



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: علوم التسيير



رقم المطبوعة:...../2020

## مطبوعة بيداغوجية بعنوان :

# قانون البورصة

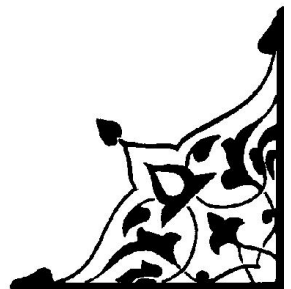
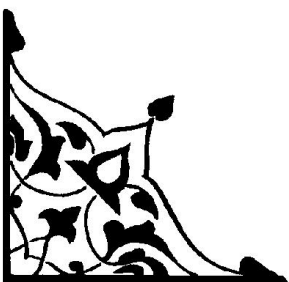
موجهة لطلبة السنة الثالثة، طور اليسانس، شعبة : علوم التسيير، تخصص: إدارة أعمال

من إعداد الدكتور: عيساوي سهام  
الرتبة: أستاذ محاضر صنف أ

السنة الجامعية 2021/2020



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



I	فهرس المحتويات
01	تقديم
02	المحور الأول. ماهية البورصة
02	أولا. الأسواق المالية
12	ثانيا. أنواع الأسواق المالية
24	ثالثا. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال
37	المحور الثاني. دوافع إنشاء بورصة الجزائر وهيكلها
37	أولا. دوافع إنشاء بورصة الجزائر
38	ثانيا. نشأة بورصة الجزائر
41	ثالثا. هيكل بورصة الجزائر
54	المحور الثالث. المتعاملون في بورصة الجزائر
54	أولا. المستثمرون
57	ثانيا. المصدرون
58	ثالثا. الوسطاء في عمليات البورصة IOB
62	المحور الرابع. الإدراج في بورصة الجزائر
62	أولا. أسواق بورصة الجزائر
64	ثانيا. شروط القبول
67	ثالثا. مزايا الإدراج
68	رابعا. عملية الإدراج في البورصة
73	خامسا. مرقى البورصة ومهامه
74	سادسا. التكلفة والجباية
78	المحور الخامس. الأوراق المالية القابلة للتداول في بورصة الجزائر
68	أولا. تعريف القيم المنقولة
80	ثانيا. أنواع القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر
91	المحور السادس: تداول القيم داخل بورصة الجزائر
91	أولا. أوامر السوق
93	ثانيا. أنظمة التسعير (طرق عرض أوامر البورصة)
95	ثالثا. تسعير القيم المنقولة في بورصة الجزائر
97	المحور السابع: نظام تسوية القيم المنقولة في بورصة الجزائر

98	أولا. استقلالية منظومة تسوية عمليات التداول
99	ثانيا. سير اجراءات التسوية
101	ثالثا. تسوية السندات في العقود ذات الأجل
104	رابعا. شطب القيم المنقولة
107	المحور الثامن: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر
107	أولا. القيم المنقولة المتداولة في السوق الرسمي
113	ثانيا. المؤسسات المدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
114	ثالثا. سوق سندات الخزينة المدرجة
117	المراجع

## تقديم

بورصة القيم هي إطار تنظيمي وإجراء العمليات على القيم المنقولة الصادرة من الدولة ومن باقي الأشخاص المعنوية ذات القانون العام بالإضافة إلى مؤسسات المساهمة. وتوفر البورصة المناخ الاستثماري لقيام مشاريع اقتصادية ضخمة. ولقد دخلت فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي.

وتهدف هذه المطبوعة البيداغوجية، من خلال تقاربها مع البرنامج المقترح لمادة قانون البورصة الذي يتضمن عرض التكوين لتخصص إدارة أعمال إلى دعم وتعميق المعارف المكتسبة من قبل الطالب كما تهدف تماشيا مع أهداف المقرر إلى تمكين الطالب من معرفة بورصة الجزائر وقوانينها المختلفة من عملية الإصدار إلى غاية التسوية، وعرض مؤسساتها المدرجة في بورصة الجزائر ومختلف منتجاتها.

## المحور الأول: ماهية البورصة

تعد الأسواق المالية Financial Markets المتطورة عنوانا للتقدم الاقتصادي، وبقدر تطورها يكون تطور الأنظمة الاقتصادية والتجارية والصناعية، ولذلك اهتمت مختلف الدول بزيادة مستوى كفاءة تلك الأسواق من خلال مختلف البحوث والدراسات حولها، كما حاولت إدخال أنظمة متقدمة جدا للربط والاتصال بين مختلف الأسواق حول العالم.

### أولا. الأسواق المالية

**I. تعريف الأسواق المالية:** لم يقف الباحث خلال رحلته الطويلة على تعريف جامع للأسواق المالية رغم ما لهذه السوق من خصوصية وأهمية كبيرة. وتعددت التعاريف لكن يمكننا اجمالها فيما يلي:

"السوق المالي هي وسيلة (تنفي فيها شرط المكان)، يلتقي خلالها (المشتررون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون) وتعامل هذه السوق في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية وأذون الخزينة، وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، تعد سوق النقد وسوق رأس المال الرافدين الأساسيين لهذه السوق وتمارس هذه السوق من خلال بعض مؤسساتها الفائزة دورا بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي والحفاظ على الاستقرار النقدي. فضلا عن كونها آلية مهمة في تعبئة واستقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية".

**II. نشأة الأسواق المالية:** وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكن السلع التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق، وكذلك وسائل وأساليب تبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ وذلك تبعا لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية وتبعا لتغير احتياجات الأفراد ولارتقاء وسائل الاتصال فيما

بينهم. وبناء على ذلك تطور مفهوم السوق، فلم يعد يقتصر على المكان المعين، بل تجاوز ذلك ليشمل كل تبادل للسلع وغيرها، حصل بطريق مباشر أو غير مباشر. ونتيجة لكبر حجم الإنتاج وازدياد حجم التبادل التجاري تبعاً لذلك، ظهرت الأسواق المتخصصة، كأسواق المراد الغذائية، أسواق السلع المعمرة وأسواق الذهب... ثم ظهرت بعد ذلك الأسواق المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية وهي التي تعرف بالبورصات. ويتطلب إجراء المعاملات المالية بكفاءة وجود أجهزة وساطة مالية (أيا كانت طبيعتها)، وتعتبر البنوك أول ما عرف من أجهزة الوساطة المالية، ومن ثم فلها تاريخ طويل من حيث تنوع الأدوات والخدمات المالية في المجال المحلي أو الدولي. وفي أثناء هذه التطورات انهارت بعض البنوك وتم إحلال البعض الآخر بمؤسسات تعمل عند مستوى مخاطر عالية، ولكن -أيضاً- في ظل تحقيق أرباح عالية، وتبع ذلك ظهور المنافسين القادمين للبنوك وهي الشركات المالية.

ولكن لا بد في البداية من الرجوع إلى فكرة مهنة الصرافة أي بيع العملات ببعضها، فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يكونون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع في اليونان بعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية. ولكن مع دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة والنظام الإقطاعي اندثرت هذه المهنة، لكنها عادت مع عصر التنوير في الجمهوريات الإيطالية كجنوة، فينيسيا وفلورنسا بفضل تجارتها مع الشرق واحتلت مركزاً مرموقاً على الصعيد الاقتصادي الدولي، مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة.

ولقب الأشخاص العاملون في تلك المهنة ما يعني بالإيطالية **المصرفيون** بعد ذلك احتلت مدينة بروج البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية، فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجمع أكبر ست عائلات العاملة في مجال الصرافة في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع وشراء ومن ثم كتابة بواليص التأمين، إضافة إلى ما يمت بصلة لعمليات بيع وشراء النقود. أما الرئيس الذي كان يستقبل تلك العائلات في منزله، كان يدعى **فان بورص Van bourse** ومنه أتى

اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع و الخدمات بالإضافة لعمليات بيع وشراء العملة .... وبذلك يكون لفظ بورصة أتى ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه كبار التجار والمتعاملين لإبرام العقود والصفقات الحاضرة والمستقبلية.

ويعود تاريخ إنشاء أول بورصة في أنقرس عام 1536، ثم في مدينة أمستردام عام 1608 ثم في لندن عام 1666 وفي باريس في 1808 واستمر تطور البورصات العالمية إلى يومنا هذا والتي من أشهرها بورصة وول ستريت وبورصة طوكيو وبورصة الاورونكست.

كما ارتبط ظهور الأسهم بالتطور الكبير في مجال الإنتاج والتبادل التجاري، وإنشاء المشروعات الكبيرة، التي تعجز الموارد المالية للأفراد عن توفير الأموال اللازمة لها حيث ظهرت شركات المساهمة التي تقوم على أساس مشاركة عدد كبير من المساهمين في ملكية مشروع معين، عن طريق قسمة رأس المال للشركة إلى أسهم متساوية القيمة، يكتب فيها أولئك المساهمين. أما السندات فقد ارتبط ظهورها بتوسع الدول في المشاريع تنموية، والإنفاق على الحروب، حيث كانت إحدى الوسائل التي لجأت إليها الحكومات للاقتراض من جمهور الناس كما لجأت إليها الشركات لزيادة أموالها، توسيع أعمالها.

وبذلك أصبحت هذه الأسهم والسندات سلعة كبقية السلع يتداولها الناس فيما بينهم، وكان ذلك يتم في بادئ الأمر في الأماكن العامة بل وعلى قارعة الطريق، فلما كثر عدد المتعاملين بهذه الأوراق أنشؤوا أماكن خاصة لاحتياجاتهم أطلق عليها بورصة الأوراق المالية.

### III. وظائف الاسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما في التنمية الاقتصادية، وقد تزايدت أهمية دورها مع نمو نطاق الصناعة والتجارة والخدمات والبنية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا لما تقدمه من وظائف وما تزاوله من نشاط. وتتيح الأسواق المالية التطبيق الأمثل لقانون العرض والطلب نظرا لتوفير



المنافسة الحرة بين البائعين والمشتريين مما يحقق السعر العادل للسلع، كما تعتبر أيضا مؤشرا ومقياسا لحقيقة الوضع الاقتصادي في حالات الرواج والكساد.

وتؤدي الأسواق المالية وظيفتين أساسيتين وهما:

### 1. الوظيفة الأولى اقتصادية (التعبوية): وتتلخص في تسهيل انتقال الموارد الاقتصادية الحقيقية من

المقرض إلى المقترض، حيث يحقق المقرضون عائدا من أعمالهم ويدخرون جزءا منه لاستخدامه في المستقبل، ويستطيعون تحقيق عائدا على هذا الجزء المدخر من خلال إقراضه، أي إقراض جزء من قوتهم الشرائية إلى أشخاص آخرين يرغبون في الحصول على موارد حقيقية من خلال شرائهم للمعدات والآلات والاستفادة من خدمات القوى العاملة والأراضي... الخ. مما يحقق تدفق الموارد الحقيقية إلى المقترضين وبعيدا عن المقترضين. كما أن المقرضين سيحصلون على دخل أكبر ومستوى استهلاكي أكبر إذا رغبوا في ذلك عندما يحين ميعاد استحقاق أموالهم التي قدموها إلى المقترضين.

إذن فالأسواق المالية بحكم وظيفتها تعتبر كهزمة وصل بين مدخرات الأفراد والمشروعات الإنتاجية حيث تعمل بجميع مؤسساتها كآلية أو أداة لخلق روافد مستمرة من التدفقات المالية من ذوي الفائض من الأفراد والمؤسسات الاقتصادية في المجتمع، لتلبية احتياجات المشروعات الإنتاجية من هذه التدفقات لسياسة معينة وعبر أشكالها وأنواعها وأنماطها.

### 2. الوظيفة الثانية التمويلية: تعمل الأسواق المالية على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات

الاقتصادية التي يتوافر لديها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل بالقياس إلى حجم خططها الاستثمارية.

فالوحدات الاقتصادية لن تستطيع بدون الأسواق المالية تنفيذ برامجها الاستثمارية في حدود حجم مدخراتها المالية. مما يعني تأجيل هذه الاستثمارات لحين تحقيق مدخرات كافية من دخلها المادي، وفي

ذلك الوقت قد يكون هناك مدخرات لدى وحدات اقتصادية أخرى ولكن ليس لديها فرصة استثمارية متاحة، مما يعني بقاء هذه الأموال عاطلة. وبذلك تحقق الانسياب المستمر من وحدات ذات فائض إلى وحدات تعاني من العجز، كما يساعد على زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد القومي وزيادة معدل النمو الاقتصادي.

قد تعتبر البنوك التجارية من أهم مصادر التمويل لدى المؤسسات إلا أنها تعزف عن التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى وذلك لعدة أسباب منها:

– تجنب الآثار التضخمية لمثل هذا التمويل، إذ لو قامت البنوك بذلك لأدى إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وإحداث موجات تضخمية خاصة وان هذا التمويل سيأخذ شكل القروض طويلة الأجل التي لا يقابلها زيادة مماثلة في الناتج القومي، ولا تمتص السيولة الناتجة عن ذلك إلا بعد فترة طويلة.

– مشكلات المخاطرة التي ستعرض لها البنوك التجارية من هذه القروض الطويلة الأجل، كمخاطر الإفلاس، ومخاطر تهريب الأموال إلى الخارج ومخاطر تصفية المنشآت المقترضة.

ولذلك فالمشروعات الاقتصادية الكبرى التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة تقوم بطرح بعض الأصول المالية للمشروعات في صورة أسهم أو سندات للاكتتاب العام في السوق المالي لتمويلها.

وبصفة عامة قد لا تكون هناك فروقات حاسمة بين الوظيفة الاقتصادية والوظيفة التمويلية لأسواق المالية إلا أنه يمكن القول أنه إذا تأثرت الموارد الحقيقية من خلال هذه الأسواق فإننا نكون بصدد الوظيفة الاقتصادية، أما إذا حدث تأثير بسيط على تخصيص الموارد الحقيقية من خلال عمليات انتقال الأموال فإننا نكون إزاء الوظيفة التمويلية لهذه الأسواق.

لذلك تنبثق من وظيفتي التعبئة والتمويل للأسواق المالية الوظائف التالية:

أ. تعبئة النقود (الإدخارات وتحويلها إلى استثمارات): فمن المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة لرأس المال، والتي تتوقف بدورها على معدلات الادخار وفرص الاستثمار، فهذه المشروعات تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة تتحقق من خلال الأسواق المالية لقدرتها على تسهيل تحويل الموارد الاقتصادية الحقيقية من المدخرين إلى المستثمرين.

ب. توفير جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات بفضل ما يسود السوق المالي من انتظام في التعامل و معرفة بالأسعار وكبر عدد المتعاملين، مما يؤدي إلى زيادة حجم التعاملات، وبالتالي تحقيق معدل نمو مقبول في النشاط الاقتصادي.

ج. توفير البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها، حيث يساعد وجود سوق مالي ناجح ومتطور في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في مشروعات محلية، وذلك للمدى الذي تسمح به القوانين الاستثمار والشركات والإجراءات التنظيمية للنشاط الاقتصادي.

د. المحافظة على الثروة وتمييزها: إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة ( القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لاسيما وأن الأوراق المالية لا يستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها العكس تولد إرباحا وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنيها.

هـ. تسهيل الحصول على السيولة: فالسوق المالي وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز عند الحاجة إليها.

و. المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار: يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

• **التأمين:** ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحرائق و السرقات و تأمين السيارات...، وخاصة في مجالات الاستثمار الحقيقي.

• **التنوع:** أي تنوع مجالات الاستثمار عملاً بالمبدأ القائل "لا تضع جميع ما تملكه من البيض في سلة واحدة" ومؤداه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيراً على التنوع.

• **التحوط:** أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار الأصول المالية التي قد تسود في المستقبل وذلك للتحوط من مخاطر تقلبات الأسعار. وتساعد الأسواق المالية على ذلك كثيراً إذ إنه أصبح من المألوف فيها في هذه الأيام وجود مثل هذه العقود.

ز. المساعدة على تنفيذ السياسة النقدية: و ذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك هنا أسلوب عمليات السوق المفتوحة فمثلاً لو أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يسحب جزء من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذونات الخزينة) وبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية. وإذا أراد مكافحة الركود يضح في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.

ح. الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية وجذب الاستثمارات الأجنبية وتوطيد التكنولوجيا.

ط. تعتبر السوق المالية أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة ما دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملاً في تحسن مركزها.

**IV. عناصر الأسواق المالية:** عملية تحويل الأموال من المالكين -الزائدة عن حاجتهم- إلى من هم بحاجة لها تتم من خلال وسطاء في السوق، ومن خلال هذه العملية يتم تحديد أركان السوق المالي التي تقوم على ثلاثة أركان أساسية وهي:

- فئة المقرضين أو المستثمرين

- فئة المقرضين أو المصدرين

- فئة الوسطاء

ومن خلال هذه الفئات تتم عملية انسياب الأموال ممن يملكون و يرغبون في استثمارها إلى من هم بحاجة لهذه الأموال و قد تتساقب هذه الأموال إما بصورة مباشرة ( إصدارات مباشرة أو القروض) أو بصورة غير مباشرة عبر فئة الوسطاء.

**I. فئة المقرضين أو المستثمرين:** تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية ويقصد بفئة الأفراد هم الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية ويقصد بالمؤسسات المالية : البنوك ومكاتب السماسرة وشركات والاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير، أو بمعنى آخر تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر قليلة. هذا ومن الجدير بالملاحظة انه بمقدور هذه المؤسسات القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالية مهما اختلفت أداة الاستثمار التي تستخدمها، إذا ما توفرت بعض العوامل المهمة منها:

- معدل الفائدة المتوقع على الاستثمار معقولة و مقبولة.

- عامل الأمان.

- عامل السيولة.

## - تاريخ الاستحقاق.

**II. فئة المقرضين أو المصدرين:** وهي تمثل فئة الأفراد التي تقل دخولهم النقدية من احتياجاتهم من الأموال اللازمة لأغراض الاستهلاك أو لأغراض التوسع. وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال و لكنه يشترط في مصدر الورقة المالية، أن تكون مؤسسة أو مكتب سمسرة أو شركة استثمارية وإما بطريقة الاقتراض المباشر وهنا يمكن \_ بالإضافة إلى المؤسسات\_ الأفراد أيضا الاقتراض من المؤسسات المالية على صورة قرض مباشر. ويمكن أن يكون المقرض هنا فرد أو مؤسسة، ولكن يجب أن نثبت في العقد المبرم بين المقرض والمقرض جميع الشروط الأساسية للقرض كقيمة الاسمية، ومدته، وسعر الفائدة، وتواريخ دفع أقساط الفائدة، وتاريخ استحقاق سداد القرض.

**III. فئة الوسطاء الماليين أو الوكلاء:** يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى. ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته. وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم المستثمرين في بيع أو شراء الأوراق المالية في السوق الثانوية. وفي كلتا الحالتين يحصلون على مبلغ كعمولة محددة لهم في النظام الداخلي على حسب النشاط و الخدمة التي يؤدونها. وتضم فئة الوسطاء في العادة ثلاث مجموعات هي:

1. **السماصرة:** السماسر هو وسيط في الأسواق المالية، ويعمل كوكيل للمستثمرين عند شراء أو بيع الأوراق المالية فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين وبين رغبات المستثمرين مقابل الحصول على عمولة وتكون العمولة المتفق عليها، تكون غالبا نسبة مئوية من قيمة الصفقة التي تبرمها. فعندما يقوم الوسيط المالي بدور السماسر يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماصرة أو الوسطاء

تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر والتي تكون في أغلب الأحيان محكومة بعنصرين هما:

أ. سعر التنفيذ: ويقصد به السعر الذي يحدده المستثمر للسماح للأخير عنده بتنفيذ الصفقة سواء بيعاً أو شراءً.

ب. وقت التنفيذ: و يقصد به الفترة الزمنية أو التاريخ الذي يسمح للسماح خلالها أو بحلولها بتنفيذ الصفقة سواء بيعاً أو شراءً.

2. **صانعو السوق**: وهو وسيط مالي يمارس نشاطه في السوق المالي الثانوي، من خلال بيع وشراء الأوراق المالية إما لصالح عملائه أو لحسابه الخاص. وذلك إما لصالح عملاءه أو لصالح نفسه ويتميز بالمحافظة على:

- توفير السيولة اللازمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب؛
- المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع والشراء حسب ما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالي وبما يحقق نوع من استقرار الأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية.

ويحصل صانعو السوق على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع الورقة المالية.

3. **متعهدو تغطية الإصدارات الجديدة**: وهو الوسيط (بنك استثمار، أو شركة وساطة) الذي يتعهد بشراء الأوراق المالية من مصدرها الأول بهدف إعادة بيعها مقابل عمولة معينة، وأهم شروط يلتزم به الوسيط هو أن يقوم بالشراء لحسابه الخاص ذلك الجزء الذي يفشل في تسويقه وبيعه من هذه الإصدارات.

## ثانياً. أنواع الأسواق المالية

**I. السوق النقدية:** مجموعة الأوراق المنظمة للتعامل في أدوات الائتمان ذي الأجل القصير، فهي سوق التعامل بين البنوك... الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية حيث تقوم البنوك بعرض فوائدها لدى هذه السوق، كما تحصل منه على القروض اللازمة استناداً إلى وضعية احتياطياتها لدى البنك المركزي.

**1. تعرف السوق النقدي:** هي الميكانيكية الفتية التي بموجبها ومن خلالها يتم إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام. ويتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما.

ويمكن أن نميز في سوق النقد بين سوقين:

- السوق الأولى التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها للأجل قصيرة بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومتانة المقترض وسمعته المالية.

السوق الثانوي الذي يجري فيه تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب. ويفوق السوق الثانوي الأولي من حيث الأهمية، لدرجة أنه عندما نذكر سوق النقد يكون المقصود بذلك هو السوق الثانوي للنقد.

