9 أشهر أي في 27 ديسمبر 2011 ، بمعدل فائدة 3.5 %، و معدل عائد متوسط 3.09%، أما السعر المتوسط للاكتتاب فهو 102.43 %.
- الشريحة الثانية: بمبلغ 3.3 مليار دينار جزائري، ينطلق التعامل فيها في 27 ديسمبر 2005، تستحق بعد 9 سنوات في 31 مارس 2016 ، بمعدل فائدة 4 % ، و معدل عائد متوسط 4.12 %، أما السعر المتوسط للاكتتاب فهو 99.16 %.
- الشريحة الثالثة: بمبلغ 4.9 مليار دينار جزائري ، ينطلق التعامل فيها في 31 مارس 2005 ، تستحق بعد 11 سنة في 31 مارس 2016، بمعدل فائدة 4.20 %، و معدل عائد متوسط 4.62 %، أما السعر المتوسط للاكتتاب فهو 99.65 %.
- تاريخ الإصدار: 29 مارس 2005.
- استحقاق الفوائد: يتم دفع الفوائد سنويا، في 27 ديسمبر من كل سنة بالنسبة لسندات الشريحة الأولى، و 31 مارس من كل سنة لسندات الشريحتين الثانية و الثالثة.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 1 دينار جزائري.
- استهلاك القرض: في نهاية المدة.
- طريقة الإصدار: على الطريقة الهولندية.
- المستثمرون: الوسطاء التأسيسيون من البنوك و الهيئات المالية الأخرى.
- تداول السندات: تتداول هذه السندات بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين، مع إمكانية تسعير هذه السندات في البورصة لاحقا.
- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA.
- ضمان القرض: ليس هناك ضمان محدد لهذا القرض
- جباية السندات: تتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS و الضريبة على الدخل الإجمالي IRG، المنصوص عليها في المادة 26 من قانون المالية 2004.
- هدف الإصدار: الناتج الصافي للإصدار، يستخدم من طرف المصدر لتمويل جزء من استثماراته على امتداد الثلاث سنوات القادمة.
- 3- القرض السندي الثالث لشركة "سونلغاز":**
- قامت "الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز" في ماي 2006، بإصدار ثالث قرض سندي غير مسعر لها، بمبلغ 11.650 مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية:
- نوع السندات: عادية.



- شكل السندات: لامادية.
- مبلغ القرض: 11.65 مليار دينار جزائري، مقسم إلى شريحتين:
- الشريحة الأولى: 6 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 4.65 % لمدة 9 سنوات، و معدل عائد متوسط 4.65 %.
- الشريحة الثانية: 5.65 مليار دينار جزائري ، بمعدل فائدة 4.85 % لمدة 11 سنة، و معدل عائد متوسط 4.85 %.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دينار جزائري.
- تاريخ الإصدار: 14 ماي 2006.
- تاريخ بداية التداول: 16 ماي 2006 .
- استحقاق الفوائد: سنويا، في 16 ماي من كل سنة.
- سعر الإصدار: 100 %، بالإضافة إلى علاوة إصدار متغيرة من 0.02 % إلى 0.12 % حسب قيمة المبلغ المكتتب فيه.
- استهلاك القرض: في نهاية المدة.
- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA
- طريقة الإصدار: التوظيف يكون بتأسيس لجنة ضمان ، تضم البنوك التالية: BNA ,BEA,CNEP
- المستثمرون: البنو و الوسطاء التأسيسيون.
- تداول السندات: يتم بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.
- ضمان القرض: لا ينطوي هذا الإصدار على ضمان معين، و لحاملي هذه السندات نفس حقوق حاملي السندات القدامى.
- جباية القرض: تمارس المؤسسة حقها بالتمتع بالإعفاء الضريبي لمصروف هذا الإصدار، حسب المادة 44 من قانون المالية لسنة 2006.
- هدف الإصدار: يستغل الناتج الصافي للسندات من طرف الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز لتمويل جزء من استثماراتها.
- ثانيا: الإصدار السندي لشركة اتصالات الجزائر (ALGERIE POSTE):
- قامت شركة " اتصالات الجزائر " في نوفمبر 2005، بإصدار أول قرض سندي لها غير مسعر في البورصة بقيمة 6 مليار دينار جزائري ، تميز بالخصائص التالية : (COSOB :02/05/2012 , p, 1,3).
- نوع السندات: عادية
- طبيعة السندات: لا مادية
- مبلغ القرض: 6.5 مليار دينار جزائري، يضم شريحتين:

