



جامعة الجبالي بونعامة خميس مليانة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم المالية والمحاسبة



الموضوع :

الأسواق المالية  
-دراسة حالة بورصة الجزائر-

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في علوم المالية والمحاسبة  
تخصص: محاسبة وتدقيق

اعداد الطالب

✓ سلمان بلال

أعضاء لجنة المناقشة:

د/ تبيري يوسف - جامعة الجبالي بونعامة خميس مليانة- رئيسا

د/ حميدوش امحمد - جامعة الجبالي بونعامة خميس مليانة- مشرفا

د/ خالفي خالد -جامعة الجبالي بونعامة خميس مليانة-ممتحنا

السنة الجامعية : 2018/2017



جامعة الجيلالي بونعامة بخميس مليانة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم المالية والمحاسبة

الموضوع:

الأسواق المالية  
-دراسة حالة بورصة الجزائر-

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في علوم المالية والمحاسبة  
تخصص: محاسبة وتدقيق

اعداد الطالب

✓ سلمان بلال

أعضاء لجنة المناقشة:

د/ تبيري يوسف - جامعة الجيلالي بونعامة خميس مليانة- رئيسا

د/ حميدوش امحمد - جامعة الجيلالي بونعامة خميس مليانة- مشرفا

د/ خالفي خالد -جامعة الجيلالي بونعامة خميس مليانة-ممتحنا

السنة الجامعية: 2018/2017

# شكر وعرfan

ان الحمد لله حمدة ونستعينه ونستغفره ونستهديه ونتوب اليه من شرور أنفسنا وسيئات  
اعمالنا من يهديه الله فلا مضل له من يضلل فلا هادي له اما بعد صدق حبيب الله  
عزوجل حين قال:

"من لم يشكر الناس لم يشكر الله ومن اسدي ا ليكم معرفا فكافئوه فان لم تستطيعوا فادعوا له".

أولا وقبل كل شيء نشكر الله وحمده حمدا كثيرا مباركا على هذه النعمة الطيبة والنافعة نعمة  
العلم والبصيرة.

يشرفني ان اتقدم بجزيل الشكر والعرfan الي الدكتور الفاضل المشرف علي هذا العمل "  
"على مجهوداته الجبارة التي بذلها والتوجيهاته ونصائحه القيمة التي قدمها لي والثقة التي  
وضعها في والتي كانت حافزا لالتمام هذا العمل المتواضع وإخراجه إلى النور، كما اتقدم  
بخالص الشكر والتقدير الي السادة الاساتذة الكرام اعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم  
بقبول مناقشة هذه المذكرة وتقديمها.



# اهداء

بسم الله الرحمن الرحيم  
(قل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون)  
صدق الله العظيم

الحمد لله وكفى والصلاة والسلام على الحبيب المصطفى سيدنا ونبينا وحبينا محمد صلى الله  
عليه وسلم وبعد:

اهدي ثمرة جهدي هذا إلى من حملتني وهنا على وهن إلى من رعتني بعطفها وغمرتني بحبها إلى  
من تألمت لألمي وفرحت لفرحي إلى من قال فيها عز وجل الجنة تحت اقدام الأمهات إلى امي  
حبيبي الغالية.

إلى من اكتوى بلسعات الدنيا من اجل ان يخرجنا من الظلمات إلى النور إلى من تعلمت منه  
مواجهة بنات الدهر والصمود والتحدي في الحياة إلى من تعب لأجلي وكان بمثابة الضوء الذي  
ينير طريقي إلى من افتخر به إلى ابي العزيز.



A decorative black and white floral frame surrounds the text. The frame consists of a central circle with intricate, symmetrical floral and leaf patterns extending outwards from the top and bottom. The patterns include stylized leaves, scrolls, and a central vertical stem with a pointed tip.

# فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	شكر وعرهان
	اهداء
	الملخص
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الاشكال
أ-ج	مقدمة
36-6	الفصل الأول : نظرة عامة حول الأسواق المالية
10-7	المبحث الأول: ماهية أسواق رؤوس أموال
7	المطلب الأول: نشأة وتطور البورصة وتعريفها.
9-7	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية.
10-9	المطلب الثالث: المتعاملون في سوق رؤوس أموال طويل الأجل
23-11	المبحث الثاني: فعالية السوق المالي ومدى أهميتها
11	المطلب الأول: كفاءة السوق المالي
12-11	المطلب الثاني: أهمية السوق المالي
23-12	المطلب الثالث: أدوات سوق رؤوس أموال طويلة الأجل.
36-24	المبحث الثالث: الكتابة المحاسبية للأسهم والسندات على مستوى المؤسسة الاقتصادية
28-24	المطلب الأول: المعايير الدولية الخاصة بالأوراق المالية:
32-28	المطلب الثاني: المعالجة محاسبة للأسهم والسندات.
36-32	المطلب الثالث : اعادة التقييم الاسهم والسندات
37	الفصل الثاني : الجانب التطبيقي
40-38	المبحث الأول: بورصة الجزائر (نشأتها، المتعاملين فيها، تقييم أدائها)
38	المطلب الأول: مراحل إنشاء بورصة الجزائر
40-39	المطلب الثاني: الهياكل التنظيمية لبورصة الجزائر
50-40	المبحث الثاني: آلية ضبط عمليات البورصة ومراقبتها
41-40	المطلب الأول: تنظيم عمل لجنة ضبط عمليات البورصة ومراقبتها
47-42	المطلب الثاني: مهام واختصاصات لجنة ضبط عمليات البورصة ومراقبتها

50-47	المطلب الثالث: تقييم أداء سوق الأوراق المالية في بورصة الجزائر
51	المبحث الثالث : مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر
51	المطلب الأول: مؤشر حجم السوق
54-51	المطلب الثاني: مؤشر سيولة السوق وكفاءة تسعير الأصول
54	المطلب الثالث: مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق
58-57	الخاتمة



A decorative black and white floral frame with a central circle. The frame features intricate scrollwork and leaf patterns, with a central vertical axis and symmetrical designs on either side.