**2. أدوات السوق النقدي:** من أهم الأدوات المتداولة في السوق النقدي والتي تتميز بقصر مدتها

كالتالي:



أ. اتفاقيات إعادة الشراء: ويعني بذلك الحصول على الأموال عن طريق بيع الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس الوقت، ويتعهد فيها البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بعد فترة محددة غالباً ما تكون ليلة واحدة أو لأجل قصير وبسعر أعلى من سعر البيع الأول يتفق عليه، يتم التسليم وإعادة الاستلام الفعلي لهذه الأوراق المالية عند عملية البيع وعملية إعادة الشراء.

ب. القبولات المصرفية: وهي عبارة عن سندات مسحوبة من قبل عميل معين على بنك ما يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص آخر مبلغاً محدداً من المال في موعد محدد، مما يجعل عامل المخاطرة متدنية من هنا، وتستعمل هذه السندات في العادة في تمويل التجارة الخارجية والداخلية، ويكون البنك ملزماً بدفع قيمة السند إذا عجز العميل عن دفعها.

ج. شهادات الإيداع القابلة للتداول: وهي ورقة مالية تصدرها البنوك التجارية تثبت أنه تم بموجبها إيداع مبلغ محدد لمدة سنة أو أقل وبسعر فائدة أعلى قليلاً من سعر الفائدة الذي تمنحه البنوك التجارية على الودائع العادية، وميزة هذه الأوراق المالية أنه يمكن تداولها في السوق النقدية قبل حلول تاريخ استحقاقها. وتستخدم البنوك شهادات الإيداع كوسيلة للحصول على أموال ولكن من عيوب هذه الشهادات أنه يمكن استرداد قيمتها من البنك أو الشركة التي أصدرتها قبل تاريخ استحقاقها، بل يمكن لصاحبها أن يبيعها أو يتنازل عنها في السوق الثانوي الذي يشمل البنوك الاستثمار، وشركات الوساطة المالية بالإضافة للبنوك التجارية. كما يوجد نوعين من شهادات الإيداع: شهادات تتمتع بكفالة الجهة المصدرة للسهم، وشهادات لا تتمتع بتلك الكفالة. ويقصد بالنوع الأول حالة قيام الشركة المحلية بإيداع حصة من أسهم رأس مالها لدى بنك أجنبي، لتبدو وكأنها محفظة تشتمل على أسهم شركة واحدة ليقوم البنك بتوريق مكونات تلك المحفظة فيما يسمى بشهادات الإيداع، تطرح للبيع للمستثمرين. أما النوع الثاني من الشهادات فيصدر عن أسهم اشتراها البنك مباشرة من الشركة المعنية، ثم قام بتوريقها.

د. أذونات الخزينة: عبارة عن أوراق مالية تصدرها الحكومة، وتتراوح مدة استحقاقها بين 91 إلى 182 يوماً وحتى 52 أسبوع، وأذون الخزينة ليس لها سعر فائدة ولكن يتم بيعها مقابل خصم جزء من قيمة هذه الأوراق عند الشراء. يتم إصدار اذونات الخزينة في السوق الأولي عن طريق نظام العطاءات أو المزاد، والذي يتم بمقتضاه الاعلان عن القيمة الاسمية لأذون الخزينة الجديدة، المدة ، نوع العطاء، أسلوب الدفع والبنك المخول بتلقي العطاءات، بالإضافة إلى اسم وتوقيع صاحب العطاء. وتتميز هذه الأداة بسرعة تداولها وانخفاض تكاليف هذا التداول مما يحقق سيولة عالية نسبياً، كما أن عوائدها مغفأة من جميع الضرائب لهذا فكلما كانت الضرائب مرتفعة ازداد توجه المستثمرين نحو هذه الأداة.

هـ. الأوراق التجارية: وهي كمبيالات لحاملها تصدرها الشركات المعروفة بمتانة مركزها المالي وسمعتها الطيبة في السوق، وتتراوح فترة استحقاقها بين 3 أيام إلى 270 يوم، والهدف من إصدار هذه الكمبيالات هو الحصول على تمويل قصير الأجل لتمويل النشاط الجاري للشركة مثل شراء المخزون ودفع الاجور...وعندما يحين تاريخ استحقاق الكمبيالة، فان حاملها يقوم بتقديمها الى البنك الذي حددته الشركة المصدرة للكمبيالة كوكيل لها، ومن ثم يحصل على قيمتها الاسمية في الحال.

ويتم تحديد العائد على هذه الورقة عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية (كما هو الحال بالنسبة لأذون الخزينة)، وبالتالي يتمثل العائد بالنسبة للمستثمر في الفرق بين المبلغ الذي يدفع فعلاً والمبلغ الذي يحصل عليه في تاريخ الاستحقاق. ومعظم مشتري هذه الشهادات من المؤسسات المالية وغير المالية، أي أنها تمثل اقراض واقترض بين مؤسسات الاعمال وبعضها البعض.

و. قرض الدولار الأوروبي Eurodollar: يستخدم إصطلاح اليورو دولار للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ فيها بنوك خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوروبية. بدأ سوق الاورودولار سنة 1950 عندما بدأ الاتحاد السوفيتي بتحريك عائدات النفط المقومة بالدولار من البنوك الأمريكية من أجل منع الولايات المتحدة من تجميد أصولها. وبعدها بدأت البنوك التجارية الأوروبية

بقبول الودائع من الجمهور بالدولار الأمريكي، ورد هذه الودائع عندما تستحق بالدولار أيضاً، وكانت البنوك قبل ذلك تقبل الودائع بالدولار وتردها عند الاستحقاق بالعملة المحلية، وقد قامت البنوك التجارية بمنح عملائها قروضاً، بالدولار وذلك من الودائع المتوفرة لديها وبمعدل فائدة أعلى.

## II. سوق رأس المال

**1. تعريف سوق رأس المال:** تعرف بأنها سوق الأموال طويلة الأجل وهو الإطار الذي من خلاله

تلتقي وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة بالاكتتاب بالأسهم والسندات. وتتجلى أهمية سوق رأس المال في إضفاء العمق للورقة المالية، والمرونة النسبية في تسيلها، لأن تنظيمها يزيد من سرعة تداول الورقة، أي أنها توفر الاستمرارية والقيمة العادلة للورقة المالية، كما تمثل فرصة لتمويل مختلف القطاعات وتطوير منشآت الأعمال ونموها، لكونها تمثل قناة لتدفق الأموال التي تشكل الأسهم بأنواعها وأدوات المديونية طويلة الأجل سلعة هذه الأسواق. وفضلا عما سبق تعد أسواق رأس المال كمحرار لصحة اقتصاد السوق وهي تعكس مستوى الركود أو الانتعاش أو الرخاء في هذا الاقتصاد.

ويعتمد هذا السوق على أموال المستثمرين أصحاب المدخرات الراغبين في استثمارها لمدد طويلة، مع استعدادهم لتحمل درجات مختلفة من المخاطر، ونظير حصولهم على عوائد كبيرة تزيد كثيرا عن ما يدفعه سوق النقد من عائد. ويتناسب العائد المطلوب مع درجة المخاطر المحتملة، فكلما زادت درجة الخطر الاستثماري كلما زاد معدل العائد الذي يرغب فيه المستثمر. ويتحدد عائد الاستثمار في الأجل الطويل طبقا لمجموعة من العوامل تتمثل في:

- العائد من البدائل المختلفة لهذا الاستثمار؛
- درجة الخطر المحتمل لهذا الاستثمار؛
- القيمة الحالية للعائد المتوقع في المستقبل؛

– مدى تحمل مستخدم الأموال المستثمرة لتكلفة هذا الاستخدام والمتمثلة في العائد الذي يطلبه المستثمر؛

– علاقة عائد الاستثمار المرغوب فيه مع العائد المتوقع الحصول عليه.

وسوق رأس المال أكثر قدرة علي جذب مدخرات المستثمرين محبي المخاطر، واللذين لا يرتضون بسعر الفائدة كعائد كاف على استثماراتهم، ومن ثم يتمكن السوق من توفير الاحتياجات التمويلية لأصحاب الأعمال في الآجال الطويلة.

## 2. خصائص سوق رأس المال: وتمتاز بعدة خصائص أهمها:

أ. يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بكونه يتعامل بالأوراق المالية ذات الآجال الطويلة مما يتيح فرصة التمويل لكثير من المشروعات، لاسيما إذا علمنا أن بعض المشروعات تتكلف في بداية عمرها الإنتاجي بمصاريف تأسيسية كبيرة مما يجعل إمكانية التسديد الفوري ضعيفة الاحتمال وبالتالي تحتاج لأموال يتم سدادها بعد طول أجل.

ب. لنجاح سوق رأس المال لابد من توافر سوق ثانوي نشط لتوفير السيولة اللازمة وزيادة سرعة الدوران حتى يتمكن حامل الورقة المالية من بيعها متى شاء ولو قبل تاريخ استحقاقها بزمان، وهذا بدوره يعتمد على نشاط السوق الأولي وتعدد الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات على حد سواء.

ج. يعتبر سوق رأس المال اقل اتساعا من سوق النقد لكنه في الوقت نفسه أكثر تنظيما. كما يمتاز

المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة، مما يجعل البعض يطلق على هذا السوق اسم سوق الصفقات الكبيرة. ويتحكم هؤلاء الوكلاء بحرية التداول في سوق راس المال

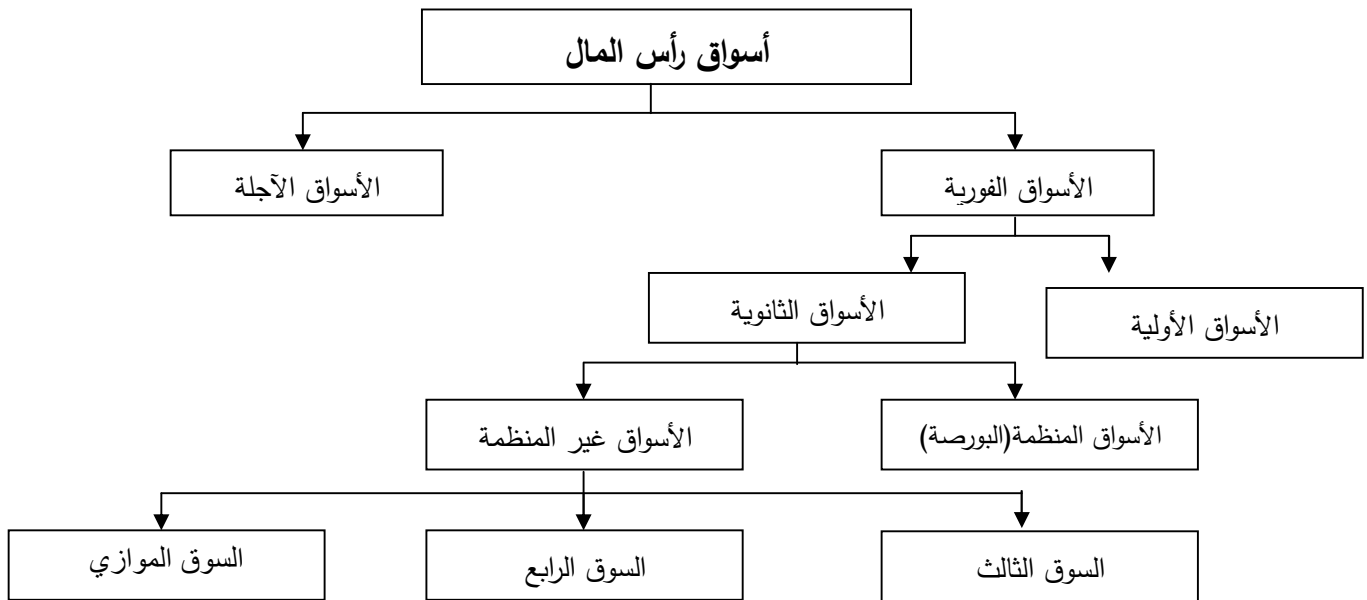
إلى حد كبير، وذلك عن طريق تكيف سياستهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول بناء على التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة.

د. الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الاستثمار بالسوق النقدية وذلك نظرا لأن أوراق الاستثمار فيه طويلة الأجل، الأمر الذي يتحمل مخاطرة سوقية، أو سعرية وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم بالرغم من أن عائدها كبير نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة نسبيا.

هـ. الاستثمار في سوق رأس المال يعتبر عائدا، فان اهتمام المستثمرين في رأس المال يكون الدخول أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

3. تقسيمات أسواق رأس المال: ويكن توضيح تقسيمات أسواق رأس المال في الشكل الموالي:

الشكل رقم (05): شكل يوضح تقسيمات أسواق رأس المال



المصدر: من إعداد الباحثة

1. السوق الآجلة: وهي سوق تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها

في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة أو جزء منها ويتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض

من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر. ويطلق عليها أيضا بأسواق المشتقات المالية، كونها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار أدوات الأسواق المالية الرئيسية. وهنا عندما تبدو أسعار هذه المشتقات رخيصة مثلا مقارنة بالأسعار السائدة للأسهم فإن الأخيرة تباع لتشتري المشتقات كفرصة استثمارية بديلة وهناك عدة أنواع من المشتقات أشهرها: عقود الخيار، عقود المبادلة، العقود المستقبلية وعقود الآجلة.

والهدف من مثل هذه الصفقات هو الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل، فهو يتوقع أن تتوفر لديه النقود بعد شهرين من الآن مثلا، ولكن يخشى أن ترتفع أسعار الأوراق المالية التي يرغب في شرائها خلال ذلك فيتعاقد على شرائها الآن و بسعر يتفق عليه الآن ولكن التسليم بعد شهرين ودفع الثمن أيضا سيتم عند التسليم. ومن الطبيعي أن يكون السعر المتفق عليه ويكون السعر الآجل مختلفا عن سعر التعامل الفوري. فان كان الجميع يتوقعون ارتفاع الأسعار فان السعر الآجل سيكون أعلى من السعر الفوري بمقدار يتفق عليه ويكون مبنيا على توقعات المتعاقدين.

**2. السوق الفورية:** وهي الأسواق التي يتم إجراء عمليات البيع والشراء للأوراق المالية في الوقت الحاضر فوريا دونما تأجيل. وبالتالي فهي تتسم بنوع من التأكيد اليومي لظروف الأسواق المعنية وذلك بغض النظر عن التقلبات التي تشهدها هذه الأسواق والتي تعكس دائما الظروف الحالية أو الظروف الحالية أو الظروف الممتدة لحالات سابقا مثل: استمرار الركود لفترة قد تتجاوز موسمين أو حتى سنة.... وتنقسم إلى:

- السوق الأولية أو سوق الإصدار: السوق التي تباع فيها الأوراق المالية (أسهم وسندات) مباشرة من قبل الشركات أو الوكالات الحكومية، البنوك الاستثمارية وهذه الأخيرة تدخلون في الكثير من الأحيان بمثابة "وكلاء" في السوق. وتعرض فيها الأوراق المالية للشركات التي تؤسس حديثا أو عند زيادة رأسمالها

بهدف توسيع أعمالها بعد التأسيس لغرض الاستثمار في الأصول المنتجة، ولذلك يسمى بسوق إصدارات الأوراق المالية للشركات التي يتم الاكتتاب باسهما لأول مرة أي انه سوق البيع الأولي للورقة المالية من قبل المصدر إلى عامة المستثمرين، أو بسبب توسيع المشاريع القائمة حالياً، ويتم تداول الأوراق المالية بهذا السوق إما بصورة مباشرة مع المستثمرين أو بواسطة الوسطاء أو عن طريق المزيدة في السوق المالي أو عن طريق الدعوة المباشرة للمستثمرين. وتتعامل الأسواق الأولية عادة مع الإصدارات الجديدة للأدوات المالية بإحدى الطرق الآتية:

– **الأسلوب المباشر:** حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات مالية لكي تباع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها.

– **المزاد المفتوح:** وهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من أذون خزانة، وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى (أي سعر الفائدة الأقل) ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل، إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.

– **الإصدار عن طريق بنوك الاستثمار:** وهي عادة ما تكون بنكا تجاريا أو مؤسسة مالية متخصصة مثل مارلنش، ومؤسسة بوسطن الأولى، ومورجان ستانلي في الولاية المتحدة الأمريكية، وفي المنطقة العربية عادة ما يتولى المهمة أحد البنوك التجارية المحلية. ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين الجمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، والجهة التي قررت إصدارها. فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بشراء الإصدار كله أو جزء منه بغرض إعادة بيعه للجمهور. وكما يبدو فان تمويل بنك الاستثمار لشراء الإصدار لا يمثل استثمارا دائما، بل هو استثمار مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار بالبيع. وتعكس الأسواق المالية بشكل عام كلا من:

– واقع التغييرات التي تحدث في العلاقات الهيكلية للاستثمارات

– تطور الاستثمارات في الاقتصاد المعني

– المناخ الاستثماري السائد في البلد

– النظام السوقي المعتمد

وعليه ففي الاقتصاديات التي تتسم بارتفاع معدلات تنميتها وتزداد فيها الإمكانيات المالية والمادية والبشرية المرنة لتوسع الاستثمارات كما تتسم مجتمعاتها بالاستقرار والأمان والتطور ويسود فيها النظام التنافسي السوقي الحر الذي يسهل فيه نشر المعلومات، وبذلك تتعاضد ساعات الأسواق المالية الأولية لديها وتمتد تعاملاتها إلى أوسع نطاق.

● الأسواق الثانوية أو سوق التداول: في حين أن السوق الأولي هي سوق للإصدارات الجديدة فإن السوق الثانوي له صلة بالأوراق المالية التي صدرت بالفعل في السوق الأولي وذلك لضمان السيولة في السوق، فإذا كان السوق الثانوي نشط بحيث يكون حجم الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق المهم، فإن له تأثير إيجابي على السوق الأولية. وبذلك فإن السوق الثانوي هي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراء و بيعا عبر السماسرة والوسطاء، ويطلق عليها سوق التداول، ويتم التعامل في هذا السوق بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين، طالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى استردادها قبل تاريخ استحقاقها، فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقدية قبل هذا التاريخ



وللأسواق المالية الثانوية دورا هاما وإن كان غير مباشر في حركة الاستثمارات (الحقيقية) للشركات المعنية لأن أي هبوط أو تدهور في نشاطات هذه الشركات وخاصة حجم مبيعاتها أو لقيمة أرباحها الموزعة ينعكس على حركة تداول أدواتها في السوق الثانوية.

ومن أهم مميزات السوق الثانوية إلى:

– يوفر للأسواق المالية عنصر السيولة، بحيث يجعل الأوراق المالية أكثر سيولة، والسيولة هي قدرة السوق على استيعاب عدد كبير نسبيا من المعاملات؛

– يستمد السوق الأولي كفاءته وفعاليتيه من خلال السوق الثانوي؛

– يعتبر السوق الثانوي مجالا لنشاط فئة صانعي الأسواق.

وتتقسم السوق الثانوي إلى:

**(a) السوق المنظمة (البورصة):** سوق منظمة تقام في أماكن معينة، وفي أوقات محددة، يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية، وبالمثلثات التي تتعين مقاديرها بالكيل والوزن أو العد، وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة.

وتتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم يدار من قبل لجنة السوق أو لجنة البورصة، متكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق والوسطاء وعن الحكومة. تتحدد مهام المجلس بإدارة وتنظيم المتاجرة بالأوراق المالية والإشراف على عملية الإدراج ورصد المخالفات وتخصيص منصات التداول. وتجري عمليات التداول في قاعة السوق، ومن قبل الوسطاء المسجلين في السوق.

وتقرض لجنة إدارة السوق المالي العديد من الشروط للموافقة على إدراج الشركات في البورصة بهدف حماية المستثمرين. وتهتم بعض الشروط بموضوع تأسيس الشركات وكونه يلبي بنود قانون الشركات، وان لا يقل رأسمال الشركة عن مبلغ معين، كما تكون الشركة قادرة على إثبات وجودها في السوق من حيث قبول تداول إصداراتها من قبل المستثمرين، إضافة إلى شروط أخرى هدفها حماية المستثمر وسمعة السوق وعمليات التداول. وتختلف هذه الشروط حسب طبيعة الدولة من حيث حجم الاقتصاد، عدد الشركات، عدد السكان والمستثمرين، تاريخ السوق... الخ من العناصر النسبية.

فعلى سبيل المثال متطلبات سوق نيويورك تتضمن الأتي:

- أن لا يقل قيمة الموجودات الملموسة عن 18 مليون دولار؛
- أن لا يقل قيمة الأسهم السوقية عن 18 مليون دولار؛
- أن يملك الجمهور حصة رأس المال لا تقل قيمتها عن 1,1 مليون دولار؛
- أن لا يوجد على الأقل 2000 مساهم يملك كل منهم 100 سهم أو أكثر؛
- أن لا يقل صافي الربح بعد الضريبة في العام السابق للإدراج عن 2,5 مليون دولار وأن لا يقل عنه 02 مليون دولار للسنتين السابقتين على ذلك العام.

**(b) السوق غير المنظمة:** وهي أسواق مختصة بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أم غير المسجلة فيها يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال

هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار. غير أنها لا تعد ضمن الأسواق غير المشروعة بسبب التزامها العام بالتشريعات السائدة في الدولة التي تدار فيها أعمالها، وبعبارة أخرى تتقيد بإطار محدد من العمليات شبه المنظمة وتخضع في النهاية للرقابة الرسمية، كأى سوق مالية منظمة. وتتكون هذه السوق من أسواق أخرى وهي: السوق الثالث، السوق الرابع والسوق الموازي.

← **السوق الثالث:** هي قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء في الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق. وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات فيه وسرعة تنفيذها، حيث يمكن التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية. وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأى كمية مهما كبرت أو صغرت، وتمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات والبنوك التجارية التي تدير محافظ للأوراق المالية لحساب الغير، إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة.