- الشريحة الأولى: بمبلغ 3.35 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 2.75% لمدة سنتين، و بمعدل عائد متوسط 9.79% كما يقدر السعر المتوسط لسندات هذه الشريحة بـ 99.92% .
- الشريحة الثانية: بمبلغ 315 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 3% لمدة ثلاث(3) سنوات، و بمعدل عائد متوسط 3.09% كما يقدر السعر المتوسط لسندات هذه الشريحة بـ 99.75% .
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.0 دينار جزائري.
- استحقاق الفوائد: تسدد الفوائد سنويا، في 13 نوفمبر من كل سنة.
- استهلاك القرض: في نهاية المدة.
- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA
- طريقة الإصدار: يتم الإصدار على الطريقة الهولندية.
- المستثمرون المستهدفون: البنوك و الوسطاء التأسيسيون.
- تداول السندات: يتم تداول السندات بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين لوسطاء التأسيسيين، كما يمكن ان يتم تداولها في البورصة لاحقا.
- ضمان القرض: هذا القرض غير مستند إلى ضمان محدد.
- جباية القرض: تخضع هذه السندات للضرائب ( الضريبة على الأرباح الشركات IBS و الضريبة على الدخل الإجمالي IRG ) طبقا للتنظيم المعمول به.
- ثالثا: الإصدار السندي لشركة " سوفيتال " (CEVITAL):
- تعتبر شبكة "سوفيتال" اولى مؤسسات القطاع الخاص ، التي أقدمت على الاقتراض السندي، حيث قامت في جانفي 2006 بإصدار قرض سندي بمبلغ 5 مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية ( COSOB (25/2012):
- نوع السندات: عادية
- شكل السندات: لا مادية
- مبلغ القرض: 5 مليار دينار جزائري يتضمن شريحتين :
- الشريحة الأولى: 2.93 مليار دينار جزائري ، بمعدل فائدة 3.75% لمدة خمس (5) سنوات، قابلة للاستدعاء مع نهاية السنة الثالثة، و يقدر السعر المتوسط لها بـ 100.34% و معدل عائد متوسط 3.67%.
- الشريحة الثانية: 2.07 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 4% لمدة ستة(6) سنوات، قابلة للاستدعاء مع نهاية السنة الرابعة، و يقدر السعر المتوسط لها بـ 101.05% و معدل عائد متوسط 3.80%.
- القيمة الإسمية للسند الواحد: 10000.00 دينار جزائري
- تاريخ الإصدار: 18 جانفي 2006، و هو نفسه تاريخ التداول.

- استحقاق السندات: سنويا، في 18 جانفي من كل سنة .
- استهلاك القرض: في نهاية المدة، مع إمكانية تنفيذ خيار الاستدعاء في نهاية السنة الثالثة بالنسبة لسندات الشريحة الأولى، و نهاية السنة الرابعة بالنسبة لسندات الشريحة الثانية.
- البنك المرافق: القرض الشعبي الجزائري CPA.
- طريقة الإصدار على الطريقة الهولندية.
- تداول السندات: يتم تداول السندات بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين، بين البنوك و الهيئات المالية الأخرى فقط.
- القرض : هذا القرض مضمون بمجموعة أصول المؤسسة.
- جباية القرض: تتمتع هذه السندات بالعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS و الضريبة على الدخل الإجمالي IRG، حسب المادة 26 من قانون المالية لسنة 2004.
- هدف الإصدار:** الناتج الصافي لهذه السندات، يستخدم من طرف شركة " سوفيتال " لتمويل جزء من استثماراتها.
- الفرع الثالث: الإصدار السندي لمؤسسة "الاتحاد العربي للاستئجار" ( ALC ):** مؤسسة التكوين المهني عن بعد (EPADTISP) و شركة إيجاد حداد IPADHADDAD : أولا : الإصدار السندي لمؤسسة الاتحاد العربي للاستئجار ( ALC )
- قامت هذه المؤسسة بين سنتي 2006 و 2007 بإصدارين سنديين غير مسعرين في البورصة، الأول فيجوان 2006 بمبلغ 3.65 مليار دينار جزائري ، و الثاني في جانفي 2007 بمبلغ 3.3 مليار دينار جزائري، و فيما يلي سنتطرق لخصائص كل منهما كالتالي: (COSOB 25/2012):
- القرض السندي الأول لمؤسسة "الاتحاد العربي للاستئجار".