← **السوق الرابع:** يعتبر السوق الرابع سوقا غير منظما حيث أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة غير أن التعامل يكون بين المؤسسات الكبيرة ومنشآت الأعمال العائلية للتعامل فيما بينهما بدون وسطاء وذلك على شكل طلبيات كبيرة، من خلال شبكة اتصالات الكترونية وتلفونية. وذلك كإستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسرة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، ويساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات والحاسبات الآلية، لذلك ففي ظل السوق الرابع يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة اقل، وبسبب هذه المزايا (إبرام الصفقات بسرعة و اقل تكلفة) فان السوق الرابع يعد منافسا قويا للأسواق المنظمة إضافة إلى الأسواق غير المنظمة الأخرى، وخاصة أنه يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية

المتداولة في تلك الأسواق، ومن المعتقد أن نمو هذه السوق سوف يترتب عليه إجبار السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب، مما يؤدي في النهاية إلى رفع كفاءة أسواق رأس المال.

← **السوق الموازي:** هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً، يتداول بها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنتظمة، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير. وتدار السوق الموازية من قبل مجموعة من التجار يرتبطون بشبكة اتصالات قوية (هاتفية أو حاسوبية وغيرها) تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار ويعتبر هؤلاء التجار بمثابة صناع السوق، وغالبا ما ينتظم المتعاملين في السوق الموازية بجمعية أو رابطة من أمثلتها الجمعية الوطنية لتجارة الأوراق المالية (NASD) في أمريكا.

#### رابعاً. أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال

تمثل الأدوات المالية من أهم عناصر الأصول، إذ بواسطتها يمكن تحويل الأموال من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي للاستثمار في الأصول الحقيقية. وتتميز هذه الأدوات بعدة خصائص قد تضيف أو تحد من جاذبيتها. ومن يمكن تقسيمها إلى أدوات استثمارية تقليدية وأخرى حديثة.

I. **أدوات الاستثمار التقليدية:** تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال. وتمثل الورقة صك يعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا، فحملة الأسهم العادية و الأسهم الممتازة مثلا لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة، كما أن لهم نصيب في أصولها وإن كان ليس من حقهم المطالبة به طالما أن المنشأة مستمرة. كذلك فإن لحملة

السندات نصيب في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة، ونصيب في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة لصالحهم أو في الأصول بصفة عامة وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية.

### 1. الأسهم العادية: وتعتبر من أهم أنواع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق

أ. **تعريف الأسهم العادية**: يعرف السهم العادي على أنه صك يخول لصاحبه الحق في ملكية جزء من

صافي أصول الشركة على المشاع بقدر حصته المدونة كقيمة اسمية في الصك ذاته أو قيمة التصفية عند انتهاء الشركة وتصفيتها. وتتم الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل: في المرحلة الأولى يجري الاكتتاب العام عليها في أسواق رأس المال وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية لرأسمال الشركة، وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في السوق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى الطلب والعرض، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأسمال الشركة، بل أنها مجرد عملية التداول بين البائعين و المشتريين ونقل حقوق الملكية من شخص إلى آخر. وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية و الأسواق الثانوية.

ب. **حقوق المساهمين العاديين**: يتمتع المساهمين بعدة حقوق من أهمها كالتالي:

– الحق في الأرباح الموزعة

– حق التصويت

– حق الأولوية في الاكتتاب

– حق بيع الأسهم

– حق الحضور الجمعيات العامة

– حق الإطلاع على وثائق الشركة

– حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية

ج. **قيم الأسهم العادية:** وتظهر قيم الأسهم العادية في عدة حالات أهمها:

أ. القيمة الاسمية: وهو المبلغ المكتوب على وجه صك السهم، والذي أصدر به أول مرة، إذ أن الصك الذي يثبت حصة الشريك في رأس المال يجب أن يكون مطابقا للمبلغ الذي يساهم به الشريك حقيقة رأس المال، ويحتسب رأس المال الشركة طبقا للقيمة الاسمية لمجموع الأسهم.

ب. القيمة السوقية: وهي القيمة التي تحدد للسهم في سوق رأس المال بحسب العرض والطلب، والقيمة السوقية للسهم هي قيمة عرضة للتقلبات، وتدور دائما بين الارتفاع والانخفاض تبعا لمدى سلامة المركز المالي للشركة، ونجاح مشروعها، ومدى ما تدره من أرباح.

ج. القيمة الحسابية أو القيمة الدفترية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحتسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحة منها قيم الالتزامات (بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة...) ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية. وقد تبين في حالات عديدة أن القيمة الحسابية أو الدفترية منخفضة نسبيا وخاصة عندما يكون عدد المساهمين كبير جدا وعند احتسابها في مرحلة التصفية وذلك لان أنقاض الأجهزة الرأسمالية والمخزونات المتبقية تجري تصفيتها بشكل عام بأسعار منخفضة.

**2. الأسهم الممتازة.** يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية. شأنه

في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد

ينص على استدعائه في توقيت لاحق. كما أن له الحق في توزيعات سنوية تحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. كما يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق الهجينة حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، في تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية عند التصفية، وهي تشبه الأسهم العادية في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات لإعادة هذه الأسهم الممتازة، وأيضاً تدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة. يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة ليس هناك ما يضمن حصولهم على عائد دوري. وكذلك يعاب على الأسهم الممتازة إلزامية التوزيعات، فليس لهم حق المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.

#### ➤ خصائص الأسهم الممتازة: تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:

- يحدد العائد بنسبة معينة من قيمة الأداة ومن الأرباح المتحققة.
- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع، غير أن العوائد التي يتلقاها هؤلاء ترتبط بالأرباح القابلة للتصرف، فيحصل هؤلاء على سعر الإصدار زائد الحصص المتراكمة من العوائد وذلك بعد استلام الدائنين ولكن قبل مالكي الأسهم العادية.
- لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية في التوزيعات وفي أموال التصفية، الأمر الذي يعني انخفاض المخاطر التي يتعرضون لها قياساً للمخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، فمن المتوقع أن يكون تكلفة التمويل المرتبطة بها أقل من الأسهم العادية، إذ أن معدل العائد المطلوب في حالة الأسهم العادية يكون أعلى منه في حالة الأسهم الممتازة.
- تضمن الشركة حقوق أصحاب الأسهم بموجوداتها الاستثمارية، علماً بأن هذه الضمانة لا يتم توفيرها لأصحاب الأسهم العادية، لذا فالأسهم الممتازة أقل ضماناً من السندات وأكثر ضماناً من الأسهم العادية.

– لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة في المجلس العمومي أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة.

– هناك مجموعة من الحقوق الأخرى التي تتميز بها الأسهم الممتازة بشكل خاص، أهمها:

• حق تراكم العوائد: بمعنى أنه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم و يتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، وقد ينص في عقود التأسيس بعض الشركات على أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباح.

• حق تحويل الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية: وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها. وقد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقا مثلا حصتين للأسهم العادية مقابل حصة واحدة من الأسهم الممتازة.

• إن هناك التزاما هاما تجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء وقد يكون ذلك وفق شروط معينة مثلا بعد فترة محددة من تاريخ الإصدار، بعوائد يتخذ القرار بشأنها آنذاك.

### 3. السندات

أ. **تعريف السند**: يعرف السند بأنه ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة العامة، تطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركات بموجبه بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار.

ويعرف السند أيضا انه: تعهد مكتوب بمبلغ الدين لحامله في تاريخ معين نظير فائدة، وبذلك فهو صك مالي قابل للتداول يمنح للمكاتب لقاء المبالغ التي أقرضها، ويخوله استعادة مبلغ القرض والفوائد المستحقة وذلك بحلول أجله. وتصدر السندات بوحدة من الأسلوبين التاليين:



⇐ أن يتولى بنك الاستثمار أو مجموعة عنها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصدارا عاما.

⇐ أو أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب. ويتم الإصدار هنا بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات وذلك بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها من خلال المفاوضات، ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصدارا خاصا.

**ب. خصائص السندات:** يمكن تلخيص أهم خصائص السندات وهي كالتالي:

● السند أداة دين: يترتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنيته، في حين يترتب السهم لحامله حق ملكية. لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استثناء حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو

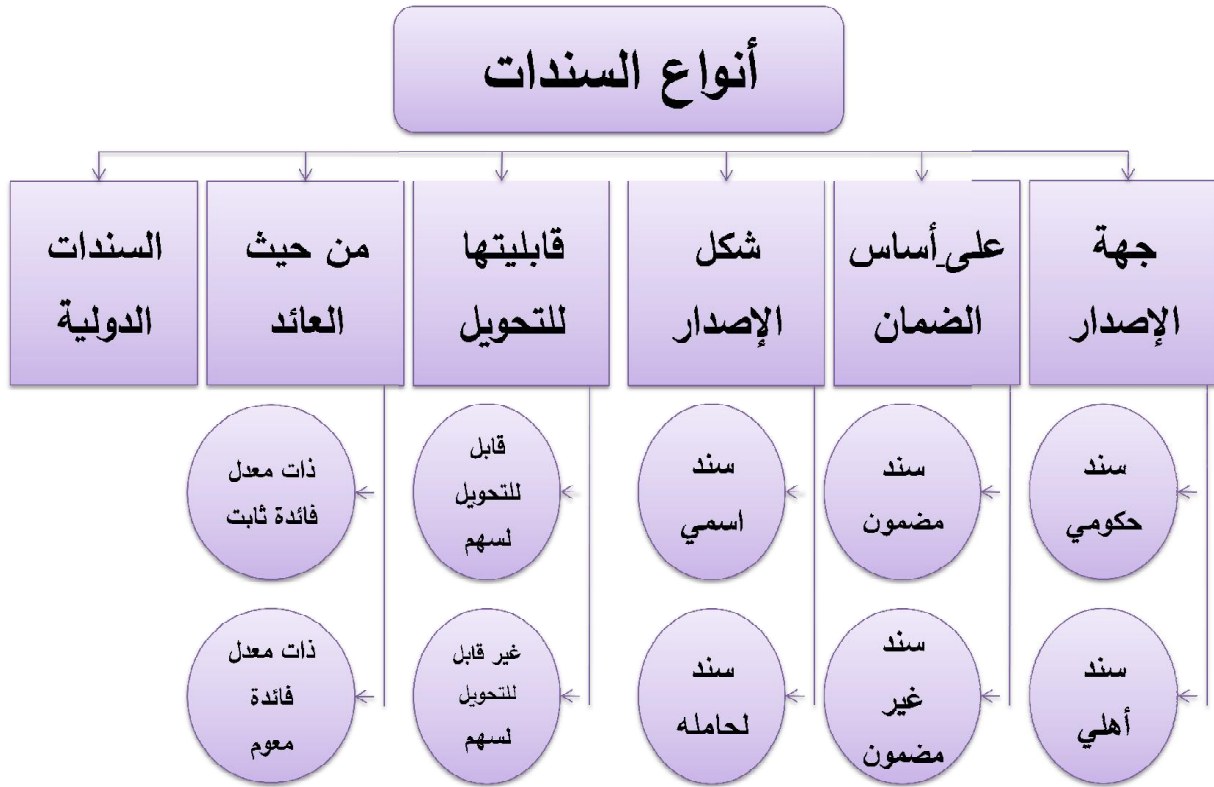
من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

● محدودية الأجل: يصدر السند بأجل محدد يستحق بطوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، هذا على عكس السهم الذي يبقى قائما ما دامت الشركة المصدرة قائمة. ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك سعره السوقي.

● السند أداة استثمارية ثابتة الدخل: وهي فئة من الأوراق ذات دخل ثابت، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنويا، سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر.

- يجب أن تظهر وثيقة الإصدار اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، ضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعنية لطمأنتهم على مدخراتهم. كما تظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند، والذي عادة ما يساوي هذا السعر القيمة الاسمية للسند.
  - تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
  - تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمتها الاسمية وهما: قيم أدنى عند بيعها بخصم، وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة.
  - تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخضمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد. وهنا فإن المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيما حالية أدنى للسندات.
  - قابلية التداول: وهي قابل للتداول كالسهم أيضا، وتختلف طرق تداوله باختلاف الشكل الذي يصدر به. فإذا كان سندا اسميا فينتقل بطريقة التطهير، أما إذا كان السند لحامله فيجري انتقاله بمجرد التسليم. ويجوز أن يصدر السند بشكل معين وأن يجري تحويله فيما بعد إلى شكل آخر، كأن يصدر اسميا ثم يحول للحامل أو العكس وذلك طبقا للشروط.
  - كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر. إن الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة.
  - ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائدته يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد.
- وتتقسم السندات إلى عدة أنواع حسب الشكل الموالي

الشكل رقم (02): يمثل أنواع السندات



المصدر: من إعداد الباحثة

II. الأدوات المالية الحديثة وهي عبارة عن أدوات تشمل على خصائص مشتقة من أداة أخرى وهي

تداول في الأسواق المستقبلية والآجلة.

1. صكوك شراء الأسهم: لقد عرف هذا الصك بأنه "حق اختيار يسمح بالحصول أو الاكتتاب خلال

فترة معينة وبسعر محدد مسبقا في أسهم الشركة المصدرة سواء في فرع من الفروع أو في الشركة الأم

ولإتمام ذلك يجب على الحامل التخلي عن الشهادة للشركة المصدرة قبل تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق)

ودفع مبلغ من النقود" وعليه فان صكوك الشراء بمثابة الأوراق المالية التي تصدرها الشركات بغرض جمع

رؤوس الأموال الضرورية لتغطية احتياجاتها الآنية والتوسعية.

وتتصف هذه الشهادة بالخصائص التالية:

– ليس لحاملها حق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين.

- ليس لحاملها حق الحصول على الأرباح الموزعة.
  - لا يتمتع حاملها بأية حقوق على أصول الشركة.
  - طويلة الأجل نسبياً تصل مدتها من 5 سنوات إلى 20 سنة، وأحياناً لا يكون لها تاريخ استحقاق.
- وعادة ما تصدر الشركات هذه الشهادات مصاحبة لإصدارتها من السندات، فهي تساعد على جذب المستثمرين لهذه السندات لدى عرضها للاكتتاب العام، ويلاحظ أن سعر الشراء الثابت أو سعر ممارسة الحق يجعل هذه الشهادة أكثر قابلية للمضاربة بقيمتها بالقياس إلى قيمة الأسهم التي تتضمنها، فنسبة الزيادة أو النقصان في القيمة السوقية للشهادة تكون أكبر من نسبة الزيادة أو النقصان في قيمة السهم العادي نفسه.
- لنفرض أن سعر السهم في السوق لشركة "إيهاب" 50 دج، وأنه يمكن شراء نفس السهم من خلال الحقوق التي تصدرها الشركة بسعر 40 دج، وأنه حدثت زيادة في قيمة الأسهم قدرها 10 دج للسهم، فإنه يمكن عرض النتائج التالية:

الجدول رقم (01): المقارنة بين السهم العادي وقيمة الحقوق نتيجة لزيادة قيمة السهم

قيمة الحقوق	السهم العادي	
10 دج	50 دج	سعر السهم قبل الزيادة
----	10 دج	الزيادة في سعر السهم
20 دج	60 دج	قيمة السهم بعد الزيادة
10 دج	10 دج	مقدار الزيادة
100%	20%	نسبة الزيادة

من الواضح أن المستثمر هنا يأخذ موقف المضارب، فهو يأمل في ارتفاع القيمة السوقية لأسهم داخل "الحق" حيث يؤدي ذلك إلى ارتفاع أكبر في قيمة الحق نفسه، فقد ارتفع السهم بنسبة 20% في حين أن الحق نفسه زادت قيمته بخمس مرات أمثال قيمة زيادة السهم أي 100%.

## 2. الأوراق المالية المختلفة المتداولة في أسواق مستحدثة

وهي أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق غير منظمة أنشأتها بعض بيوت السمسرة، وكانت تلك الأوراق في الأصل استثمارات غير سائلة لا تتحول إلى نقدية إلا في تاريخ الاستحقاق نظرا لعدم وجود سوق تتداول فيه. ومن الأمثلة عن تلك الأصول في الولايات المتحدة الأمريكية قروض الإسكان وهي تمثل اتفاق يبرم بين احد الأفراد الراغبين في شراء منزل للإسكان فيه، وبين مؤسسة مالية للإقراض. وبمقتضى الاتفاق يحصل الأفراد على القرض ويتم تسديديها على أقساط شهرية، وان يتم رهن العقار لصالح المؤسسة المعنية.

ولا تنتظر المؤسسة حتى تاريخ الاستحقاق لاستعادة قيمة تلك القروض بل تصدر في مقابلها صكوك قابلة للتداول ومضمونه بتلك القروض، وتستخدم حصيلة القروض من فوائد وأقساط في خدمة الصكوك التي تم إصدارها. ولتسيير تداول تلك الصكوك عادة ما تصدر بقيمة اسمية صغيرة، كما قد يؤمن عليه من قبل مؤسسة حكومية للتأمين. وفي حالة فشل المقترض (مشتري العقار) في الوفاء بما عليه من التزامات، تقوم مؤسسة التأمين بسداد مستحقات حامل الصك، على أن تقوم فيما بعد ببيع العقار والحصول على مستحقاتهم وتعتبر قروض الإسكان هي المحاولة الرائدة لظهور الأوراق المالية المخلفة التي انتشرت بعد ذلك في مجالات أخرى مثل قروض شراء السيارات التي تقدمها البنوك والقروض التجارية.

3. **التوريق:** يعد التوريق واحداً من أهم الإبداعات الجديدة في التعاملات المصرفية منذ نهاية الثمانينات وخلال حقبة التسعينات. لذلك فقد عرف التوريق على أنه: "هو عملية تجميع القروض وتحويلها إلى الأوراق المالية التي يتم بيعها بعد ذلك للمستثمرين (طرحها للاكتتاب)". وعلى الرغم من أن ممارسة بيع القروض بين البنوك هي عملية قديمة أما إعادة بيعها للمستثمرين هي الأكثر حداثة. ولذلك عرف بأنها "تكنولوجيا مالية مستحدثة تفيد إلى حشد بنك ما لمجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول في صورة دين واحد معزز ائتمانياً ثم عرضه من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في صورة أوراق مالية للجمهور لتقليل مخاطر التأخير أو العجز عن الوفاء بهذه الديون وضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك".

4. **المشتقات المالية:** عرفها صندوق النقد الدولي FMI وهو تعرف بنك التسويات الدولية التابع له، إذ عرفها بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.

بينما عرفتها المجموعة الاستثمارية لنظم المحاسبة القومية SNA بأنها أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أو قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر والمراجعة بين الأسواق وأخيراً المضاربة. ويوجد العديد من الأنواع في العقود المشتقة لكن أهمها مايلي:

أ. **العقود الآجلة Forward:** هي اتفاق تعاقد بين المشتري والبائع لتبادل أصل معين مقابل نقد في وقت مستقبلي وبسعر يحدد الآن ويتفق في هذا العقد على مواصفات الأصل من حيث الجودة والنوعية

وطريقة ومكان التسليم والسعر ووسيلة السداد ويتم التفاوض على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري. ويكون فيها المشتري صاحب المركز الطويل بينما البائع صاحب المركز القصير، وغالبا ما يكون العقد بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصة عادة.

ب. **العقود المستقبلية Futures:** هي عقود لشراء السلع أو الأصول المالية يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل ويتيح لأحد أطراف العقد شراء أو بيع أصل معين إلى طرف لآخر بسعر محدد متفق عليه مسبقا يسمى بالسعر المستقبلي على أن يتم التسليم أو تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق هو تاريخ استحقاق العقد.

كما عرفت بأنها التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على احدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد.

إن الكثير من عقود المستقبلية عقود نمطية ومنظمة رسميا وكذلك عمليات التعامل بها عمليات نمطية ومنظمة. ويأتي التمييز من الأمور التالية: حجم العقد، تاريخ العقد - الأسعار المستقبلية التي سيتم التنفيذ على أساسها - مواصفات الواجب توافرها في السلعة موضوع التعامل من حيث النوعية ومستوى الجودة - طرق تسليم السلعة أو الأوراق أو العملات المتفق عليها ووسائله - متطلبات التعامل في بورصات العقود المستقبلية، ومنها أن يودع في البورصة كطرف من الأطراف الهامش.

ج. **عقود الخيار Options:** وهي اتفاقيات تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية كالسلع المختلفة وقد تكون تخيلية أو أدوات مالية كالأسهم والأدوات ذات العوائد الثابتة وعملات أجنبية أو بعض المؤشرات، وذلك لتنفيذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار (أو التسليم). وعقد الخيار هو عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو البائع بإعطاء أحد الطرفين العقد الحق

(وليس التزام) في أن يشتري منه أو يبيع له شيء ما (سلعة أو أداة مالية) بسعر معين وخلال فترة زمنية معينة أو في تاريخ معين، ولذلك يشار إلى محرر عقد الخيار على أنه بائع الخيار، وهو يعطي هذا الحق للمشتري في مقابل مبلغ من المال يسمى سعر الخيار أو مكافأة (علاوة) الخيار والسعر الذي يباع أو يشتري به الأصل يسمى سعر التنفيذ.

د. عقود المبادلات Swaps: هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية...).

وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات ( الأرباح أو الخسائر ) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المبادلة عدة عناصر رئيسية هي: طرفي العقد، الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المبادلة، قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة، العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات، السعر الآجل لمبادلة الأصل المتفق عليه، مدة سريان العقد.



## المحور الثاني: دوافع إنشاء بورصة الجزائر وهيكلها

### أولاً. دوافع انشاء بورصة الجزائر

لقد مر الاقتصاد الوطني بعدة مراحل، بعد الاستقلال فكانت مرحلة الاقتصاد المخطط و التي دامت حتى نهاية السبعينات وتميزت بسيطرة القطاع العام وسوء توازن الصلاحية الاقتصادية الشاملة. ثم خلال عشرية الثمانينات وبداية عشرية التسعينات قامت تلك السلطات بإعادة هيكلة قطاعها العمومي لتتمكن من السيطرة عليه ثم أعطت الاستقلالية للعديد من المؤسسات الوطنية. لكن لم تكن هناك نتائج إيجابية ملموسة لتلك العمليات، الشيء الذي جعل تلك السلطات ترشح تلك المؤسسات للخصوصية و هي مرحلة تحول الاقتصاد الوطني من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق.