**2011-2000**

: :

:

		2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	/
1.24%	22					4 400.000	8 800.000	5 500.000		5 500.000				
21.67%	42.42							13.13 1313000	29.29 2929000					
29.40%	57.55				30 30.000.000.00		11.65 1165000	25.9 10001590000	20 20.000.000.000					
13.54%	26.5						20 200.0000	6.5 650.000						.
4.24%	8.3			8.3 830000										<b>SPADAHLI</b>
1.26%	2.48									2.48 248000				
2.55%	5						5 500.000							
3.55%	6.95					3.3 330.000	3.65 365000							
0.25%	0.5					0.5 50.000								
7.15%	14				6 600.000			8 800.000						
5.10%	10			10 10000.000										<b>ETRHB</b>
/	195.7			18.3	36	7.8	48.30	53.53	49.29	7.48	/	/	/	
/	60025570.000			10830000	30000600000	780000	4830000	10004053000	20002929000	748000	0	0	0	

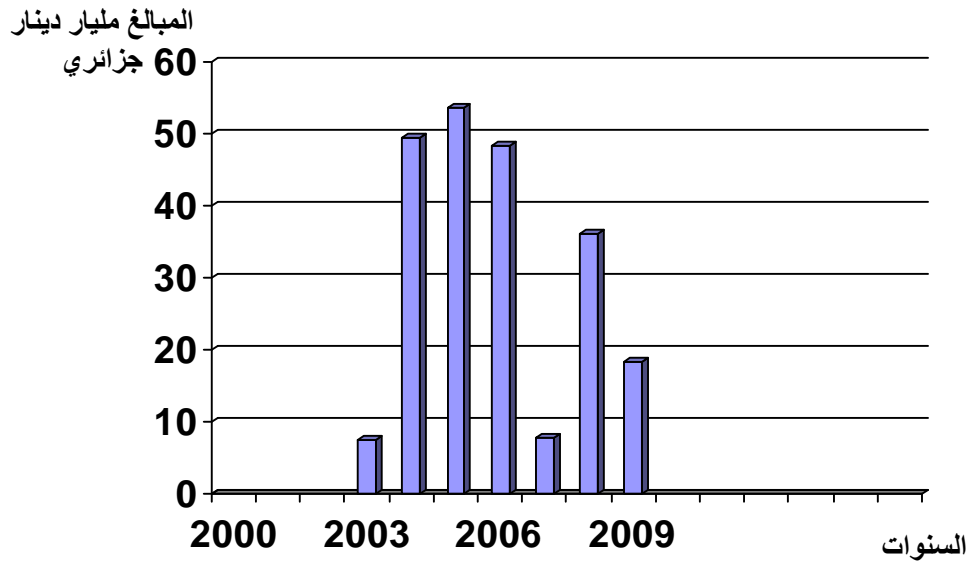
:

يتضح لنا من خلال الجدول انه:

منذ سنة 2000 إلى غاية 2011، تم إصدار 22 قرض سندي، ستة منها مسرة في البورصة، أما 16 فكانت غير مسعرة.