ومن متطلبات اقتصاد السوق، توفير المناخ الاستثماري لقيام مشاريع اقتصادية ضخمة ، وكل هذا تولد عنه سلع جديدة لم تكن معروفة من قبل هي الأسهم والسندات أو ما تسمى بالقيم المنقولة. كما أن تطور وتنوع هذه الأوراق وإقبال الجمهور على تداولها كان من شأنه قيام سوق خاصة بها وهي ما تسمى بسوق القيم المنقولة.

حيث مرت هذه لسوق في الجزائر بمراحل أقرتها الإصلاحات التي حدثت. و تم إنشائها بمرسوم تشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23 مارس 1993 والذي ينص على ما يلي:

- تأسيس بورصة القيم المتداولة.
- تعرف بورصة القيم بأنها إطار تنظيم وإجراء العمليات على القيم المنقولة الصادرة من الدولة ومن باقي الأشخاص المعنوية ذات القانون العام بالإضافة إلى مؤسسات المساهمة.

تعرف الهيئات المكونة لبورصة الجزائر:

– لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وهي تمثل سلطة سوق رؤوس الأموال COSOB

– شركة إدارة بورصة القيم SGBV

– المؤتمر المركزي للسندات

– هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

## ثانيا. نشأة بورصة الجزائر

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:

### المرحلة الأولى: المرحلة التقريرية (1990-1992)

وتبدأ هذه المرحلة من (1990 - 1992) ولقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 وينص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما وضع المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، وفي أكتوبر من نفس السنة، ومن خلال هيئات مؤهلة الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة "شركة القيم المتداولة "

وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 قامت صناديق المساهمة الثمانية بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل احد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة، ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة، بان هدفها الأساسي يمكن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى والازدهار، ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة، والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب إن تلعبه، وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فيفري 1992 إلى 9.230.000 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية. وبالرغم من كل المجهودات المبذولة إلا إن تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد

### المرحلة الثانية: المرحلة الابتدائية (1993-1996)

تمت في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة، حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 افريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، أما فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة جعل إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع بصفة واضحة رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300000 إلى :

- خمسة ملايين دينار جزائري في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.

– مليون دينار جزائري عند عدم اللجوء العرض العمومي للادخار .

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب. إن اتخاذ مثل هذا القرار، ادخار قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر.

### المرحلة الاخيرة: مرحلة الانطلاق الفعلية من 1996 إلى الوقت الحالي

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم

المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة.
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.
- تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB في فيفري 1996 إلى جانب شركة تسيير القيم SGBV مع تحديد مخطط كل منها، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين، في مجال التعامل بالسوق المالي.

وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجو الملائم، وتحضير كل الهيئات المعنية للمشروع في العمل بالتاريخ المحدد، وهو نهاية سنة 1997، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي دشّن للرساميل في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر إن تصبح بورصة الجزائر عملية.

### ثالثا. الهيكل بورصة الجزائر

#### I. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:

هي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والإستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمتمم المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وحسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها، وتتكون من رئيس وستة أعضاء، يعين الرئيس لمدة نيابية تدوم أربع سنوات، ويمارس مهمته كامل الوقت، وهي تتنافى مع أية إنابة إنتخابية أو وظيفة حكومية، أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر، باستثناء أنشطة التعليم أو الإبداع الفني أو الفكري، ويعين أعضاء اللجنة لمدة أربع سنوات، حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعا للتوزيع الآتي:

- قاضي يقترحه وزير العدل .
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر .
- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين لمقيم المنقولة.
- عضوان يختاران لما لهما من خبرة إكتسبها في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي

1. السلطات التابعة للجنة: ولقد زود المشروع اللجنة، لتمكينها من القيام بمهامها، سلطات تنظيمية

وسلطات إعتقاد ومراقبة وتحقيق.

أ. السلطة التنظيمية: تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة

تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، وتتعلق الأنظمة التي يتم سنها على الخصوص بما

يلي:

– القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في

القيم المنقولة وعلى ماسكي الحسابات وحافظي السندات.

– واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على

الإدخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية.

– تسيير حافظة القيم المنقولة .

– قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

– شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة

ب. سلطة الإعتقاد والتأهيل: تعتمد المجلة على:

– الوسطاء في عمليات البورصة.

– شركات الإستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك.

– توهل ماسكي الحسابات حافظي السندات.

ج. سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق: تسمح هذه السلطة للجنة من التأكد خصوصا من:

– إحترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق.

– امتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الإدخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها.

– حسن سير السوق.

– وتوكل المجلة، من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والحراسة، لإجراء التحقيقات لدى شركات أو مؤسسات مالية معنية بعملية معينة على القيم المنقولة.

## II. شركة تسيير بورصة القيم SGBV:

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة اختصاراً بـ SGBV، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدر حالياً 475200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة. وهي تحت وصاية لجنة تنظيم ومراقبة البورصة COSOB، وتقوم أساساً بالتسيير العلمي واليومي التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة ونشر المعلومات الخاصة بها وعليه فإن الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها وتبرز أهميتها في:

– التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛

– التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛

– نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

1. أهمية شركة تسيير بورصة القيم: تتجلى أهمية ودور هذه الشركة في كونها:

– أداة تتيح الشركات العمومية والخاصة المنشأة في شكل شركات مساهمة من فتح رأس مالها، باللجوء العلني للادخار من أجل الحصول على رؤوس الأمور من الخواص المستثمرين بما يساعد على تطوير مشاريع الشركة أو الزيادة في عددها؛

– وسيلة لقياس قيمة أصول الشركات؛

- وسيلة لضمان تمويل مباشر للاستثمار عن طريق الادخار العمومي الوطني؛
- تساهم في توفير سيولة الادخار المستثمر على المدى الطويل
- تسهيل المعاملات بين الوسطاء وذلك من خلال إعداد القواعد والمعايير التي تحكم سيرها، بإقامة منظومة للتحكيم وفض النزاعات وإقرار النظام العام والانضباط في السوق ؛
- ترقية تداول الأوراق المالية في البورصة من خلال تطوير سوقها والتعريف بها لدى الجمهور على أساس كونها مؤسسة جديرة بالثقة، وهي بذلك إطار عمومي منظم لخدمة وسطاء البورصة باعتبارهم مهنيين لتمكينهم من ممارسة مهامهم ومن بينها توظيف القيم المنقولة وحفظها وإدارتها؛
- كما تلعب أيضا دورا مهما أثناء عملية قبول القيم المنقولة في البورصة من خلال التأكد أن القيم التي قدمت بشأنها الشركة طلب القبول في التداول في البورصة كانت محل مذكرة إعلامية مؤثر عليها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة فدورها يكمن في الاشتراك والتعاون معها من اجل قبول القيم المنقولة في التداول؛

## 2. المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

- بنك التنمية المحلية BDL
- البنك الخارجي الجزائري BEA
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR
- القرض الشعبي الجزائري CPA
- البنك الوطني الجزائري BNA
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP



3. لجنة التداول

تم تنصيب لجنة التداول أول مرة حسب المنصوص عليها في المادة 15 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم 98 / 02 / SGBV المتضمن قواعد تسيير حصص التداول، ابتداءً من حصة التداول المنعقدة في يوم 16 أبريل 2001.

وشكّلت لجنة التداول وفقاً للقرار رقم (1) لمجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المنعقد بتاريخ 19 مارس 2001.

وتضم هذه اللجنة ثلاثة أعضاء على الأقل أو عدد فردي من الأعضاء يعينهم مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. ويتم اختيارهم من بين الوسطاء في عمليات البورصة، وأعضاء من الشركة وكذا العاملين فيها، وهو يحملون صفة "مسؤولي قاعة التداول". ويجوز تعيين ممثلين اثنين في اللجنة من نفس البنك الوسيط في عمليات البورصة، ولكن هذا البنك الوسيط لن يكون له الحق إلا في صوت واحد. ويمكن للمشرف التابع للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على طلبه، أن يشارك بصفة مراقب في اجتماعات اللجنة.

وتسيّر لجنة التفاوض، بالتعاون مع مسؤولي قاعة التداول لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، حصص التداول في البورصة وسلوك الوسطاء في عمليات البورصة القائمين بالتداول في البورصة، وكل الأشخاص الآخرين المرتبطين بهم كموظفين أو من خلال عقد.

### لجنة التداول لسنة 2018

ويتضمن التشكيل الجديد للجنة التداول بعد اجتماعها في يوم 18 اكتوبر 2018  
الأعضاء التالية أسماؤهم:

- عن القرض الشعبي الجزائري: السيدة راضية آيت عبي بصفتها عضواً، والسيدة لمياء شرابي بصفتها عضواً مستخلفاً.

- عن بنك التنمية المحلية: السيد خالد مبريش بصفته عضواً.

- عن البنك الخارجي الجزائري: السيدة كمنزة مايدي بصفتها عضواً، والسيد محي الدين سقني بصفته عضواً مستخلفاً.

- عن الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك: السيدة فلة المقراني بصفتها عضواً والسيدة مينة شرشور بصفتها عضواً مستخلفاً.

- عن بنك الفلاحة والتنمية الريفية: السيد الطاهر بوسعيد بصفته عضواً.

- عن البنك الوطني الجزائري : السيدة نادية أحمد عوامر بصفتها عضواً.

- عن بنك بي إن بي باريبا الجزائر: السيدة نجاه فرقاني بصفتها عضواً، والسيد أمير خلافي بصفته عضواً مستخلفاً.

- عن سوسيتي جنيرال الجزائر: السيدة صبرينة مولوج بصفتها عضواً .

- عن تل ماركنتس :محمد خلفاوي بصفته عضواً.

- بصفته رئيساً: السيد بلقاسم بطوش ( من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة).

- بصفتها نائبا للرئيس: لامية قاسم (من الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك).

## III. المؤتمر المركزي على السندات

يعتبر المؤتمر المركزي على السندات، والذي يطلق عليه في الجزائر الجزائرية للتسوية Algérie cleaning من أهم الهيئات العاملة في مجال القيم المنقولة، وتم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 03/04 المؤرخ في 2003/02/17 وهو شركة ذات أسهم تحمل تسميته تجارية الجزائر للتسوية تخضع للقانون الأساسي وتعين مسيرته بموافقة وزير المالية بعد إستطلاع COSOB.

يتخذ المؤتمر المركزي شكل شركة ذات أسهم، وقد أسست هذه الشركة برأسمال قدره 65 مليون دج، وهذا بموجب المادة 19 مكرر 3 من القانون 03-04

وما يمكن ملاحظته أن رأس مال المؤتمر المركزي لا يكون مفتوحا للكافة من أجل الاكتتاب فيه كما هو في شركات ذات الأسهم، إذ لا يفتح إلا لـ

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة .
- الشركات المصدرة للسندات
- الوسطاء في عمليات البورصة

وتعتبر الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في المؤتمر المركزي بحكم القانون، و يمكن لهما ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما .

والسبب من وراء جعل الخزينة العامة مساهمة في رأسمال المؤتمر المركزي بقوة القانون هو اعتبارها شخصا من أشخاص القانون العام، فهي تستعين بامتيازات السلطة العامة في تعاملها مع الغير، ولذا فإن القانون هو الذي يفرض وجودها على المؤتمر المركزي على السندات.

أما بالنسبة لبنك الجزائر، بالرغم من خضوعه في علاقته مع الغير لأحكام القانون التجاري غير أنه وخلافاً لبقية البنوك فهو الذي يحدد السياسة النقدية العامة للبنوك. وبالرجوع للمادة 36 من نظام لجنة تنظيم عمليات بورصة القيم رقم: 03-01 يتكفل بنك الجزائر بالتسديد النقدي، كما يسهر على قيد كل العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية، هذا ما يؤهله من أن يكون مساهماً بقوة القانون ولقد حددت المساهمة الدنيا في رأس مال المؤتمر المركزي على السندات بـ 02 مليون دج، وفي حالة قبول مساهم جديد يزداد رأس ماله، غير أنه إذا انسحب أحد المساهمين فلا يمكن إحالة حصته لأي شخص بل يعاد شراؤها من طرف المساهمين الآخرين وفقاً لإجراءات تكون قد حددت في القانون الأساسي للمؤتمر المركزي.

**1. المساهمين فيه:** المساهمين المؤسسين هم 5 بنوك عمومية و 3 شركات مسعرة في البورصة وهي الأوراس، رياض سطيف و صيدال تقدر المساهمة الدنيا 02 مليون دج و المساهمة في رأس ماله مفتوحة للشركات المدرجة والوسطاء الماليين بنك الجزائر لخزينة العمومية المساهمان بقوة القانون كما ذكرنا سابقاً.

ومن الأوراق المالية المقبولة في عملياته :

- سندات الخزينة العمومية
- سندات الدين القابلة للتداول
- أسهم هيئات المصدرة على أساس القوانين الأجنبية

**2. إيجابيات المؤتمر المركزي للسندات :**

- يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير الأوراق المالية

- يسمح بإزالة الطابع المادي عن الأوراق المالية
- يسمح لمصدري الأوراق المالية بان يقلصوا تكاليف اللجوء العلني للاذخار
- يضمن تزامن عمليتي التسوية و التسلم
- تزيل خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتها
- يسمح بتقليص أجال إتمام الصفقات

### 3. وظائف المؤتمر المركزي للسندات:

- أ. **حفظ السندات:** يبدأ نشاط المؤتمر المركزي على السندات بإيداع القيم المنقولة لديه لكي تتحول هذه الأخيرة من أوراق محسوسة إلى قيود حسابية، غير أن خدمات المؤتمر المركزي على السندات ليست مفتوحة لجميع القيم المنقولة، فقد حددت لجنة البورصة في نظامها رقم 03- 01 القيم المنقولة التي يمكن أن يقبلها المؤتمر المركزي في عملياته وهي كالاتي:
- الأسهم وغيرها من السندات التي تتيح أو يمكن أن تتيح الوصول مباشرة أو غير مباشرة إلى رأس المال أو إلى حقوق التصويت والقابلة للتحويل عن طريق التسجيل في حساب أو المناولة باليد ؛
  - سندات الدين المستحق التي يمثل كل منها دين على الشخص المعنوي الذي يصدرها، والقابلة للتحويل عن طريق التسجيل في حساب أو المناولة باليد باستثناء الأوراق التجارية وسندات الصندوق؛
  - حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ؛
  - السندات من نفس الطابع المصدرة على أساس الحقوق الأجنبية.
- وتبدأ مهمة المؤتمر المركزي على السندات بقبوله للسندات، وقبل إدراجها في دفتر الحسابات يلتزم ماسك الحسابات الحافظ بإبرام اتفاقية فتح الحساب مع مصدر الأوامر.

وفي إطار المهام المنوطة للمؤتمن المركزي والمتمثلة أساسا في حفظ السندات فإنه يتكفل أيضا بتحويل السندات من شكلها المادي المحسوس إلى قيد حسابي، إذ يتولى المؤتمن المركزي في محرراته الحسابية بمجموع السندات التي يتألف منها كل إصدار لسندات كتابية مقبولة في عملياته

وبموجب المادة 16 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-01 فإن المؤتمن المركزي على السندات يتأكد إن كان مبلغ السندات المدون في الحسابات الجارية للمنخرطين فيه يتساوى مع مبلغ حساب الإصدار، وهذا الأخير هو الحساب الذي يتكفل بمجموع السندات التي يتألف منها كل إصدار لسندات كتابية مقبولة في عملياته مع مراعاة السندات الموجودة قيد التخصيص والمسجلة في حسابات مؤقتة.

وتلقى على عاتق المؤتمن المركزي على السندات مهمة التدقيق الدائم على السندات المقبولة في عملياته، وإن كانت مجموع الأرصدة التي يحوزها المنخرطين لديه في حساباتهم تطابق مجموع السندات التي يحوزها في خزائنه أو في حساب لديه هيئة أجنبية.

ب. سير الحسابات وإدارتها: يوفي الحفظ المركزي للسندات مزايا كثيرة لعدة جهات أهمها المساهمين في الشركات المقيدة في البورصة، إذ يحقق هذا النظام سهولة إتمام عمليات البيع والشراء في ظرف قصير دون الحاجة لإجراءات كثيرة و بأمان .

إن الحساب الجاري الذي يفتح للمنخرط يجرأ إلى حسابات منفصلة فيما يخص كل قيمة من القيم التي يحوزها حتى يضمن المؤتمن المركزي أحسن تسيير لهذه الحسابات، كما أنه وفي حالة إذا ما كان المنخرط يحوز على سندات اسمية وسندات لحاملها فإن حسابه يقسم إلى حساب خاص بالسندات الاسمية وحساب للسندات لحامله.

بالإضافة إلى سلطة المؤتمن في السهر على حسن سير الحسابات الجارية للمنخرطين لديه، يعمل كذلك على إدارة هذه الحسابات، إذ يمكن له أن يحصل في حساب مفتوح لحساب المنخرطين لديه المبالغ المستحقة لهم سواء كانت نتيجة حصتهم في الأرباح أو الفوائد أو أي منتج آخر يتصل بالأرصدة التي يحوزونها في حساب جاري، وهنا يظهر دور المؤتمن المركزي على السندات وبالأخص اتجاه المساهم فهو يجعل هذا الأخير مطمئناً كون أن هناك من يسهر على سير وإدارة حسابه الجاري المتعلق بالقيم المنقولة التي يحوزها.

ج. تسوية السندات وتسليمها: إن المادة 19 مكرر 1 من قانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 93-10، وكذا نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-01 خول للمؤتمن المركزي على السندات تسوية السندات وتسليمها، إذ أن التسوية هي العملية اللازمة لكي يكتمل تداول القيم المنقولة وانتقال ملكيتها وحصول أطراف العمليات على حقوقهم سواء البائع أو المشتري.

وما يمكن ملاحظته أن نظام التسوية كان من مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وهذا بموجب نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 97-03، غير أنه وبصدور القانون 03-04 تم تحويل مهمة التسوية من شركة تسيير القيم المنقولة إلى المؤتمن المركزي على السندات رغبة من المشرع بإقامة نظام تسوية يسمح بتسوية السندات وتسليمها آلياً.

وبالرجوع للمادة 37 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 03-01 فإن المؤتمن المركزي لا يتكفل فقط بتسوية السندات المتداولة في السوق المنظمة، ولكن يمكن له أن يعالج كذلك عمليات التسوية والتسليم التي لا يكون مصدرها المباشر تداولاً في سوق منظمة.

#### 4. شركاؤه : ماسك الحسابات و حافظ السندات

إن الخدمات التي يقدمها المؤتمر المركزي على السندات سواء حفظ السندات أو إدارة وتسيير الحسابات الجارية يكون تحت إدارة أشخاص تؤهلهم لجنة البورصة يطلق عليهم "ماسكي الحسابات، حافظي السندات، ولقد حددتهما المادة 3 نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02-03، والتي جاء فيها ما يلي: "يمكن أن تأهل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تدعى في صلب النص "اللجنة" لممارسة مسك الحسابات، حفظ السندات، البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة"

زيادة على ماسكي الحسابات - حافظي السندات، يرخص بممارسة نشاط مسك الحسابات - الحفظ : للمؤسسات المرخص لها بالقيام بعمليات البنوك المنصوص عليها في الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها للأشخاص المعنويين المصدرين، من أجل مسك الحسابات - حفظ السندات التي يصدرونها".

كما يمكن أن يكون مسك الحساب و حافظ السندات عبارة عن مؤسسات مالية وسطاء شركات مدرجة. أما بالنسبة للشروط لا بد أن تتوفر في مسك الحساب وحافظ السندات عدة شروط :

- يجب أن يكون معتمد من طرف COSOB

- ان تتوفر لديه الوسائل لامادية و البشرية اللازمة لذلك

- ان يمثل لمبادئ محاسبة الاوراق المالية

- ان يكون لديه ترتيبات لحماية أرصدة الزبائن

- ان يكون لديه ترتيبات للرقابة الداخلية

- ان يخرط في المؤتمر المركزي للسندات



و يتولى ماسك الحساب و حافظ السندات مجموعة من الخدمات يمكن تقديمها:

- حفظ وإدارة الأوراق المالية التي يتعهد بها باسم أصحابها
  - تنفيذ التعليمات التي يتسلمها
  - يطبق العمليات على الأوراق المالية : دفع الأرباح والفوائد ونقل الحقوق
- كما يعلم أصحاب الأوراق المالية بأنه قد تم تنفيذ تعليماتهم وكذا حركة حساباتهم.

## المحور الثالث: المتعاملون في بورصة الجزائر

### أولاً. المستثمرون

يوجد نوعين من المستثمرين في القيم المنقولة، وهم صغار المستثمرين وكبار المستثمرين، بالنسبة لصغار المستثمرين وتمثلهم العائلات لا تتوفر لديهم إمكانيات على الادخار بالنظر غالى القدرة الشرائية الضعيفة، وعليه لا يمكن الاعتماد عليهم من أجل ترقية البورصة على الأقل في الوقت الراهن.

أما الفئة الأخرى من المستثمرين وتتمثل في مؤسسات الاستثمار مثل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، صناديق التقاعد وشركات التأمين ...، يمتلكون رؤوس أموال هامة يمكن استثمارها في الأسواق المالية، ولأجل تحفيزهم على الدخول إلى البورصة والتعامل في مجال القيم المنقولة لابد من منحهم امتيازات وتسهيلات.

### 1. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

يدخل تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في إطار إنشاء السوق المالي بمقتضى القانون 08/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 والتي تهدف إلى تكوين محفظة القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير وهي مؤهلة بمجمع الادخار واستثماره في السوق المالية بنوعيتها النقدية ورأس المال حسب سياسة التوظيف المحددة يتمثل المدخرون في أولئك الذين لا يرغبون استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية باختيار هذا السند فيتعهدون إلى مسير محترف يقوم بتوظيف إدخاراتهم في السوق المالية والتي تصنف على أساسها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة فالنسبة للهيئات توظيف الجماعي للقيم المنقولة ذات أسهم تتكون الحافطة من 100/60 أسهم و هيئات التوظيف الجماعي ذات سندات تتكون من 100/60 سندات و النقدية 100/60 من أدوات السوق النقدية

أما بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي المتنوعة لا تحدد أي نسبة من السندات المحمولة في المحفظة المالية فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشط للمحفظة . ويتم التمييز بين نوعين أي من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و هما :

– شركة استثمار ذات رأس مال متغير

– والصندوق المشترك للتوظيف

## 2. مزايا التوظيف في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

هناك مجموعة من المزايا تقدمها هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و هي :

– إمكانية الشراء و البيع في أي الوقت

– الحصول من خلال الحافظة على أنواع مختلفة من السندات

– تسيير تقوم به محترفون

– إطار قانوني و تنظيمي مأمون فيما يخص المكتتبين

## 3. تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

يتطلب تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في البداية إيداع ملف اعتماد لدى cosob

و يتضمن ما يلي :

– مشروع القانون الأساسي فيما يخص شركة استثمار ذات رأس مال متغير و مشروع نظام

فما يخص الصندوق المشترك للتوظيف

– البيانات المتعلقة بمسيري هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

– تنظيم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و الوسائل المخولة لها

- تحديد رأس المال بالنسبة للشركة الإستثمار المتغير ب 5مليون دج و رأس مال الصندوق

المشترك للتوظيف ب:1مليون دج

#### 4. تسيير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

يتجسد دخول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة طور النشاط من خلال إصدار أسهما

وخصصها وتسويقها لدى الجمهور المستثمر غير أن هذه المرحلة تكون مسبقة بنشر وثيقة إعلامية

تسمى النشرة الإعلامية توشر عليها قانونا COSOB وتتمثل المعلومات فيما يلي

- تقديم هيئات التوظيف الجماعي للقيم لمنقولة

- سياسة التوظيف

- معلومات تخص المؤسساتين و المسيرين

- سير هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة

- كفيات الاكتتاب و الشراء

- نفقات العمولات و التسيير

- المؤسسات المعنية لاستلام الإكتتاب و إعادة الشراء

توضح هذه الوثيقة التي تشكل بطاقة تعريف حقيقية لهيئات التسيير الجماعي للقيم المنقولة تحت

تصرف الجمهور على مستوى المؤسسات المالية المعنية

وتتولى مراقبة هيئات توظيف الجماعي للقيم المنقولة هيئتان وهما

- المؤسسة المؤتمنة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم التي تراقب قانونية أعمال التسيير،

ومحافظ الحسابات المكلف بالتصديق على الكشوف المالية؛

– لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التي يمكن أن تأمر في أي وقت بمهام التفتيش والتحقيق في نشاط هيئات التوظيف الجماعي، كما تقوم زيادة على ذلك بمراقبة المعلومات التي تنشرها للجمهور؛

– أما جبائياً فتعفى الهيئات من دفع الضريبة لمدة 5 سنوات.

## ثانياً. المصدرون

وهم أشخاص معنويون يتدخلون في البورصة من خلال عملية إصدار القيم المنقولة والهدف من التدخل هو استقطاب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتهم المتعددة وذلك عن طريق اللجوء علناً لادخار العمومي، ويتمثل هؤلاء المصدرون في:

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

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

إن الدخل وإلى البورصة ليس من حق أي شركة، وإنما هو حق لا تتمتع به هالاً الشركات التي تتوفر فيها جملة من الشروط ذات الطابع العام والخاص وتصمن شفافية وفعالية السوق المالية، وكذلك

يجب اتخاذ إجراءات معينة كي يصبح الدخول إلى البورصة صحيحا قانونيا. وسنتطرق فيما بعد لعملية الإدراج وشروطه في بورصة الجزائر

### ثالثا: الوسطاء في عمليات البورصة IOB

الوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا حاصلا مقابل ذلك على عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزتها، حيث ينحصر عمله في بيع و شراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه.

كما عرفه المشرع الجزائري بموجب المادة 02 الفقرة 01 من نظام لجنة تسيير ومراقبة بورصة الجزائر رقم 01-15 المؤرخ في 2015/04/15 والمتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم بأنه: "الوسيط في عمليات البورصة هو كل وسيط معتمد يقوم بالتفاوض في القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى القابلة للتداول والمتعلقة بها لحساب زبائنه أو لحسابه الخاص".

أما مهامهم ففي نفس النظام 01/15 بموجب المادة 02 تتمحور مهام الوسطاء في عمليات البورصة في:

- الاستشارة في مجال توظيف القيم المنقولة؛
- التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب؛
- تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة؛
- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية؛
- ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب المضمون في اصدار السندات؛
- التداول للحساب الخاص للوسيط؛

- حفظ القيم المنقولة وادارتها؛
  - إرشاد المؤسسات في مجال هيكله رأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات؛
  - أي نشاط آخر تحدده لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- لإرسال أمر إلى البورصة يجب اتصال حتميا بوسيط في عمليات البورصة معتمد من لجنة التنظيم ومراقبة COSOB حيث يجمع أوامر البيع و الشراء المتعلقة بورقة مالية مسجلة في البورصة نظام التسعيرة بالبورصة.
- ويشترط في الوسيط أن يكون الشخص مؤهل، تختلف أنواعه باختلاف المهام المسندة إليه حيث له دورا فعال في تحريك عمليات البورصة. ولذلك وضع المشرع شروط التي تتوفر في الوسيط وهي فيما يلي:

شروط الأشخاص الطبيعيين الراغبين في ممارسة نشاط الوساطة:

- السن 25 سنة عند تقديم الطلب.
- أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها.
- تكوين في التجارة و تسيير القيم المنقولة.
- أن يتمتع بالتراهة المطلوبة لحماية المدخرين.
- توفر محلا واضحا و ملائم لممارسة النشاط.
- أن يقوم بإثبات كفالة مقدرة بـ 500000 دج.
- أن يقدم طلب اعتماد لدى COSOB

شروط شركة المساهمة الراغبة في ممارسة نشاط الوسيط:

- إمتلاك رأس مال أدنى قدره مليون دينار جزائري.
- امتلاك محلات ملائمة لضمان أمن الزبائن.
- مقر الشركة أن يكون بالجزائر.
- أن يكون لدى الشركة على الأقل مسؤول مؤهل.
- إيداع طلب عند COSOB

### أنواع الوسطاء الماليين:

#### 1. تقسيم عام

- أ. الوسيط في عملية البورصة ذي نشاط غير محدود : و هو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهنة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة و بالمنتجات المالية الأخرى، أحد النشاطات التالية أو العديد منها:
- عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية.
  - توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.
  - تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل.
  - القيام بسعي مصفقي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة.
  - كل نشاط آخر تحدده لجنة التنظيم و مراقبة عملية البورصة.
- ب. الوسيط في عمليات البورصة ذي نشاط محدود : وهو كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم المنقولة أو في توظيف أو السعي المصفقي.



2. **تقسيم خاص:** لا تتم العمليات المنجزة في البورصة إلا عن طريق وسطاء و نميز بين الوسطاء

التاليين :

أ. Broker: هو وسيط منفذ للأوامر مقابل عمولة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل عمولة

ثابتة تحددها COSOB؛

ب. Dealer: وهو وسيط ينفذ أوامر بالبيع أو بالشراء و يشتري و يبيع لحسابه الخاص، و يتلقى كمقابل

فرق الأسعار عوض العمولة و لقد حددت COSOB نسبة لذلك الفارق حيث لا يستطيع أن يشتري أو

يبيع بسعر أعلى أو أدنى من سعر السوق حسب تلك النسبة المحددة؛

ج. Jobber: يعمل لحسابه الخاص فقط، أي لا يتلقى حتى أمر حيث لا يتعامل إلا مع Broker؛

د. Lot Odd broker: هذا الوسيط يتدخل لشراء و بيع كميات كسرية لصالح وسطاء آخرين و ليس

له لا زبائن و لا مكاتب تمثيل؛

هـ. Lot Odd Dealer: فيقوم بشراء أجزاء من المائة أو أجزاء من الحزمة Odd lot و بيع أضعاف

المائة أو أضعاف الحزمة، و العكس أي شراء أضعاف الحزمة و بيع أجزاء الحزمة مقابل فارق للأسعار

محدد من طرف COSOB .

ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية

التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الجزائر الخارجي

BEA، والبنك الوطني الجزائري BNA، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP-Banque،

والقرض الشعبي الجزائري CPA، والبنكين الخاصين بي ان بي باريبا الجزائر BNP Paribas El

Société Générale Algérie، وشركة خاصة Tell Markets djazair

## المحور الرابع: الإدراج في بورصة الجزائر

### أولاً. أسواق بورصة الجزائر

تتضمن بورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين.

#### I. سوق سندات رأس المال:

1. السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً خمسة (05) شركات مُدرجة في تسعيرة

السوق الرئيسية، وهي :

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي : الناشطة في قطاع السياحة،

- أليانس للتأمينات : الناشطة في قطاع التأمينات،

- أن سي ا-روبية : الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية،

- مؤسسة بيوفارم : الناشطة في القطاع الصيدلاني.

5. سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه

السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18

صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب

1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة

الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012)

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

AOM Invest : هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق

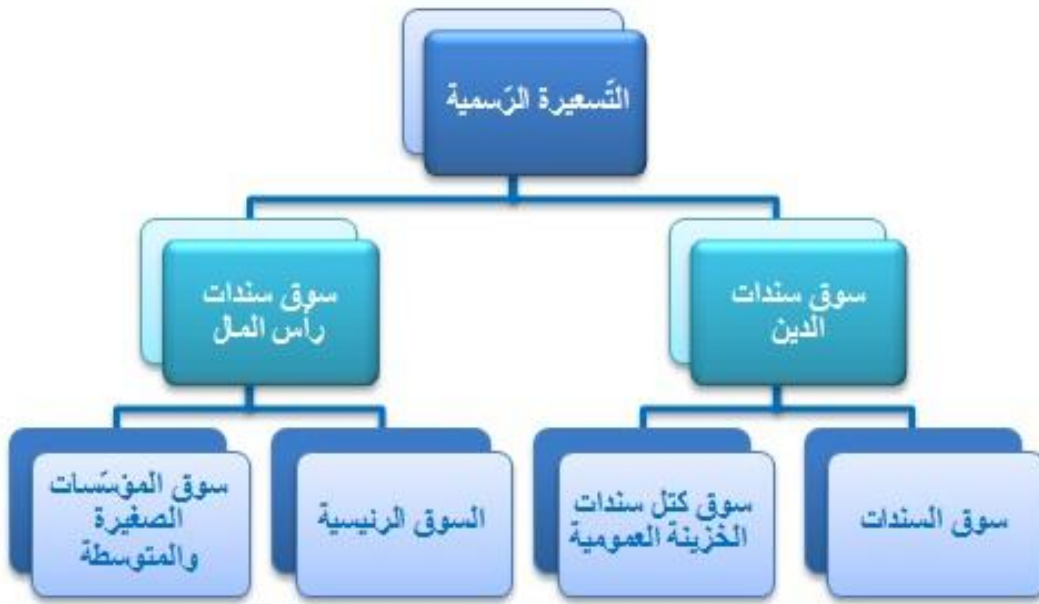
## II. سوق سندات الدين:

تتكون سوق سندات الدين من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم .
- وسوق كتل سندات الخزينة العمومية المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تنتوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي تقسيم الأسواق الرسمية لبورصة القيم :



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>

## ثانيا. شروط القبول

### 1. السوق الرسمي

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم ؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛

- أن تقدم تقريراً تقييماً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة؛
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة.
- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سندات في البورصة؛
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات؛
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

## 2. سوق السندات

تعتبر سندات الاستحقاق و السندات القابلة للتحويل الى سندات رأسمال و السندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.

باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل لخمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) و ذلك يوم اللادراج.

## 3. سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما و و عادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و عادة الشروط اللازمة لتبليتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقب البورصة"؛

- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة ؛

- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزَّع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج ؛

- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب

الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار.

وإلى ذلك، لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

### ثالثاً. مزايا الإدراج

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا:

- رفع رأس المال و تعزيز الأموال الخاصة: مهما كانت طبيعة طموحات الشركة، مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة ... ) وأيضا زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها ... فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل ولا ينضب.

- تنويع مصادر التمويل: يجب على الشركة تنويع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة. وبالتالي، يمكن للشركة، ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها.

- توسيع نطاق المساهمين: تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها. وهي تسمح أيضاً بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم.

- تعزيز الشهرة: تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.

وبالإضافة إلى الفوائد المباشرة للإدراج في البورصة، تتيح هذه العملية عدة إمكانيات، نذكر منها:

- تتيح الموارد البشرية: فالشركة التي تدرج في البورصة تخصص، بشكل عام، جزءاً من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها. وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية.

- تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية: تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضاً استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار. كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة.

- التغيير في نظام " حوكمة الشركات ": تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة. وتنطوي على نحو أوسع، على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين. وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام " حوكمة للشركات " حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية.

## رابعاً. عملية الإدراج في البورصة

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي:

### 1. مرحلة ما قبل الإدراج:

هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج. وتتضمن المراحل التالية:



- القرار بإجراء العملية: تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلاّ الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

- الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

- تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.

ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال.

ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقى البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سنداتها والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية : يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

- إيداع ملف طلب القبول : يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على:

- طلب القبول؛

- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار؛

- مشروع المذكرة الإعلامية؛

- مشروع الدليل؛

- معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛

- معلومات عن التمويل؛

- معلومات اقتصادية ومالية؛

- الوثائق القانونية؛

- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.

ويجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها: تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة

- الانضمام إلى المؤتمر المركزي: قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

- حملة التسويق: سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ... ) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

- بيع السندات: يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

- كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

- تسوية العملية: يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

## 2. مرحلة الإدراج:

وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة.

تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.

كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

## 3. مرحلة ما بعد الإدراج:

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغييراته في السوق.

- عقد السيولة: يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة.

ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة؛ والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

- نشر المعلومات: ما إن يتمّ تسعيرة السند في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة مُلزّمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات.

ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

### خامساً. مرقي البورصة ومهامه

مرقي البورصة هو مستشار مرافق، ويجب أن يكون وسيطاً معتمداً في عمليات البورصة أو بنكاً أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في مجالات المالية والقانون وإستراتيجية الأعمال، مع تمتعه بالخبرة الكافية في عمليات هيكل رأس المال، واندماج وشراء المؤسسات، على أن يكون معترفاً به ومسجلاً لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

ويتعين على جميع الشركات الراغبة في إدراجها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن يكون لها مرقي بورصة، سواء بالنسبة لعملية الإدراج، وكذا طوال فترة حياتها داخل سوق البورصة. و يقوم المرقي بدور أساسي في مراقبة احترام التزامات الشفافية التي تخضع لها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المدرجة.

مرحلة ما قبل الإدراج: يجب على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تعيين مرقي بورصة لمساعدتها، عند إصدار سنداتها و في تحضير عملية إدراجها. وهو يشهد، من خلال توقيعه على المذكرة الخاضعة لتأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها و أن المعلومات الواردة فيها ، مطابقة للواقع على حد علمه، وأن المذكرة لا يشوبها إغفال من شأنه أن يؤثر على الفهم والإدراك لما هو وارد فيها .  
مرحلة الإدراج: يجب على الشركة أن تبرم مع مرقي البورصة اتفاقية يتم إعدادها وفقاً للنموذج التي حدّدها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، لمدة سريان يُتفق عليها بين الطرفين، على أن لا تقل عن سنتين (2) اثنتين.

ويجب إخطار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في حال إنهاء الاتفاقية، فتصبح المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ملزمة على الفور بتعيين مرقي بورصة جديد.

مرحلة ما بعد الإدراج: يُكلّف مرقي البورصة بمراقبة المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة، وضمان إيفائها الدائم بالتزاماته القانونية والتنظيمية فيما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات. وفي حال حدوث تقصير من قبل المؤسسة المُصدرة، ينبغي لمرقي البورصة أن يذكرها بالتزاماتها ويقدم لها المشورة اللازمة لتصحيح الوضع.

### سادسا. التكلفة و الجباية

تتطوي عملية الإدراج في البورصة على مصاريف يتغير مبلغها تبعاً لـ:

- حجم العملية؛

- أسلوب الإدراج في البورصة والسوق المختارة؛

- حجم الجهد المبذول في الاتصالات المالية.

وهي تشمل:

- الرسوم المدفوعة للمتدخلين في البورصة وهم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة تسيير

بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي والوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق، وهي ملخصة في

الجدول أدناه،

- عمولات وأتعاب المرافقة والتوظيف والاستشارات المالية والقانونية،

- مصاريف الإشهار والاتصال

هيئة الرسوم والمصاريف

- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تأشيرة المذكرة الإعلامية: تُقدّر الرسوم المدفوعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ب 0.075% من مبلغ الإصدار أو من العرض العلني، على أن لا تتجاوز خمسة (5) ملايين دينار جزائري.

- شركة تسيير بورصة القيم القبول في البورصة: تُقدّر نسبة العمولة التي تتقاضاها شركة تسيير بورصة القيم ب 0.05% من المبلغ الاسمي المقبول. ولا يجوز أن يتعدى مبلغ هذه العمولة 2500000 دينار جزائري.

مصاريف تسجيل السند في التسعيرة

التسجيل الأولي.....400000 دينار جزائري

التسجيل الإضافي.....100000 دينار جزائري

استبدال وتعديل.....100000 دينار جزائري

مصاريف البقاء في التسعيرة، 200000 دينار جزائري بالنسبة للأسهم، و 30000 دينار جزائري بالنسبة

للسندات

مصاريف تنظيم العرض العلني للشراء

• الجزء الثابت: ..... 1000000 دينار جزائري

• الجزء المتغير: ..... 100000 دينار جزائري لكل حصة متكوّنة من 1000 أمر

تتم معالجته.

المؤتمن المركزي على السندات مصاريف الانضمام إلى المؤتمن المركزي على السندات تقدر نسبة المصاريف بـ 0.01% من رأس المال الاجتماعي،

يكون الحد الأدنى للأموال المحصلة هو 20000 دينار جزائري والحد الأقصى هو 200000 دينار جزائري.

الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مصاريف تتعلق بالخدمات التي يقدمها الوسيط في عمليات البورصة المرافق والبنوك الأخرى التي تشكل نقابة التوظيف (لجنة التوظيف).

### الجباية

وفقاً للقانون رقم 09 - 09 المؤرخ في 13 محرم عام 1431 الموافق 30 ديسمبر سنة 2009 المتضمن قانون المالية لسنة : 2010

**المادة 32 :** " تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات الحواصل وفوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن الأسهم والأوراق الماثلة المحققة في إطار عملية الدخول للبورصة. تعفى من حقوق التسجيل العمليات المتعلقة بالدخول للبورصة".

وفقاً للقانون رقم 13 - 08 المؤرخ في 27 سفر عام 1435 الموافق 30 ديسمبر سنة 2013 المتضمن قانون المالية لسنة 2014

**المادة 66 :** "تستفيد الشركات التي تسعر أسهمها العادية في البورصة من تخفيض على الضريبة على أرباح الشركات يساوي معدل فتح رأسمالها في البورصة لمدة خمس (5) سنوات ، وذلك ابتداء من أول يناير سنة 2014 ."



وفقاً للقانون رقم 14 - 10 المؤرخ في 08 ربيع الأول عام 1436 الموافق 30 ديسمبر سنة 2014  
المتضمن قانون المالية لسنة: 2015

**المادة 73 :** "تعد أحكام المادة 63 من القانون رقم 02-11 المؤرخ في 24 ديسمبر 2002 والمتضمن  
قانون المالية لسنة المعدلة بموجب المادة 67 من القانون رقم 13 - 08 المؤرخ في 30 ديسمبر 2013  
و المتضمن قانون المالية لسنة 2014 وتحرر كما يأتي :

**المادة 63 :** تعفى من الضريبة على الدخل الاجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، نواتج و  
فوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات الماثلة والأوراق الماثلة للخبزينة  
المسعرة في البورصة في لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول جانفي سنة 2013.....(بدون تغيير  
حتى) في القيم المنقولة.

تعفى من الضريبة على الدخل الاجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات ونواتج وفوائض القيمة  
الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات الماثلة والأوراق الماثلة للخبزينة المسعرة في البورصة  
أو المتداولة في سوق منظمة لأجل أدنى يقدر بخمس ( 5 ) سنوات والصادرة خلال فترة خمس ( 5 )  
سنوات والصادرة خلال فترة خمس ( 5 ) سنوات ابتداء من أول جانفي سنة 2013 (بدون تغيير حتى)  
هذه المرحلة.