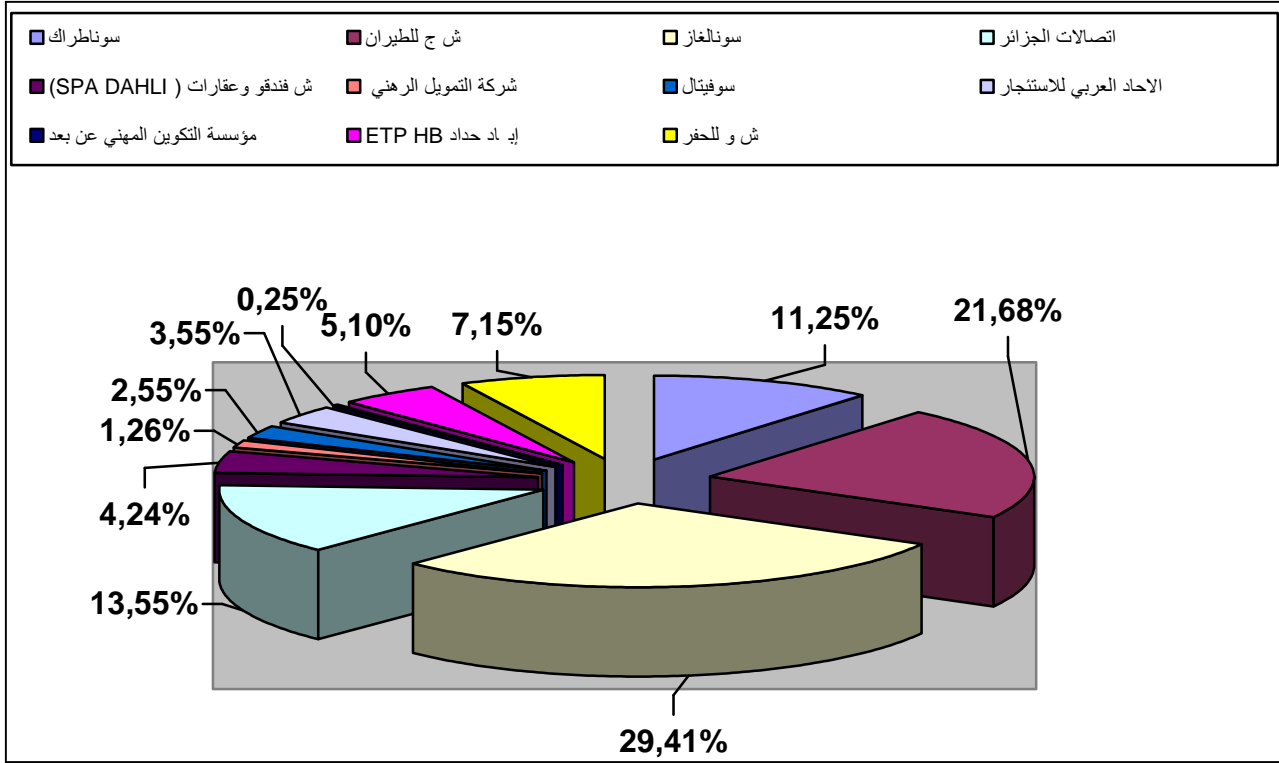
- تمت هذه الإصدارات من طرف 11 مؤسسة ذات أسهم.
- إجمالية مبلغ الإصدارات تجاوز 195 مليار دينار جزائري موزعة على ما يقارب 60 مليار سند بالإضافة إلى ذلك يمكن من الجدول السابق انجاز البيانين التاليين:

شكل رقم (04): تطور السوق السندي الجزائري لفترة 2000-2011.



المصدر: إعداد الطلبة

الشكل رقم (05): حصة المؤسسة المصدرة في السوق السندي الجزائري منذ 2000-2011



و يظهر البيان الأول تطور مستوى الإصدارات السندية في السوق السندي الجزائري منذ نشأته حيث بلغت أعلى مستوى سنة 2005 بمبلغ 53.53 مليار دينار جزائري. كما يتضح من البيان الثاني أن مؤسسة " سونلغاز " تعتبر أكبر مصدر في السوق السندي، حيث استطاعت تجميع مبلغ 57.55 مليار دينار جزائري، أي ما يعادل نسبة 29.40% من إجمالي الإصدارات السندية، تليها في المرتبة الثانية " الشركة الجزائرية للطيران " بمبلغ 42.42 مليار دينار جزائري أي ما يعادل 21.67% من إجمالي الصادرات، ثم تأتي شركة اتصالات الجزائر في المرتبة الثانية بمبلغ 26.5 مليار دينار جزائري أي ما يعادل نسبة 12.54% من إجمالي الصادرات.

## خلاصة:

تعد بورصة الجزائر عنصرا مهما باعتبارها إطار لتنظيم و سير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرين، إذ يمثل الوسطاء و المصدرون المتدخلون الأساسيون في عمليات البورصة.