## المحور الخامس: الأوراق المالية القابلة للتداول في بورصة الجزائر

### أولاً. تعريف القيم المنقولة:

القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقاً مماثلة حسب الصنف وتسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة أو حق مديونية عام على أموالها

#### 1. تعريف القيم المنقولة في القانون الفرنسي:

جاء المشرع الفرنسي لأول مرة بتعريف القيم المنقولة في القانون 88 / 1211 الصادر في 23 ديسمبر 1988 ، والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي القيم المنقولة، إذ تنص المادة الأولى منه على ما يلي :

"تعتبر قيما منقولة لتطبيق هذا القانون السندات الصادرة من الأشخاص المعنوية العامة والخاصة القابلة للإنتقال بالقيود في الحساب، أو بالحيازة، و التي تضي حقوقا مماثلة لكل فئة، وتمكن من الحصول على نسبة من رأسمال الشخص المعنوي القائم بالإصدار، أو من الحصول على حق الدائنية العامة على ذمة الشخص المصدر"

و يلاحظ أن هذا التعريف قد استبعد من فئة القيم المنقولة قسيمات الخزينة التي هي سندات لحاملها، تثبت حق الدائنين على المقاولات التي تصدرها مقابل التمويل الذي تحصل عليه من مقولة أخرى أو مؤسسات القرض

#### 2. تعريف القيم المنقولة في القانون الجزائري:

في القانون الجزائري: تولت المادة - 715 مكرر 30 من الأمر رقم 75 / 59 المتضمن القيم المنقولة: "القانون التجاري على إعطاء تعريف للقيم المنقولة بنصها على ما يلي هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر ، أو تمنح حقوق مماثلة حسب الصنف و تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأس مال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها"

ويلاحظ من هذا التعريف أن المشرع الجزائري قد إستفاد من التطور الذي عرفه التشريع الفرنسي فيما يخص القيم المنقولة. إذ نجده تقريبا مقتبسا من التعريف الذي جاء به النظام العام للشركات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة أما عن النقطة الايجابية في هذا التعريف فإنه حاول الإعتماد على خصائص القيم المنقولة في تعريفها ألا وهي قابليتها للتداول، وقابليتها للتسعيرة في البورصة

كما عرفها المرسوم التنفيذي رقم 91 / 169 تعتبر قيما منقولة أساسا بحسب طبيعتها ، الديون المعنية المقدار و المستحقة لشركات رؤوس الأموال و السندات مهما كانت طبيعتها و حصص الشركاء في شركة التوصية و أسهم لتمتع و الربوع الأبدية وسندات الرسملة . وسندات المشاركة في الأرباح و بصفة عامة كل منتج مالي قابل للتفاوض في البورصة .

لكن بالرجوع إلى المادة الأولى من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المنظم لبورصة الجزائر التي تنص على: تؤسس بورصة القيم المنقولة. وتعد بورصة القيم المنقولة إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم. ونجد المشرع قد نص على أن القيم المنقولة تصدرها إما الدولة وإما الأشخاص الآخرون من القانون العام، بينما المادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 08/93 نصت على أن القيم المنقولة تصدرها شركات المساهمة. وقد عرفت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات بورصة القيم على أنها "سند مالي

قابل للتداول يصدره كيان قانوني يرغب في الحصول على تمويل يوجه لإنجاز مشاريع استثمارية. وتشهد هذه السندات لأصحابها بحيازتهم جزءا من رأس مال أو بامتلاكهم حقا للدين على الذمة المالية للكيان المصدر".

أما شركة بورصة قيم المنقولة فعرفها "بأنها أصل من الأصول المالية تصدره شركات ذات أسهم أو الدولة، وقد تأخذ شكلين رئيسيين، هما السند والسهم. وتوصف بأنها منقولة لأنها يمكن أن تكون محل تفاوض بين المستثمرين مما يساهم في حركة وتنقل رؤوس الأموال المدخرة".

### ثانيا. انواع القيم المنقولة المتداولة في بورصة الجزائر

تعتبر الأسهم و السندات أهم الأوراق المالية النقدية أو الكلاسيكية و نجد هذا النوع من الأوراق المالية مكرس عبر معظم تشريعات دول العالم، وعليه لا تزال هذه الأوراق المالية هي الأكثر شيوعا و تداولاً على مستوى أسواق الأوراق المالية، و بإصدار المشرع الجزائري للمرسوم التشريعي رقم 08 - 93 المؤرخ في 25 أبريل 1993 أدخل عليه تعديلات بنصه على قيم منقولة جديدة، و عليه سنتطرق إلى الأسهم، السندات و سندرج قيم منقولة أخرى.

**I. الأسهم:** عرف التشريع الجزائري السهم بموجب المادة - 715 مكرر 40 من القانون التجاري حيث نصت على ما يلي: "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها"

على ضوء هذا التعريف يتجلى لنا أن المشرع الجزائري ركز على خاصية من إحدى خصائص الأسهم وهي خاصية القابلية للتداول ، وكذا عن طبيعة المصدر، حيث حصر الشركة المصدرة في شركة المساهمة فقط.

**1. خصائص الأسهم:** و يمكن إجمال هذه الخصائص فيما يلي:

- **التساوي في قيمة الأسهم:** من الخصائص التي تتميز بها الأسهم أنها أنصبة- متساوية القيمة ، و يقصد بتساوي قيمة الأسهم عدم جواز إصدارها بقيم مختلفة ، و الحكمة من تساوي الأسهم في القيمة هو تسهيل عمل الشركة و تسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين ، و تسهيل تنظيم سعر الأسهم في بورصة الأوراق المالية. و تساوي قيمة الأسهم يستتبع المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم ، فهو يقتضي تساوي قيمة السهم كذلك المساواة في الإلتزامات التي يرتبها السهم ، كما يقتضي المساواة في الأرباح و المساواة في التصويت . و فيما يتعلق بقيمة السهم فإنها تتأثر ارتفاعا وانخفاضا بعدة مؤثرات منها مركز المالي الشركة و سمعتها و مدى ما حققته من أرباح أو ما أصابها من خسارة و كذلك الظروف السياسية والاقتصادية التي يمر بها البلد.

- **عدم قابلية السهم للتجزئة :** يقصد بعدم قابلية السهم للتجزئة، هي أن السهم الذي يربط الشركة مع شركائها يجب أن يكون مملوكا لشخص واحد، أو يحمل إسم لشخص واحد، و هذه الخاصية تشمل كذلك الحقوق المترتبة عن السهم. أما المشرع الجزائري فقد أخذ صراحة بهذه الخاصية وذلك في أحكام القانون التجاري " تعتبر القيم المنقولة تجاه المصدر سندات غير قابلة" حيث نص على ما يلي " للتجزئة مع مراعاة تطبيق المواد المتعلقة بحق الانتفاع و ملكية الرقابة "

- **قابلية الأسهم للتداول :** لقد نصت هذه الخاصية المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري الجزائري وهذه الخاصية تسمح بالتمييز بين السهم و الحصة المقدمة في شركات الأشخاص و شركات ذات المسؤولية المحدودة فالحصة في هذا النوع من الشركات لا تتمتع سوى بنتازل مقيدة ، لأنها يؤخذ فيها بالإعتبار الشخصي بينما يكون التنازل عن السهم حرا ، و المساهم حرا في تداول أسهمه و يفهم من ذلك أن المساهم ليس مجبرا في البقاء في شركة المساهمة فله الإنسحاب متى أراد ذلك، و يحل محله

مساهم آخر دون أن تتأثر إدارة الشركة لكون هذه الأخيرة تقوم على الإعتبار المالي فلا يهمها من هو مالك السهم.

2. أنواع الأسهم : نجاري ما استقر عليه الفقه بتوصله لمجموع عوامل أساسية لتقسيم الأسهم و سوف نتناولها بشيء ما من الإختصار لغرض التوضيح كما يلي:

### ➤ من حيث شكلها

أ. الأسهم الاسمية: إن الأسهم الإسمية هي الأسهم التي تحمل إسم المساهم ، و تثبت ملكيته بقيد إسم المساهم في سجل الشركة . و بحسب ما أقرته المادة الأولى من قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1995 "يقسم رأس مال شركة المساهمة و حصة الشركاء غير المتضامنين في شركات التوصية بالأسهم إلى أسهم اسمية متساوية القيمة" و قد تكتسي هذه الأسهم شكلا ماديا بتسليم سند ، و قد تكون موضوع تسجيل في حساب تمسكه الشركة المصدرة ، ويقصد بالسند المادي في هذه الحالة الشهادة التي تمنح لمالك الأسهم الاسمية.

ب. الأسهم للأمر: للشركة أن تصدر أسمها للأمر و يشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الإسمية إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم و لا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من قيمة السهم.

ت. الأسهم لحاملها: الأسهم لحاملها هي الأسهم التي لا يكتب عليها إسم مالكاها وتنتقل ملكيتها بمجرد المناولة و تسري عليها قاعدة الحيازة في المنقول سند الملكية بمعنى أن الحق الثابت في السهم يندمج في الصك ذاته فتصبح حيازته دليلا على الملكية. و لقد سمح المشرع الجزائري بتحويل الأسهم لحاملها إلى أسهم إسمية أو العكس حيث نصت المادة 715 مكرر 35 من القانون التجاري الجزائري " يجوز لكل مالك لسندات إصدار تتضمن سندات للحامل أن يطلب تحويلها إلى سندات إسمية أو العكس"

➤ من حيث نوعية الحصة المدفوعة: تنقسم الأسهم وفقا لهذه الزاوية إلى:

أ. **الأسهم العينية** : لقد تناول المشرع الجزائري موضوع الأسهم العينية في المواد 601 ، 630 ،

707 من القانون التجاري و تعرف الأسهم العينية "بأنها تلك الأسهم التي تصدر تمثيلا لحصص عينية

في رأس مال الشركة" ولم يحصر المشرع الجزائري الأسهم التي تعتبر عينية في قائمة محددة مثلما فعل

بالنسبة للأسهم النقدية ، بل ترك المجال مفتوحا بالنسبة لها ، إذ إكتفى بالقول في المادة 715 مكرر 41

من القانون التجاري بأن كل ما يخرج عن الأسهم النقدية هي أسهم عينية

ب. **الأسهم النقدية**: الأسهم النقدية هي التي تمثل حصصا نقدية في رأس مال شركة المساهمة و

الحصة النقدية هي تقديم مبلغ من النقود إما يدفعه نقدا أو بتحرير شيك أو تحويل من الحساب البنكي

للشريك إلى الحساب البنكي للشركة و يجب وفاء % 10 من قيمتها الاسمية على الأقل عند الاكتتاب

تزيد إلى % 25 خلال مدة لا تتجاوز 3 أشهر من تاريخ تأسيس الشركة على أن تسدد القيمة الإسمية

بالكامل خلال مدة لا تزيد على خمس سنوات من تاريخ تأسيس الشركة. ومن مجموع الأسهم النقدية و

الأسهم العينية يتكون رأس مال شركة المساهمة، و لم يضع المشرع الجزائري حدا أدنى أو حدا أقصى

للقيمة الإسمية للسهم، بل ترك ذلك لتقدير المؤسسين بدليل ما جاء في حكم المادة 715 مكرر 50 من

القانون التجاري و التي " تحدد القيمة الإسمية للسهم عن طريق القانون الأساسي "

➤ من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها :تنقسم الأسهم وفقا لهذا المنظور إلى :

أ. **أسهم عادية** : لقد عرف المشرع الجزائري الأسهم العادية بأنها تلك الأسهم التي تمثل إكتتابات و

وفاء لجزء من رأس مال شركة تجارية ، و التي تمنح لأصحابها نفس الحقوق و الواجبات وتمنح أيضا

الأسهم العادية لأصحابها الحق في إنتخاب و عزل هيئات التسيير ، المصادقة على القانون الأساسي و

عقود الشركة أو تعديله و ذلك بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب القانون الأساسي. و

هذه النوعية من الأسهم هي أكبر أنواع الأسهم شيوعا، لأنها تكفل لأصحابها حقوقا متساوية و إلتزامات متساوية كذلك ، و لا تخول لهم حقوقا زائدة أو مزايا ذات طبيعة خاصة عن باقي المساهمين في الشركة.

ب. **أسهم إمتياز** :هي الأسهم التي تخول لأصحابها حقوقا لا يمكن أن يتمتع بها أصحاب الأسهم العادية و في جميع الأحوال يجب أن يتضمن نظام الشركة عند التأسيس شروط و قواعد الأسهم الممتازة . و يقصد به أيضا السهم الذي يختص دون غيره من الأسهم ببعض المزايا و يطلق عليها أيضا إسم سهم الأولوية أو سهم الأفضلية إذ تندفع الشركة نحو إصدار أسهم الإمتياز عند زيادة رأس المال لغرض الحصول على مكتتبين جدد، أو عندما ترغب الشركة في تحويل سندات القرض إلى أسهم لأجل التخلص من ديونها عندما تسوء أحوالها المالية، ثم قد تلجأ الشركة إلى أسهم الإمتياز و تمنحها إلى مساهميها من الوطنيين عندما يشترط معهم مساهمون أجنب .كي يكون للوطنيين الأغلبية في الهيئة العامة الشركة.

ت. **أسهم التمتع** : سهم التمتع هو الصك الذي يتسلمه المساهم عندما يستولي على كل القيمة الاسمية لسهم، و يشترط لإعطاء هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك في القانون النظامي للشركة ، ويتم ذلك بطريق القرعة، و يقصد بها أيضا الأسهم التي تعطي للمساهم الذي إسترد القيمة الإسمية لأسهمه خلال حياة الشركة، سواء من أرباحها، أو من أموالها الإحتياطية. نص المشرع الجزائري على أسهم التمتع و ذلك في أحكام القانون التجاري حيث عرفها "أسهم التمتع هي الأسهم التي تم تعويض مبلغها الإسمي إلى المساهم عن طريق الإستهلاك المخصوص، إما من الفوائد أو الإحتياطيات، و يتمثل هذا الإستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل" إذ نلاحظ أن المشرع الجزائري قد حظر إهلاك الأسهم عن طريق القرعة حيث جعل ذلك تحت طائلة البطلان، ومن بين أهداف اللجوء إلى أسهم التمتع تسهيل مهمة تصفية الشركة مستقبلا، بينما يستبعد اللجوء إلى إهلاك رأس مال الشركة إذا كانت هذه الأخيرة بحاجة إلى مصادرها قصد تمويل الإستثمارات و إنما العكس، فالقانون ترك للجمعية



العامة غير العادية إمكانية إتخاذ قرار في حالة ضرورة الإستثمار، و ذلك بتحويل الأسهم المهتلكة إلى أسهم رأس مال.

## II. السندات:

سند هو صك قابل للتداول تصدره الشركة ، و يتعلق بقرض طويل الأجل حيث تحتاج الشركات المساهمة إلى رؤوس الأموال إما لسبب عجز طارئ في الميزانية أو بقصد توسيع المشاريع.

أما في التشريع الجزائري فقد أباح المشرع التجاري الجزائري لشركات المساهمة إصدار نوعين من السندات و هي قد تكون سندات مساهمة ، و التي عرفها من خلال المادة 715 مكرر 74 بأنها "سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد ، و جزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها و تقوم على القيمة الإسمية للسند".

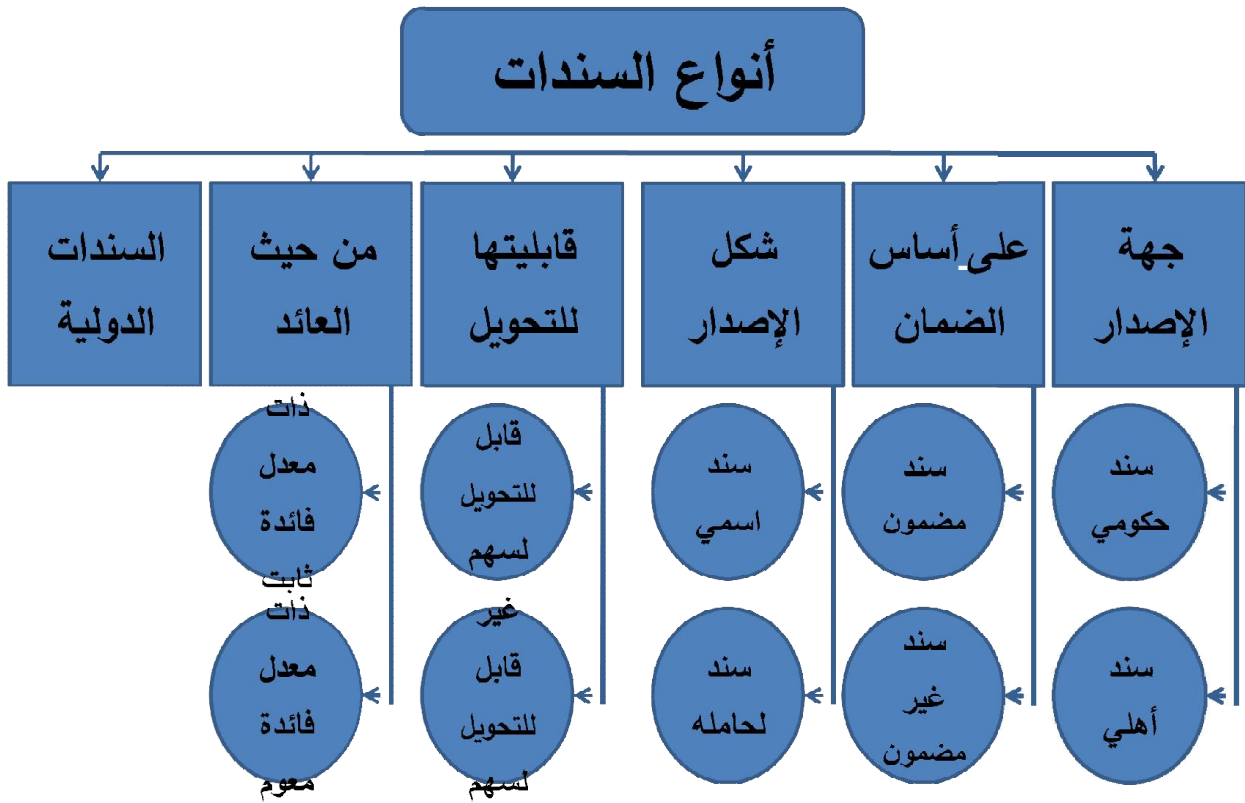
و قد تكون هذه السندات سندات إستحقاق التي كرسها المشرع الجزائري و عرفها كما يلي: "سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول ، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية". نشير في هذه المسألة إلى أن المشرع الجزائري حصر واقتصر مهمة إصدار السندات على شركات المساهمة فقط.

### خصائص السند:

- السند أداة دين: يترتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنيه، في حين يترتب السهم لحامله حق ملكية. لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استقاء حقوقه
- محدودية الأجل
- السند أداة استثمارية ثابتة الدخل

- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة
- تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخضمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد.
- قابلية التداول
- كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر

أنواع السندات:



المصدر: من اعداد الباحثة

III. قيم منقولة أخرى

لقد نص المشرع الجزائري بموجب المرسوم التشريعي رقم 08 - 93 لسنة 1993 على قيم منقولة أخرى (جديدة) كشهادات الإستثمار، شهادات الحق في التصويت وسندات الإستحقاق..... إلخ نذكر البعض منها كما يلي:

### 1. شهادات الإستثمار

أ. تعريفها و خصائصها : تعرف شهادات الإستثمار بأنها قيم منقولة، تنتج عن تجزئة الأسهم، و تمثل الحقوق المالية المرتبطة بهذه الأخيرة . و هي سندات قابلة للتداول، و قد تتخذ الشكل الإسمي أو لحامله. و يجب أن تكون القيمة الإسمية لهذه الشهادات مساوية للقيمة الإسمية للأسهم الصادرة عن الشركة المصدرة لها، حيث نصت المادة 715 مكرر 66 فقرة 6 على ما يلي: "و في حالة التجزئة يتم عرض إحداث شهادات الإستثمار على جميع حاملي الأسهم في نفس الوقت وبنسبة تساوي حصتهم في رأس مال"، و باعتبار شهادات الإستثمار سندات قابلة للتداول ، فإن لمالكها الحق في تداولها حسب الطرق المعروفة في القانون التجاري الجزائري.

ويمكننا استنتاج مجمل خصائص شهادات الإستثمار كما يلي:

- قابلية هذه الأوراق للقيود والتداول في البورصة.
- تكون اسمية من حيث الأصل ولكن استثناء يجوز ان تصدر هذه الوثائق لحاملها، لكن بموافقة إدارة البورصة .
- تعطي وثائق الإستثمار للمستثمرين حقوق متساوية من قبل الصندوق ويكون لحاملها الحق في اشتراك في الأرباح والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق كل نسبة ما يملكها من هذه الوثائق وقيمتها.

وتنشأ شهادات الاستثمار تحت احد الشكليات سواء بمناسبة الزيادة في رأس المال الشركة والتي تدخل للشركة أموال جديدة، أو بتقسيم وتجزئة الأسهم الموجودة، وذلك بفتح مجال وآفاق للمساهمين لبيع شهادات استثماراتهم مع الاحتفاظ بشهادات الحق في التصويت.

ت. حقوق حاملي شهادات الاستثمار: يكون لحاملي شهادات الاستثمار الحق في جميع القيم التي تقرر الجمعية العامة توزيعها سواء أرباح أو احتياطات، حيث يمكنهم الاستفادة من ربح أولي محسوب قبل تحديد ربح الأسهم المجمع أو غير المجمع الموزع.

كما يجوز لهم الاطلاع على جميع وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين وهو ما نصت عليه المادة 715 مكرر 69 من القانون التجاري الجزائري.

ومن البديهي أن لا يسأل هؤلاء عن حقوق تخص المساهمين كتقديم طلب حل الشركة، وانتداب مندوب الحسابات أو الاستعانة بخبير في التسيير مثلما هو الحال بالنسبة للمساهمين.

## 2. شهادات الحق في التصويت

أ. تعريفها و خصائصها : لقد تولت المادة 715 مكرر 63 من القانون التجاري الجزائري تعريف شهادات الحق في التصويت بنصها "تمثل شهادات الحق في التصويت حقوقا أخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم" و هي تصدر بعدد مساوي لشهادات الإستثمارات، ما دام إن شهادات الإستثمار وشهادات الحق في التصويت تمثل كلاهما جزء من الحقوق المرتبطة بالأسهم حيث نصت المادة 715 مكرر 67 من القانون التجاري الجزائري "لا يجوز التنازل عن شهادة الحق في التصويت إلا إذا كانت مرفوقة بشهادة الإستثمار غير أنه يجوز التنازل عنها لحامل شهادة الإستثمار" و نلخص من هذه المواد إلى كون شهادات الحق في التصويت:

-تمثل حقوقا غير مالية و هي جزء من حقوق الأسهم.

-أنها شهادات إسمية لا يجوز التنازل عنها أصلا

ب. الفرق بين شهادات الاستثمار وشهادة الحق في التصويت: من المؤكد أن السهم باعتباره أهم الأوراق المالية وأكثرها شيوعا في التعامل يخول صاحب الحق في الحصول على الأرباح أثناء حياة الشركة، والحق في فائض التصفية عند انقضاء الشركة وتصفيتها، والحق في حقوق الأخرى غير مالية أهمها الحق في التصويت. فشهادات الاستثمار تعتبر من الأوراق المالية وتقبل التداول بالطرق التجارية. أما بالنسبة لشهادة الحق في التصويت فيذهب الرأي الراجح إلى عدم اعتبارها ورقة مالية وذلك نظرا للقيود التي وضعها المشرع على تداول هذا الصك. وتعتبر شهادة الحق في التصويت تكون كقاعدة عاملة غير قابلة للتصرف فيها بمفردها، فأحيانا تكون خاضعة لحاملي شهادات الاستثمار أو محال عليها مع شهادة الاستثمار، وتكون شهادات الحق في التصويت اسمية بعكس شهادات الاستثمار التي قد تتخذ الشكل الاسمي أو الشكل لحامله.

### 3. سندات الإستحقاق:

تعريفها وخصائصها : لقد قيلت عدة تعاريف حول سندات الإستحقاق فقد عرفت بأنها أنها سندات قابلة للتداول، تصدر عن شركة تقترض مبلغا معتبرا، وعموما لأجل طويل و تقسم دينها إلى عدد كبير من الأجزاء المتساوية، و جانب آخر يعرفها بأنها سندات قابلة للتداول تمثل حق دائنية على الشركة. و هي تخول في نفس الإصدار نفس الحقوق عن نفس القيمة الإسمية. و يعرف سند الدين بأنه صك مكتوب قابل للتداول، و يتيح لحامله حق مديونية قبل الشركة المقترضة مع الحق في الحصول على الفوائد المستحقة، و إسترداد قيمة هذا الدين في ميعاد الإستحقاق المتفق عليه

### شهادات حصص التأسيس

وهناك أيضا شهادات حصص التأسيس التي تعرف بأنها صكوك قابلة للتداول تصدر بغير قيمة اسمية تخول لصاحبها الحق في الحصول على نصيب من أرباح الشركة دون أن يقابلها تقديم حصته في رأس المال. فهي عبارة عن مكافأة تدفع للمؤسسين أو لمن يقدم خدمات للشركة تسهل مهمة تأسيسها، ويشكل منح هذا النوع من السندات خطورة لكون السند هنا لا يمثل نصيبا في رأس المال مما يجعل أصحابها دائما في مركز ممتاز عن أصحاب الأسهم الذين يتحملون خسائر المشروع، لذلك منع المشروع الجزائري إصدار هذا النوع من حصص التأسيس في المادة 715 مكرر 31 بنصها على ما يلي: يحظر إصدار حصص المستفيدين أو حصص المؤسسين، تحت طائلة تطبيق العقوبات المنصوص عليها في المادة 811.

## المحور السادس: تداول القيم داخل بورصة الجزائر

### أولاً. أوامر السوق

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

وقد عرفت المادة 89 من نظام اللجنة رقم 03/97 بنصها على ما يلي: "أمر البورصة هي تعليمة يقدمها زبون إلى الوسيط في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل"

وقد اعتبر المشرع الجزائري أمر البورصة تفويضا حيث جاء في المادة 13 من المرسوم التشريعي

10/93 أنه "يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة أن يبرمو مع زبائنهم عقود تفويض"

وتنقسم أوامر السوق إلى:

### 1-2- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

هي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وفي

هذا الصدد يوجد بديلان من الأوامر:

**2-1-1- أوامر السوق (البيع والشراء):** ويعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعاً، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت إستلام الأمر. ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة.

ومعنى ذلك أن أمر السوق يعني بأن يترك العميل لسمساره حرية إختيار التنفيذ بأفضل سعر من وجهة نظره، ويكون غالباً أقرب سعر إلى سعر إقفال الورقة المالية.

### **2-1-2- الأوامر المحددة السعر (البيع والشراء):**

هناك نوعان من هذه الأوامر وكلاهما يضع حدود السعر، حيث:

- يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة.

- يقوم السمسار بإغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع.

- عادة ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر.

### **2-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:**

**2-2-1- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة:** تحديد سعر معين للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة.

**2-2-2- الأمر المفتوح في حدود سعر معين:** لا يحدد فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويقوم السمسار بإغتنام



الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر.

## 2-3- الأوامر الخاصة: وتتفرع الأوامر الخاصة إلى:

2-3-1- أوامر الإيقاف: لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها ويوجد نوعان من الإيقاف:

**النوع الأول:** أوامر تتعلق بالبيع، يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو إنخفض عنه.

**النوع الثاني:** أوامر تتعلق بالشراء، يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها، فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشأن أسهم منشأة ما بخلاف توقعات المستثمر، حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

2-3-2- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه. وعادة ما يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم.

## ثانيا: أنظمة التسعير ( طرق عرض أوامر البورصة )

المقصود من عرض الأوامر هو إعلام الوسطاء العاملين بالبورصة بالأمر الصادر من المستثمر بواسطة وسيطه المخول، وإن طرق أو أساليب عرض أوامر البورصة منها ما هو تقليدي ومنها ما هو حديث وأهم هذه الأساليب هي:

## 1- أسلوب المناذاة:

وهو الأسلوب التقليدي في عملية التداول وفيه يقوم الوسيط بعرض الأمر الصادر إليه بالمناذات بصوت مرتفع حتى يسمعه الوسطاء الآخرون، فإذا تقدم أحدهم إلى المقصورة الرئيسة دار بينهما التفاوض حول إتمام الصفقة وعلى الوسيط إختيار أفضل الأسعار التي تتاسبه من بين المتقدمين.

## 2- أسلوب التسعير بالعارضة:

يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية جميع عروض البيع والشراء ومجموع هذه التسجيلات يؤدي إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وحدود الأسعار المعروضة.

## 3- أسلوب لوحات العرض:

وهذا الأسلوب حديث نسبيا، ويقوم بموجبه الوسيط بعد تلقي الأمر الصادر إليه من المستثمر بكتابته على إحدى البطاقات، ثم يقوم بتسليم هذه البطاقة ( عروض - طلبات ) إلى الموظف المختص بالبورصة وذلك قبل إفتتاح جلسة التداول بمدة كافية لكي يتم تدوينها على اللوحة بطريقة تظهر على جميع لوحات العرض المنتشرة على جانبي المقصورة في البورصة، ويتم تخصيص هذه الجداول إلى أقسام عديدة سواء من حيث نوع الورقة أم السعر أم الكمية محل التداول من الأوراق المالية.

## 4- الأسلوب الحديث - إستخدام الحاسوب الآلي:

ويتمثل هذا الأسلوب في تسجيل وإتمام عمليات التداول عن طريق الحاسوب الآلي. وفيه يقوم الوسيط بعد تلقي الأوامر بتسجيلها على شاشة الحاسوب، وبدلا من قيام موظف المقصورة بتوصيل العروض بالطلبات التي تطابقها، فإن الحاسوب الآلي هو الذي يتولى هذه المهمة، ثم تسجل العملية بعد تمامها، وتستخرج شهادة إتمام الصفقة، أما من حيث تحديد السعر فإن الحاسوب يختار سعر الإفتتاح في

النقطة التي تتلاقى عندها أعلى كمية معروضة مع أعلى عروض للأسعار. ثم يقوم الحاسوب بإجراء عملية جمع تكراري (مزايدة عن طريق الحاسوب) تتلاقى فيه العروض مع الطلبات دون تدخل من أحد وينحصر دور الوسيط هنا في مد البورصة بأقراص تحتوي على أسماء (كود) المستثمرين الجدد حتى يتم ترجمة الكود بشكل فوري عقب العملية لإستخراج شهادة نقل الملكية بإسم المشتري الجديد بعد ترجمة الكود

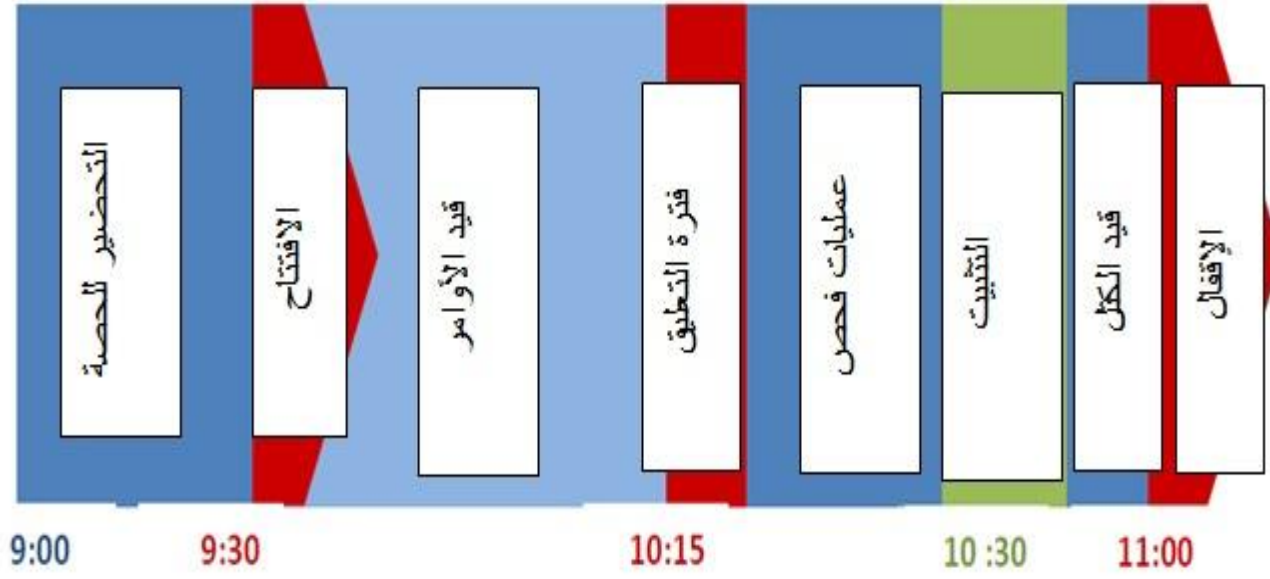
### ثالثاً. تسعير القيم المنقولة في بورصة الجزائر

لقد حدد المشرع الجزائري مجريات تسعير القيم المنقولة سواء من حيث التنظيم المسبق لسير حصص التسعيرة المسندة للهيئة المشرفة والممثلة في شركة تنظيم بورصة القيم التي لها سلطات واسعة في مجال تنظيم التسعير، في إطار الطابع التنظيمي لسير حصص التداول، أو من حيث مباشرة عملية التسعير ذاتها والمتمثلة في إجراءات تسعير القيم المنقولة.

#### مواقيت و طريقة التسعير

تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل ثلاثة ايام في الاسبوع من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية. بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة، يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه. وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت. ويتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، في ختام الحصة، يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات. وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقاً للسعر المحدد في السوق.

ويمكن تلخيص مسار حصة التداول على النحو التالي:



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

## المحور السابع: نظام تسوية القيم المنقولة في بورصة الجزائر

تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقاً فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجره.

وبعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها.

عند تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المبيعة وتسوية السندات المشتراة. ويتم إجراء العملتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.

فمنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة. إذ صارت تُسجّل في حسابات السندات وتُدار من قبل ماسكي الحسابات-محافظي السندات.

من المهم الإشارة إلى أن الوسطاء في عمليات البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجراءها. وفي حالة عدم تسليم السندات خلال الآجال المحددة، يُعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفاً عن التسليم. ويمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في هذه الحالة، أن تقوم بإعادة شراء السندات التي لم يتم تسليمها في السوق.

وقد قام المشرع الجزائري بتغييرات جذرية فيما يخص تسوية السندات وذلك من حيث الإشراف على هذه العملية، مما أدى إلى ظهور علاقات جديدة بين الأطراف المتدخلة في هذه المرحلة والتي كانت

نتيجة لاستقلالية منظومة تسوية عمليات التداول، إلى جانب ذلك فقد أدت هذه الاستقلالية إلى تغيير سير إجراءات تسوية عمليات التداول

### أولاً. استقلالية منظومة تسوية عمليات التداول

أسندت مهمة التسوية والتسليم في عمليات التداول الجارية في البورصة الجزائرية المؤتمر المركزي للسندات وذلك طبقاً للقانون رقم 04/03 المعدل للمرسوم التشريعي رقم 10/93 بعدما كانت من اختصاص شركة تنظيم بورصة الجزائر، وغاية المشرع في ذلك هو مواكبة التحولات الحاصلة في الأسواق المالية، ومن إعطاء تنظيم أكثر فاعلية للسوق وكذا ضمان تسوية أكثر سرعة وسلامة بإنشاء جهاز مختص في التسوية ونقل الملكية مسائراً في ذلك نظيره المشرع الفرنسي في هذا الشأن.

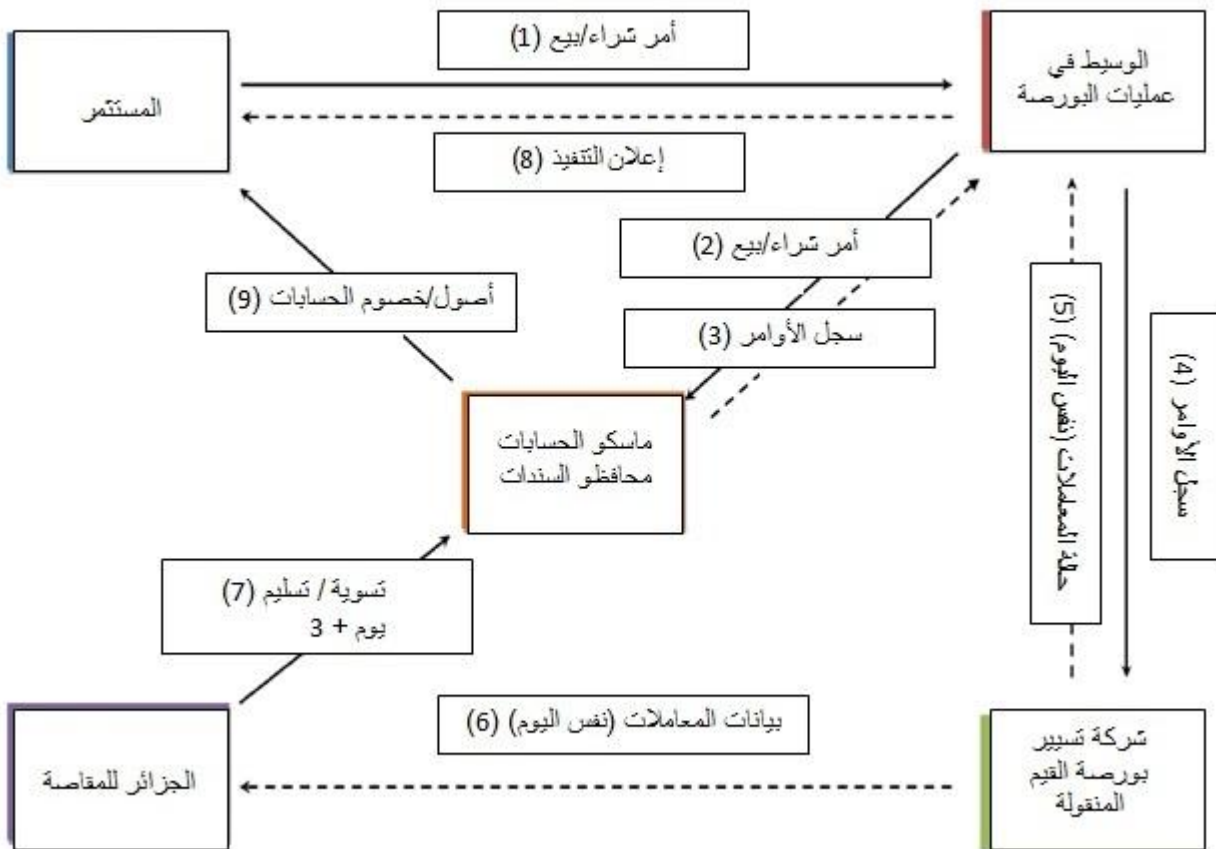
ويرعى المؤتمر المركزي للسندات أو نظام الجزائرية للتسوية عملية نقل ملكية الأوراق المالية حيث أصدرت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات بورصة الجزائر بمناسبة ذلك النظام 03 - 01 المتعلق بالمؤتمر المركزي للسندات والذي حدد آليات التسوية، عن طريق نظام تسوية سندات يسيره المؤتمر المركزي بالإنجاز الآلي والمتزامن للسندات وتسليمها التي كانت موضوع عمليات تداول بين وسيط عمليات البورصة، إضافة إلى بنك الجزائر المكلف بالتسوية النقدية في إطار الإتفاقية المبرمة بينه وبين المؤتمر المركزي للسندات، يقوم نظام التسوية والتسليم على وظيفتين أساسيتين وهما التصديق على العمليات المنجزة، وقيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات (م.م.ل.س) وفي حسابات جارية نقداً في بنك الجزائر

و تجدر الإشارة إلى أن المؤتمر المركزي للسندات لا يتعامل مباشرة مع أطراف العقد، وبالتالي هنالك مستويين من العلاقات القانونية، الأول هو علاقة وسيط عمليات البورصة مع العملاء، التي هي علاقة تعاقدية يحكمها العقد والقوانين الخاصة في السوق المالية، أما المستوى الثاني هو علاقة وسيط

عمليات البورصة مع المؤتمن المركزي للسندات ، وفي هذا المستوى فإن وسيط عمليات البورصة لا يعد وكيلًا عن عملائه، وإنما هو أصيل في المؤتمن المركزي للسندات ، وبالتالي يكتسب عضوية الإيداع المركز.

## ثانياً. سير إجراءات التسوية

بعد تأكيد التنفيذ تتم التسوية وفق مراحل مجسدة في أنظمة فرعية، وهي النظام الفرعي لضبط الأوامر، والنظام الفرعي لحل العمليات، ويبين الشكل البياني التالي عملية اقتناء و/ أو بيع السندات في البورصة وفق هذه الانظمة



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

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

• النظام الفرعي لحل العمليات: يتلقى هذا النظام أوامر التسليم مقابل الدفع الصادرة عن نظام الفرعي لضبط الأوامر، كما يتلقى أوامر التسليم الأخرى الصادرة عن النظام الفرعي للقرن المتعلق بالعمليات خارج السوق المنظمة ويتولى النظام الفرعي لحل العمليات معالجة الحركات التي يحل تاريخ الخصم الحسابي لها بواسطة أطوار متتالية تتم في غضون دراسة عمليات التسوية و التسليم سطرًا سطرًا، تتجسد هذه الدراسة في معاينة مدى كفاية الرصيد من السندات بالنسبة للمسلم البائع و النقود بالنسبة للمستلم المشتري ثم التصديق عليها عند كفايتها، ولكن في حال عدم كفاية الرصيد من السندات أو النقود تبقى العمليات معلقة في انتظار طور المعالجة الموالي.

ويترتب على التصديق على العمليات المنجزة اعتبارها مختتمة نهائيا ، ونتيجة لذلك يقوم المؤتمر المركزي للسندات بتبليغ بنك الجزائر بوضعية السيولة النقدية للمشاركين لكي يتم بصفة متلازمة بقيد ما يأتي في دفاتر الحسابات وهو ما يعرف بالتسوية المزدوجة مثلما هو معمول به في بورصة باريس :



1. يتولى المؤتمن المركزي للسندات عملية التحويل الخاصة بتسليم السندات في الحسابات الجارية للمشاركين التي تكون تحت إدارته.

2. يتولى بنك الجزائر التسوية النقدية بقتد حركات النقود المطابقة في حسابات التسوية للمشاركين والتي تكون تحت إدارة هذا الأخير.

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

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

### ثالثا. تسوية السندات في العقود ذات الأجل

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

## آليات التسوية في العقود الثنائية الأطراف

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

### 1. التصفية النهائية: يلاحظ أن التسوية في عقود التداول الآجلة غالبا ما تتم من خلال حساب

الفروقات المالية الناجمة عن التنفيذ دون اللجوء للتسليم و الإستلام ولكن يمكن أن تتباين التسوية حسب نوع العقد وفق ما يلي:

- بالنسبة للعقود الباتة القطعية يتم تسويتها إما بالالتزام بتنفيذ العقد عن طريق التسليم و التسلم لكل من الثمن والأوراق المالية، وإما دفع الفارق بين سعر التعاقد وسعر السوق إن كان البائع أو المشتري مضاربا أو بتقديم أجل التسوية قبل تاريخه في حالة تضمين العقد بشرط .
- بالنسبة لعقود التداول الآجلة بشرط التعويض يتم تسويتها إما بالتسليم والدفع، أو إلغاء التسوية بدفع مبلغ التعويض سواء كان هذا الإلغاء من البائع أو من المشتري.
- بالنسبة للعقود الآجلة بشرط الزيادة يتم تسويتها بتسليم الأوراق المالية محل العقد، أما الكمية الزائدة فيقع الإختيار بين طلبها من عدمه بعد دفع تعويض مسبقا غير قابل للرد.