كما يعتبر سوق سندات الخزينة أو المعروف بسوق قيم الدولة السوق الخاص بالأوراق المالية (السندات) التي تصدرها الدولة ممثلة في الخزينة لتمويل العجز في موازنتها العامة، أو هناك أوراق مالية متداولة في هذا السوق و المتمثلة في سندات التجهيزات، سندات الخزينة بالإضافة إلى القروض السندية. و سوق سندات المؤسسات يضم مجموعة من الإصدارات السندية المساعدة و الإصدارات السندية غير المسعرة و التي تحدد بالتفصيل نوع السندات و عددها و مبلغ القرض بالإضافة إلى البنك المصدر من جهة ومن جهة أخرى تمثل آت و تطور السوق السندي المؤسساتي خلال الفترة 2000-2011.

## خاتمة:

يلعب سوق المال دورا مهما و حيويا في تعبئة المدخرات و إعادة توظيفها بما يخدم عمليات التنمية الاقتصادية، فهو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق المالية و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، و لكن بشرط تأخر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الائتمان السائد في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه، و نظرا للاختلاف و التنوع الذي يتميز به السوق المال فإننا نجد أن هناك تقسيمات متعددة لهذا السوق تختلف باختلاف المعيار المستخدم، و السوق النقدي الذي يعتبر سوق النقود على المدى القصير يسمح لبعض البنوك التجارية بتغطية حاجاتها من السيولة و يسمح للبعض الآخر بتوظيف فائض من السيولة ، يختلف هو الآخر هيكله و أدواته بالإضافة إلى مؤسساته و نجد سوق رأس المال هو الذي يوفر مصادر الأموال اللازمة لتمويل الموجودات الثابتة التي تتعدد أنواعها و تختلف حسب المعيار المعتمد حسب الأدوات المتداولة لبرز كل من الأسهم و السندات الذي تمثل جوهر هذا السوق.

و هناك في بورصة القيم المنقولة الجزائرية مجموعة من شروط يجب توفرها للقبول في بورصة الجزائر بالإضافة إلى مجموعة إجراءات للدخول، بالإضافة إلى مجموعة من الهيئات تقوم بتنظيم و مراقبة عملياتها.

و تعتبر سوق سندات الخزينة التي تصدرها الدولة ممثلة في الخزينة لتمويل العجز موازنتها العامة و تتنوع الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق و تختلف حسب المعيار المعتمد كما يعتبر سوق سندات المؤسسات بمثابة السوق الذي يوضح أهم الإصدارات السنوية سواء كانت مسعرة أو غير مسعرة و مختلف المؤسسات المتواجدة بالإضافة إلى حصة كل مؤسسة من السندات.

ومن دراستنا لهذا الموضوع سنقوم بتحليل الفرضيات السابقة.

**الفرضية 1:** يعتبر سوق المال مكان التقاء العارضين و الطالبين للأوراق المالية تثبت صحتها من خلال المبحث الأول للفصل الأول.

**الفرضية 2:** تتمثل أدوات التعامل في سوق رأس المال في الأسهم العادية والأسهم الممتازة يثبت خطوتها من خلال المبحث الثالث للفصل الأول، حيث تتمثل أدوات التعامل في سوق رأس المال في الأسهم و السندات.

**الفرضية 3:** يعتبر المصدرون هم المتدخلون الأساسيون في بورصة الجزائر، ثبت خطوها من خلال المبحث الأول للفصل الثاني حيث يعتبر كل من الوسطاء و المصدرون هم المتدخلون الأساسيون في بورصة الجزائر.



**الفرضية 4 :** تتمثل الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة في سندات التجهيز، ثبت خطوها من خلال المبحث الثاني ، فالأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة، هي سندات التجهيز و سندات الخزينة بالإضافة إلى القروض السندية و تعتبر الإصدارات السندية المسعرة و الغير مسعرة هي الوسيلة المستعملة لتحديد مجموع المبالغ و عدد السندات الخاصة بكل مؤسسة من الفترة 2008- 2011 ثبتت صحتها من خلال المبحث الثالث للفصل الثاني.