### 2. تصفية بالترحيل: يلجا المستثمر إلى هذا النوع من التسوية عندما يكون مضاربا باستخدامه لتقنية

الرافعة المالية بحيث يلجأ إلى شراء الأوراق المالية بعقد مؤجل سواء بالشراء أو البيع متوقعا ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ التسوية أو الاستحقاق في حال الشراء، أو متوقعا انخفاض قيمتها السوقية في حال البيع، فيختار المستثمر تصفية العقد بترحيله عن طريق إبرام عقد آخر ويبقى مقرونا بالعقد الأول، أي يؤجل التصفية إلى موعد تصفية جديد أملا في تغير الأسعار في صالحه ويتحمل بذلك نفقات هذا الترحيل، والفرق بين التصفية النهائية والتصفية بالترحيل، أن المستثمر في الحالة الثانية لا يصفى مركزه بصفة نهائية بل يعتمد إعادة تأجيل التصفية لموعد لاحق.

## آليات التسوية في عقود التداول ثلاثية الأطراف

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

أ. تسوية عقود التداول الإختيارية تتم تسوية عقود الإختيار إما بممارسة حق الخيار فتتحول بذلك إلى صفقات شراء وبيع فتطبق عليها قواعد التسوية الجاري العمل بها في السوق المالي.

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

### ب. تسوية العقد المستقبلي

لا يختلف دور بيت المقاصة في عقد التداول المستقبلي عنه في عقد الخيار، إذ يعد طرفا في العلاقة العقدية كبائع للمشتري وكمشتري للبائع، يسبق ذلك فتح حساب هامش لضمان تنفيذ العقد ، لدى وسيط عمليات البورصة قبل وضع الأوامر قيد التنفيذ، يمثل الحساب وديعة تتراوح بين 5 % إلى 18 %

من قيمة العقد، ولا يشترط في الهامش المبدئي أن يكون نقديا إذ يمكن استخدام الأوراق المالية كضمان، بعدها يتلقى وسيط عمليات البورصة الأوامر من الزبون فيعمد لنقلها إلى البورصة، وعند مقابلة الأوامر يقوم بتثبيت الصفقة وتوثيقها لدى بيت المقاصة .

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

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

#### رابعاً. شطب القيم المنقولة

إن القيم المنقولة في البورصة لا يعد نهائيا أو أبديا وإنما يخضع لتطور أوضاع الشركات المصدرة فيما إذا كانت سلبية أو ايجابية، ولما تراه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كما يمكن للجهات

المصدرة أن تطلب شطب قيمها من السوق إذا تعلق الأمر بالأسهم، ويتم الشطب تلقائياً إذا تعلق الأمر بالسندات عند وصول أجل استحقاقها.

ولقد فسر القانون بوضوح هذا الجانب لماله من أهمية في الحفاظ على مصالح المستثمرين وقد نص القانون المشرع بطريقتين يمكن من خلالها شطب القيم المتداولة في البورصة تتمثل فيما يلي:

أ. الشطب التلقائي: يكون الشطب التلقائي في حالتين هما:

- حالة المادة 69 من نظام اللجنة رقم 03/97 حيث يمكن لشركة تسيير بورصة القيم ان توصي اللجنة بشطب قيمة من القيم المتداولة في البورصة وذلك بالنظر إلى:

- المعدل اليومي للمعاملات المعبر عنها بالدينار وبالسندات وكذا عدد أيام التداول خلال السنة
- دفع الأرباح خلال السنوات الثلاثة الأخيرة
- نسبة رأس المال الموزع على الجمهور

على أن تحدد اللجنة بالاتفاق مع شركة تسيير بورصة القيم الحدود الدنيا التي تؤخذ بعين الاعتبار في تقرير شطب القيم.

- حالة المادة 70 من نفس النظام، حيث يتم الشطب التلقائي للقيم وذلك عند حلول أجل السند، لاسيما في حالة تسديد سندات الدين أو عند زوال الشركة المصدرة.

ب. الشطب بناء على الطلب: مكن المشرع كل الجهات المصدرة من امكانية سحب قيمها من

السوق طواعيتا عن طريق تقديم طلب عرض عمومي للسحب يتعلق بقيمها المنقولة.

ويتم الشطب هنا بعد تقديم طلب سحب السندات المسعرة الى شركة تسيير بورصة القيم لتتولى

عملية التحقيق في الطلب وترسله بعد ذلك إلى اللجنة للحصول على التأشيرة المسبقة لإجراء العرض

العمومي للسحب، ثم تنشر الشركة بلاغ فتح العرض يوضح فيه السعر والشروط التي بموجبها تعرض

الشركة وخلال ثلاثين يوما على الأقل إعادة شراء السندات التي ستقدم إليها، ليتم بعد ذلك نشر بيان الشطب من طرف شركة تسيير بورصة القيم.

ونشير في الأخير أن شطب سند رأس مال يعني أن كل السندات المرتبطة بها أو التي ترجع إليها مثل سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال وكذا القسائم والحقوق المتعلقة بهذه السندات، ومشطبة هي الأخرى من جدول الاسعار.

## المحور الثامن: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

سيتم تقديم في هذا الجزء المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر وأنواع القيم المنقولة المدرجة

خلال سنة 2020.

### أولاً. القيم المنقولة المتداولة في السوق الرسمي

يوجد في البورصة المؤسسات معروفة بنجاحها الاقتصادي، وذلك بعد أن تحصلوا على تأشيرة

القبول من لجنة البورصة، وهذا من الدعوة العامة للادخار أي فتح رأسمال المؤسسات، وهذه المؤسسات

موضحة في الجدول الموالي

الجدول رقم (02): المؤسسات المدرجة في السوق الرسمي لبورصة الجزائر خلال سنة 2020

الشركات	نوع القيم المنقولة	تفاصيل
م.ت.ف. الأوراسي AUR	سندات رأس المال	<p>– الاسم: مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي</p> <p>– <u>المنشيء</u>: المؤسسة القابضة العامة للخدمات</p> <p>– رأس المال الاجتماعي: 1.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 6000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.</p> <p>– <u>الكمية المعروضة</u>: 1200000 سهم تمثل 20%</p>

<p>من رأس المال</p> <p>– <u>سعر العرض</u>: 400 دينار جزائري</p> <p>– <u>الوسيط في عمليات البورصة المرافق</u>: الراشد المالي</p> <p>– <u>الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع</u> أوامر <u>الشراء</u>: الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة Sogefi، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Soficop وشركة توظيف القيم المنقولة SPDM</p> <p>– <u>سعر السهم الحالي نهاية جويلية 2020</u>: 560 دج</p>		
<p>– العرض العلني الاكتاب</p> <p>– <u>الاسم</u>: أليانس للتأمينات</p> <p>– <u>رأس المال الاجتماعي</u>: 2205714180 دينار جزائري، موزعة على 5804511 سهم بقيمة اسمية قدرها 380 دينار جزائري.</p> <p>– <u>الكمية المعروضة</u>: 1804511 سهم، تمثل 31% من رأس المال.</p> <p>– <u>سعر الإصدار</u>: 830 دينار جزائري</p>	<p>سندات رأس المال</p>	<p>أليانس للتأمينات ALL</p>



<p>- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: القرض الشعبي الجزائري (CPA)</p> <p>- الوسيط في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، صندوق التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي إن بي باريا الجزائر، سوسيتيه جنرال الجزائر</p> <p>- <u>سعر السهم الحالي نهاية جويلية 2020: 375</u> دج</p>		
<p>- العرض العلني للبيع</p> <p>- الاسم: أن سي أ-روبية ش.ذ.أ</p> <p>- رأس المال الاجتماعي: 849195000 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم بقيمة اسمية قدرها 100 دينار جزائري.</p> <p>- <u>الكمية المعروضة: 2122988 سهم تمثل 25%</u> من رأس المال</p> <p>- <u>سعر الإصدار: 400 دينار جزائري</u></p> <p>- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: بي إن بي</p>	<p>سندات رأس المال</p>	<p>أن سي أ روبية ROUI</p>

<p>باريبا الجزائر</p> <p>– نقابة التوظيف المكلفة بجمع أوامر الشراء: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي إن بي باريبا الجزائر، سوسيتيه جنرال الجزائر.</p>		
<p>– الاسم: مؤسسة بيوفارم الجزائر ش.ذ.أ</p> <p>– رأس المال الاجتماعي: 5.104.375.000 دينار جزائري أو ما يعادل 25521875 سهم بقيمة اسمية قدرها 200 دينار جزائري.</p> <p>– الكمية المعروضة: 5.104.375 سهم تمثل 20% من رأس المال أي 6.252.859.375 دينار جزائري</p> <p>– سعر العرض: 1.225 دينار جزائري</p> <p>– الوسيط في عمليات البورصة المرافق: البنك الخارجي الجزائري</p> <p>– الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع</p>	<p>سندات رأس المال</p>	<p>بيوفارم BIO</p>

<p><u>أوامر الشراء</u>: البنك الخارجي الجزائري وبنك الفلاحة والتنمية الريفية وبنك التنمية المحلية، إضافة إلى البنك الوطني الجزائري والبنك الوطني "باريبا" الجزائر والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنك وبنك "سوسيتي جنرال" وشركة "تال ماركت"</p> <p>- <u>سعر السهم الحالي نهاية جويلية 2020: 1212</u></p> <p>دج</p>		
<p>- <u>الاسم</u>: المجمع الصناعي صيدال</p> <p>- <u>المُنشئ</u>: القابضة العامة للكيمياء والصيدلة</p> <p>- <u>رأس المال الاجتماعي</u>: 2.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 10000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.</p> <p>- <u>الكمية المعروضة</u>: 2000000 سهم تمثل 20% من رأس المال الاجتماعي.</p> <p>- <u>سعر العرض</u>: 800 دينار جزائري</p> <p>- <u>الوسيط في عمليات البورصة المرافق</u>: المؤسسة المالية العامة Sogefi</p> <p>- <u>الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع</u></p> <p><u>أوامر الشراء</u>: المؤسسة المالية العامة Sogefi ،</p>	<p>سندات رأس المال</p>	<p>صيدال SAI</p>

<p>الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف</p> <p>Soficop وشركة توظيف القيم المنقولة SPDM</p> <p>– <u>سعر السهم الحالي نهاية جويلية 2020: 577</u></p> <p>دج</p>		
---	--	--

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

تم تعليق تداول أسهم شركة رويبة ابتداء من تاريخ 19 جانفي 2020 غير أنه تم سحبها نهائيا من التداول وفق الخصائص الرئيسية للعرض العلني للسحب.

- رأس المال الاجتماعي لشركة أن سي أي رويبة: 849.195.000 دج
- عدد الأسهم التي يمكن استردادها: 2.126.265 سهم
- القيمة الاسمية للسهم: 100 دج
- سعر الاسترداد : 258 دج
- إشعار افتتاح العرض العلني للسحب من طرف بورصة الجزائر 14 جوان 2020
- اختتام العرض العلني للسحب 14 جويلية 2020
- نشر نتائج العرض العلني للسحب 16 جويلية 2020
- سحب أسهم أن سي أي رويبة من سوق الأوراق المالية: 26 جويلية 2020
- تسوية وتسليم عملية السحب والدفع للمساهمين الأقلية المعلنة 29 جويلية 2020

رغم أن بورصة الجزائر بدأت في العمل منذ سنة 1998 غير أنها قائمة لحد الآن فقط بأربعة مؤسسات منذ إنشائها فهي لم تجد إقبال من طرف المؤسسات سواء أن كانت عمومية أو خاصة فمنها من لم تتمتع بالشروط الصارمة الموضوعية من طرف إدارة البورصة، ومنها من لم تود الدخول فيها نتيجة

لعدة أسباب من بينها أن طبيعة المؤسسات الموجودة تكون مؤسسات عائلية وكذا نقص الثقة جعلتهم يمتنعون عن دخول إلى البورصة.

كما نلاحظ أيضا من الجدول أن نسبة الأسهم المتداولة في البورصة لكل مؤسسة 20% فقط من مجموع أسهمها وهي نسبة ضئيلة جدا مما يكون أرباحها قليلة أيضا فكان من الأفضل أن تكون النسبة أكبر من 50% من مجموع أسهمها لتشجيع أكثر المستثمرين في التداول بها.

### ثانيا. المؤسسات المدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الجدول رقم (03): المؤسسات المدرجة في السوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر

خلال سنة 2020

الشركات	نوع القيم المنقولة	تفاصيل
أوم انفست AOM	سندات رأس المال	<ul style="list-style-type: none"> <li>- الترميز في البورصة، AOM</li> <li>- فئة الأسهم: أسهم عادية .</li> <li>- إجراءات الإدراج: الإجراء العادي .</li> <li>- السعر المرجعي : 297 دج .</li> <li>- عتبة الصفقات: 5 ملايين دينار .</li> <li>- سوق الإدراج: السوق الشركات الصغيرة و المتوسطة .</li> <li>- طريقة الإدراج: بالتثبيث .</li> </ul>

– مرقى البورصة RMG Consulting Algeria		
– سعر السهم الحالي نهاية جويلية 2020: 490 دج		

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

في سبيل ترقية ودعم المحيط المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة قامت الجزائر من خلال بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كونها مؤسسات تقوم بدور فعال من خلال دفع عجلة التنمية الاقتصادية، غير أنه للأسف تم إدراج مؤسسة واحدة فقط وهي مؤسسة أوم انفتت.

**ثالثا. سوق سندات الخزينة المدرجة**

**الجدول رقم (04): سندات الخزينة المدرجة في السوق السندات لبورصة الجزائر خلال سنة 2020**

الفئة	الرمز	رمز ISIN	سعر الإدراج	تاريخ الإدراج	تاريخ الاستحقاق	حجم الإصدار 10 <sup>6</sup> دج	نسبة الفائدة
<b>O.A.T 10ans</b>	O100521	DZ0000700231	111.56	04/05/2011	05/05/2021	5 000,00	3.50 %
<b>O.A.T 15ans</b>	O150721	DZ0000700074	102.16	12/07/2006	12/07/2021	27 000,00	5,00 %
<b>O.A.T 15ans</b>	O150122	DZ0000700090	103.05	17/01/2007	17/01/2022	16 000,00	5,00 %
<b>O.A.T 15ans</b>	O150123	DZ0000700132	110.66	16/01/2008	16/01/2023	6 000,00	5,00 %
<b>O.A.T 10ans</b>	O100422	DZ0000700264	108.85	18/04/2012	20/04/2022	15 000,00	3.50 %
<b>O.A.T 10ans</b>	O100623	DZ0000700298	108.93	05/06/2013	09/06/2023	5 000,00	3.50 %
<b>O.A.T 15ans</b>	O151223	DZ0000700157	120.22	10/12/2008	11/12/2023	1 000,00	3.75 %

<b>O.A.T 15ans</b>	O150324	DZ0000700181	108.58	18/03/2009	18/03/2024	15 000,00	3.75 %
<b>O.A.T 15ans</b>	O150425	DZ0000700215	109.6	07/04/2010	07/04/2025	19 900,00	3.75 %
<b>O.A.T 15ans</b>	O150626	DZ0000700249	115.62	01/06/2011	01/06/2026	5 000,00	3.75 %
<b>O.A.T 15ans</b>	O150527	DZ0000700272	106.3	02/05/2012	03/05/2027	15 000,00	3.75 %
<b>O.A.T 15ans</b>	O150728	DZ0000700306	100.00	03/07/2013	07/07/2028	5 000,00	3.75 %
<b>O.A.T 7 ans</b>	O070121	DZ0000700314	100.05	26/01/2014	26/01/2021	37 592,00	3,00 %
<b>O.A.T 10ans</b>	O100224	DZ0000700322	100.05	23/02/2014	23/02/2024	41 232,00	3.50 %
<b>O.A.T 15ans</b>	O150329	DZ0000700330	100.10	23/03/2014	23/03/2029	48 177,00	3.75 %
<b>O.A.T 7 ans</b>	O070722	DZ0000020348	98.43	05/07/2015	05/07/2022	21 882,00	3.25 %
<b>O.A.T 15ans</b>	O150730	DZ0000700363	90.50	15/07/2015	19/07/2030	31 590,00	4,00 %
<b>O.A.T 10ans</b>	O100725	DZ0000700355	92.20	08/07/2015	12/07/2025	23 653,00	3.75 %
<b>O.A.T 7 ans</b>	O070124	DZ0000700371	95.50	18/01/2017	22/01/2024	953,00	4.00 %
<b>O.A.T 10ans</b>	O101027	DZ0000700397	77.00	29/10/2017	29/10/2027	7 520,00	4.00 %
<b>O.A.T 7 ans</b>	O070125	DZ0000700405	89.29	14/01/2018	14/01/2025	23 152,00	5.00%
<b>O.A.T 15ans</b>	O150233	DZ0000700421	87.24	25/02/2018	04/02/2033	22 100,00	6.50%
<b>O.A.T 10ans</b>	O100128	DZ0000700413	88.69	21/01/2018	21/01/2028	21 300,00	5.75 %
<b>O.A.T 10ans</b>	O100229	DZ0000700439	87.98	03/02/2019	03/02/2029	11 853,00	5.75 %
<b>O.A.T 15ans</b>	O150434	DZ0000700454	87.538	17/04/2019	21/04/2034	17 593,00	6.50%

<b>O.A.T 7 ans</b>	O070326	DZ0000700447	89.725	06/03/2019	10/03/2026	19 486,00	5.00%
<b>O.A.T 7 ans</b>	O071026	DZ0000700462	89.725	02/10/2019	06/10/2026	22 880,00	5.00%
<b>O.A.T 10ans</b>	O100230	DZ0000700470	88.074	19/02/2020	23/02/2030	6 063,00	5.75%
<b>O.A.T 15ans</b>	O150435	DZ0000700488	87.550	22/04/2020	26/04/2035	2 437,00	6.5%
<b>O.A.T 7 ans</b>	O070727	DZ0000700496	89.721	01/07/2020	05/07/2027	5 000,00	5.00%

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر

من الجدول السابق نلاحظ أن السندات المطروحة للتداول هي سندات الخزينة فقط مدتها تختلف من 07 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة، بمعدلات فائدة مختلفة أيضا من 3.5% إلى غاية 6.5%، وأيضا بحجم وسعر مختلف، وبذلك وصل عدد أنواع هذه السندات إلى 30 نوع من سندات الخزينة.



## المراجع:

### I. المراجع بالعربية:

1. أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، (دار الجوزي، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2005)
2. أرشيد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، (دار المسيرة، الأردن، 2004)
3. أسامة عبد الخالق الانصاري، الإدارة المالية، (دار كتب عربية للنشر الالكتروني، مصر)
4. أشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، (هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات المتحدة العربية، 2005)
5. بن عزوز فتيحة، دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حماية المساهم في شركة المساهمة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان، 2016
6. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، (دار هومة للطبع، الجزائر، 2002)
7. حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني، مؤتمر العلمي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، أيام 6-8 مارس 2007، جامعة الإمارات العربية المتحدة .

8. دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، ( دار المسيرة، الأردن، 2009)
9. دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، ( دار المسيرة، الأردن، 2009).
10. رسمية احمد أبو موسى، الاستثمار في الأوراق المالية الأسواق المالية النقدية، ( دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005)
11. زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، ( دار النفائس، الأردن، 2008)
12. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007)
13. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، ( دار النشر للجامعات، مصر، 2005)
14. سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، ( دار الراية، الأردن، 2009).
15. السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، ( دار الأمين، مصر، 2006)
16. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ( دار الفكر، الأردن، 2010)
17. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ( دار الفكر المعاصر، بيروت، 2001)
18. صلاح الدين حسين السيمسي ، بورصات الأوراق المالية، (عالم الكتب، مصر، 2003)
19. عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية، ( دار طيبة، مصر، 2008)

20. عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق،

مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005)

21. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، (الدار الجامعية، مصر، 2003).

22. علي عباس، إدارة الأعمال الدولية، (دار الحامد، الأردن، 2007)

23. عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة، أهميتها، أنواعها واستراتيجياتها (بورصة EURONEXT

PARIS)، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2017.

24. فتيحة ابن بوسحاقي، بورصة الجزائر - راقع وأفاق-، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة

ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص النقود المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،

جامعة الجزائر، 2003.

25. قرواش رضوان، مقياس قانون بورصة القيم المنقولة، مطبوعة غير منشورة لمقدمة لطلبة السنة

الثالثة حقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد لمين دباغين سطيف 02.

26. ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، (دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004)

27. محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، (دار كتب عربية للنشر الإلكتروني، مصر)

28. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، (دار زمزم ، الأردن،

2009)

29. محمد صالح الحناوي والآخرين، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، (المكتب الجامعي

الحديث، مصر، 2007).

30. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، ( دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1427-2006)
31. محمد محمود داغر، الأسواق المالية - مؤسسات اوراق بورصات - ، (دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2005)
32. محمد مطر، إدارة الاستثمارات \_ الإطار النظري و التطبيقات العملية \_ ، (دار وائل للنشر، عمان، 2004)
33. محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية \_ ( دار وائل للنشر، الأردن، 2004)
34. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، (دار وائل للنشر، الأردن، 2004).
35. مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، (الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008)
36. مفيد عبد اللاوي، محاضرات في الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، (مطبعة مزوار، الوادي، 2007،
37. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، (منشأة المعارف، مصر، 2008)
38. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ( منشأة المعارف، مصر، 1997 )
39. ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، (دار وائل، الأردن، 1999)
40. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ( دار الصفاء لنشر والتوزيع، عمان، 2003)

## II. المواقع الانترنت

41. الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، على الموقع: <http://www.sgbv.dz/ar/index.php>

## III. المراجع باللغة الأجنبية:

42. Don M. Chance, Robert Brooks, An Introduction to Derivatives and Risk Management, (Thomson Higher Education by South-Western, Seventh Edition, Canada, 2006)

43. Emre Ergungor, **Securitization**, Federal Reserve Bank of Cleveland, August 15, 2003. Sur le site: [www.clevelandfed.org](http://www.clevelandfed.org), le: 21/03/2019, à 14:37

44. Abdelkader beltas, Marché des capitaux et la structure par échéance des taux d'intérêt, (Edition LEGENDE, 2008, Alger.)

45. Steve Ambler, **économie financière: Introduction à l'économie financière**, Université du Québec à Montréal, 2010.

46. Michel Jura, Technique financière internationale, Dunod, 2<sup>e</sup> edition, paris, 2003.