و من خلال دراستنا السابقة توصلنا إلى بعض النتائج أهمها:

- يمثل سوق المال المكان الذي تباع و تشتري به الأدوات المالية.
- يعتبر السوق النقدي سوق المال قصير الأجل يجمع بين عرض و طلب النقود المتداولة في الاقتصاد و المستخدمة من طرف المؤسسات و الخاص.
- تعتبر الأسهم و السندات من أنواع سوق رأس المال حسب الأدوات المتداولة بها أنواع و خصائص و مهام بالإضافة إلى مزايا و عيوب معينة.
- بورصة القيم المنقولة الجزائرية هي إطار لتنظيم و تسيير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرين من القانون العام و اشتراكات ذات الأسهم.
- سوق قيم الدولة هي سوق السندات التي تصدرها الدولة و تنقسم إلى سوق أولية يتم فيها بيع قيم الخزينة لأول مرة للمختصين في قيم الخزينة و السوق الثانوي يتم على مستواها تداول تلك القيم بالتراضي بين مختلف المتعاملين.
- تمثل الإصدارات السندية المسعرة و الغير مسعرة أحسن وسيلة مستخدمة لتقييم حصة كل مؤسسة من السندات.

و من خلال النتائج المتوصل إليها عند دراستنا لهذا الموضوع يمكن الخروج بالتوصيات التالية:

- التعريف بنشاط السوق و هذا بمختلف وسائل الإعلام المكتوبة لدفع الأفراد للإستثمار في مختلف الأسواق.
- دراسة وضعية السوق.
- المعرفة التامة بحجم عرض و طلب النقود المتداولة في الإقتصاد و المستخدمة من طرف المؤسسات.
- إستخدام معايير جديدة للتقسيم.
- دراسة مسبقة بوضعية المؤسسات و معرفة ما إذا كانت مؤهلات و مكنتها من الإصدار خلال السنوات اللاحقة.
- توفير كل المعلومات الضرورية عند مختلف الأسواق و بورصة القيم المنقولة بالإضافة إلى الشفافية المطلوبة.

## قائمة المراجع:

### أولا المراجع باللغة العربية:

#### أ- الكتب:

- (1) أبو زيد رضوان، شركات المساهمة والقطاع العام، طبعة دار الفر العربي، دت
- (2) أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة 2003، 2002
- (3) أحمد محمد لطفي أحمد، معادلات البورصة بين النظرية الوضعية والأحادية التشريعية، دار الفر الجامعي، الإسندرية 2006
- (4) إسماعيل أحد الشاوي، عبد النعم برك إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق الآلية، الدار الجامعية، الإسندرية الطبعة الأولى، 2002
- (5) أنس البكري، بحرازة يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية 2003
- (6) جبار محفوظ البورصة وموقعها من أسواق العليات المالية، دار هومة، الطبعة الأولى 2002
- (7) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، جامعة البلقاء التطبيقية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، طبعة الأولى، 2002
- (8) جودة صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000
- (9) جيلالي بوزيد حورية، دحال عائشة، بورصة القيم والبنوك في الجزائر – مذكرة نخرج لنيل شهادة الدراسات الجامعية المطبقة فرع المحاسبة والضرائب، جاعة الشلف دفعة 2000، 2001
- (10) حسين عمر، وسوعة الصطلحات الإقتصادية، دار الشروق الطبعة الثانية، 1979
- (11) حزة حود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق الآلية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2001
- (12) خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني – طرابلس، لبنان 2000
- (13) رشاد العصار، رياض الحلبي، النقود والبنوك دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2000
- (14) زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، عمان 1998.
- (15) شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، دار هومة الجزائر، الطبعة الثانية، 1999.

- (16) صلاح الدين حسين السيبي، بورصات الأوراق الآلية، الأهمية، الأهداف، السبل ومقومات النجاح، عالم الكتب القاهرة، د ت
- (17) ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها: الأسهم والسندات) الطبعة الأولى، الجزائر 1998
- (18) طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة 2000
- (19) طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007
- (20) عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دراسة للمبادئ الحاكمة لإقتصاديات البنوك والنقود، دار الجامعة الجديدة، بيروت .
- (21) عاشور محمد عوض عبد الجواد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، دار النهضة العربية 1995
- (22) عبد الستار بكري، بورصات الأوراق المالية في مصر، مطبعة خطر الإسكندرية 1999
- (23) عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الإستثمار، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر 1997.
- (24) عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001
- (25) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة) دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، الطبعة الأولى 2008.
- (26) علي شلبي، بورصة الأوراق المالية، دراسة علمية وعملية، مكتبة النهضة المصرية للطباعة والنشر، الطبعة الأولى 1962
- (27) فيصل محمود الشواورة، بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعملية، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى 2008
- (28) كمال الدين الدهراوي، المحاسبة في شركات الأموال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، طبعة 2003
- (29) محمد أيمن عزة الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، طهران 1993
- (30) محمد سمير الصبان، المحاسبة المالية، الدراسة الجامعية للنشر الإسكندرية، طبعة 2000
- (31) محمد عباس بدوي، محاسبة شركات الأموال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، طبعة 2001
- (32) محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، جامعة بغداد، العراق، الطبعة الأولى 2010

33) محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الطبعة الأولى 2011

34) متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، طبعة الأولى ، 2010

35) محمود سحنون ، الإقتصاد النقدي والمصرفي، بهاء الدين للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى 2003

36) مروان شموط، الأسواق المالية ، مصر الجديد، القاهرة، 2007

37) مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية ( البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الأول

: أدوات وألية نشاط البورصة في الإقتصاد الحديث ، ديوان المطبوعات الجامعية 1993

38) محمد صالح الحناوي وجلال ابراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية 2002.

39) مصطفى رشدي ، الإقتصاد النقدي والمصرفي ، الدار الجامعية ، 1985.

40) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف، الإسكندرية 1995

41) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، طبعة الأولى 1998.

42) منير إبراهيم هندي ، أساسيات الإستثمار في برصة الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 1999.

43) منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال ، منشأة المعارف الإسكندرية ، مصر، الطبعة الأولى 2006.

44) وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع، بيروت 2003.

#### ب- القوانين والمراسيم والأدلة:

1-الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 11، 1993

2- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية،العدد 34، 1993

3-الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 26، جوان 2002

#### ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية :

##### أ- المجلات والدوريات :

1-publication de la société inter bancaire ,le marche des valeurs de trésor ,s d,Alger.

2-COSOB ;le dépositaire centrale des titres ;Alger ;2004

3-publication de D GT. L'Evaluationdu marchédes valeurs d'état,alger ;2003

ثالثا: الأثرت

- WWW.cosob.org/les emetteurs-societes-noncetees /1  
.airalgerie2.htm13/08/2007
- WWW cosob.org/les emetteurs-societes-noncetees /2  
algerietelecom.htm13/08/2007
- WWW cosob.org/les emetteurs-societes-noncetees sonelgaz 2.htm /3  
13/08/2007
- WWW cosob.org/les emetteurs-societes-noncetees.cevital 2.htm.13/08/2007/4
- WWW cosob.org/les emetteurs-societes-noncetees.srh2.htm 13/08/2007/5
- WWW cosob.org/les emetteurs-societes-/6  
noncetees.arableasing2.htm.13/08/2007
- WWW cosob.org/les emetteurs-societes-/7  
noncetees.eepadtisp2.htm13/08/2007  
2.htm.13/08/2007
- 8/-[WWW.cosob.org/les emetteurs-societes-noncetees.entp](http://WWW.cosob.org/les_emetteurs-societes-noncetees.entp) .
- /- [WWW.cosob.org/les emetteurs-societes noncetees.enafor2.htm](http://WWW.cosob.org/les_emetteurs-societes_noncetees.enafor2.htm).13808/2007.9

:

أولاً: الأشكال:

الرقم	الموضوع	الصفحة
01	المتعاملون في السوق النقدي	38
02	أنواع السوق النقدي	47
03	مؤسسات السوق النقدي	49
04	تطور السوق السندي الجزائري لفترة 2000-2011	132
05	حصة المؤسسات المصدرة في السوق السندي الجزائري	133

ثانياً: الجداول:

الرقم	الموضوع	الصفحة
01	مقارنة بين السهم والسند	84
02	تطور السوق السندي المؤسسي في الجزائر 2000-2011	131

\* \*

\* \*

10 .....	:
10 .....	:
10.....	:
11.....	:
11.....	:
13 .....	:
13 .....	:
14.....	:
16.....	:
16.....	:
17.....	:

18.....	:
23.....	:
23.....	:
25.....	:
26.....	:
26 .....	:
32.....	:
32.....	:
33.....	:
35 .....	:
35.....	:
35.....	:
36.....	الفرع الثاني: أهمية السوق النقدي.....
37.....	الفرع الثالث: شروط قيام السوق النقدي.....
37.....	:
37.....	الفرع الأول: المتعاملون في السوق النقدي.....
39.....	:
41.....	:
41.....	:
46.....	:



47.....	:
47.....	:
48.....	:
48 .....	:
49.....	:
50 .....	<b>المبحث الثالث: سوق رأس المال</b>
50.....	<b>المطلب الأول: مفهوم، نشأة سوق رأس المال</b>
50 .....	<b>الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال (سوق الأوراق المالية)</b>
51 .....	<b>الفرع الثاني: نشأة سوق رأس المال</b>
52.....	<b>المطلب الثاني: خصائص سوق رأس المال، وظائفها وأقسامها</b>
52.....	<b>الفرع الأول: خصائص سوق رأس المال</b>
52.....	<b>الفرع الثاني: وظائف سوق رأس المال.خصائص سوق رأس</b>
54.....	<b>الفرع الثالث: أقسام سوق رأس المال</b>
55 .....	<b>المطلب الثالث: كفاءة سوق رأس المال</b>
55.....	<b>الفرع الأول: شروط قيام سوق رأس المال</b>
56.....	<b>الفرع الثاني: متطلبات كفاءة سوق رأس المال</b>
57.....	<b>المطلب الرابع: أدوات التعامل في سوق رأس المال</b>
58.....	<b>الفرع الأول: الأسهم</b>
67.....	<b>الفرع الثاني: السندات</b>

87	المبحث الأول: بورصة القيم المنقولة الجزائرية
87	المطلب الأول: مفهوم و نشأة بورصة القيم المنقولة الجزائرية
87	الفرع الأول: تعريف بورصة الجزائر للقيم المنقولة
87	الفرع الثاني: نشأة بورصة الجزائر للقيم المنقولة
89	المطلب الثاني: تنظيم عمل بورصة الجزائر
89	الفرع الأول: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)
90	الفرع الثاني: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)
92	الفرع الثالث: المؤتمر المركزي على السندات
93	المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر
93	الفرع الأول: الوسطاء في عملية البورصة
95	الفرع الثاني: المستثمرون ذو الشخصية الطبيعية
95	الفرع الثالث: المصدرون
96	المطلب الرابع: شروط القبول وكيفية الإدراج وإجراءات الدخول إلى بورصة الجزائر
96	الفرع الأول: شروط القبول في بورصة الجزائر
97	الفرع الثاني: كيفية الإدراج في البورصة
98	الفرع الثالث: إجراءات الدخول إلى بورصة الجزائر
100	المطلب الخامس: أوامر البورصة ونظام تسعير وتداول الأوراق المالية في بورصة الجزائر
100	الفرع الأول: أوامر البورصة

101	الفرع الثاني: التداول في البورصة.....	
102	المطلب السادس: أسباب ضعف الإستثمار في بورصة الجزائر، الشروط الأساسية لتفعيلها	
102	الفرع الأول: أسباب ضعف الإستثمار في بورص	
103	الفرع الثاني: الشروط الأساسية لتفعيل بورصة الجزائر.....	
105	المبحث الثاني: سوق سندات الخزينة.....	
105	المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة.....	
105	الفرع الأول: مفهوم سوق قيم الخزينة.....	
105	الفرع الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة.....	
109	المطلب الثاني: الإطار التشريعي و التنظيمي لسوق قيم الخزينة.....	
109	الفرع الأول: الإطار التشريعي لعام 1995.....	
110	الفرع الثاني: الإطار التشريعي لعام 1998: .....	
110	المبحث الثالث: سوق سندات المؤسسات.....	
110	المطلب الأول: نشأة و تطور سوق سندات المؤسسات.....	
110	:	
111	:	
112	:	
112	(SONATRACH).....	:
112	(AIR ALGERIE ).....	:
113	" ( SONELGAZ ) ".....	:
115	" (ALGERIE POSTE) ".....	:

116..... (SPADALHI) :

117 .....

:(SONATRACH) " " :

117 .....(SRH)

:( sonelgaz ) :

125 ..... ( ALGERIE )

130 .....(ALC) " " :