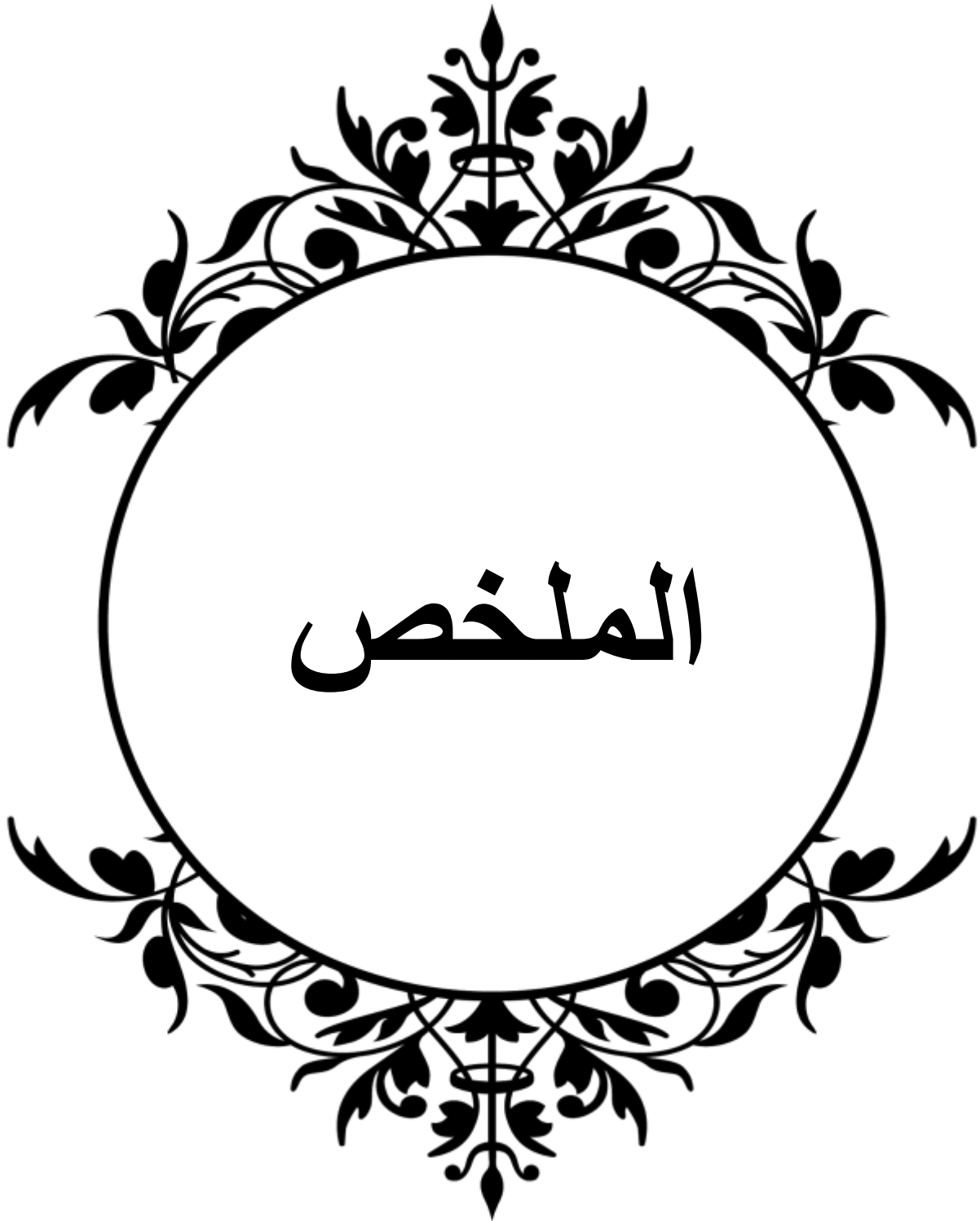
# قائمة الأشكال والجداول

قائمة الجداول

الصفحة	الموضوع
	قائمة الجداول :
8	الجدول رقم 01: أهم الفروقات بين السوقين الأولي والثانوي
15	الجدول رقم 02: مزايا وعيوب التمويل بالأسهم
19	جدول رقم 03: جدول يوضح الخصائص المختلفة للأوراق المالية
47	جدول 04: مؤشرات نشاط بورصة الجزائر خلال سنة 2017
48	جدول 05: مؤشرات أسعار بورصة الجزائر خلال شهر ديسمبر 2017
49	جدول 06: تطور قيمة وحجم الأسهم المتداولة لشهر ديسمبر 2017
49	جدول 07: نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)
50	جدول 08: نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول) 2017
51	جدول 09: مؤشر عدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر
52	جدول 10 : نسبة حجم التداول في بورصة الجزائر (أسهم وسندات).

قائمة الاشكال

الصفحة	قائمة الاشكال :
48	الشكل رقم 1 : مؤشرات أسعار بورصة الجزائر خلال شهر ديسمبر 2017



المُلخَص

**الملخص:**

يهدف هذا البحث إلى تحديد مفاهيم الأسواق المالية والمتعاملين فيها ومدى فعاليتها، حيث تطرقت إلى المعالجة المحاسبية لأهم الأوراق المالية وفق المعايير الدولية المحاسبية والنظام المحاسبي المالي. كما تم عرض كل من فعالية السوق المالي والكتابة المحاسبية، أما في الجانب التطبيقي اعتمدت على دراسة حالة لبورصة الجزائر، والتي مكنتنا من إبراز ضرورة تطوير تفعيل السوق المالي وجعله أكثر أداء وفاعلية في ظل الظروف الاقتصادية الحالية، وتم من خلال هذا البحث ملاحظة وجود بعض الاختلافات في المعالجة المحاسبية للأوراق المالية بالمقارنة مع الاستعمالات الواردة في بعض الإجراءات الخاصة بالمعايير الدولية. ومما ورد فأصبح من الضروري الاهتمام بتنشيط السوق المالي الوطني بغية تمكينه من إعطاء صورة واضحة لكل شركة مدرجة فيه.

**الكلمات المفتاحية:**

السوق المالي، البورصة، المعايير الدولية المحاسبية، أسهم، سندات.

**Résumé :**

Cette recherche vise à déterminer les concepts relatifs aux marchés financiers ainsi que ceux qui y opère et l'efficacité concernant le dit marché et, auquel il a été question de traiter les titres financiers conformément aux normes comptables internationales et le système comptable et financier. Elle a fait part sur l'efficacité du marché financier et sur le plan pratique, nous avons étudié le cas de la Bourse d'Alger et, qui nous a permis de mettre en évidence la nécessité de relancer le marché financier et de le rendre plus performant efficace et performant compte tenu des conditions économiques actuelles. Il a été déduit aussi une certaines différences dans le traitement comptable des titres financiers par rapport à l'utilisation de certaines dispositions qui relatent l'application des normes internationales. Et de ce qui précède, il serait judicieux d'accorder une importance à l'animation du marché financier national afin de lui permettre de refléter une image claire pour chaque société cotée.

**Mots-clés :**

Marchés financiers, Bourse, normes comptables internationales, actions, obligations.



# مقدمة

## توطئة:

تمثل أسواق الأوراق المالية أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي لما لها من آثار على إيجابية على التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال خلق السيولة اللازمة لعملية الاستثمار والتنمية. وسوق الأوراق المالية على غرار الأسواق الأخرى، لها مكان معين ونوع خاص من السلع وهي الأوراق المالية، كما أنها تشكل جزء من السوق المالي الموازي للسوق النقدي، كما يدخل في تنشيط هذه السوق عدد من المتعاملون كالمستثمرين السماسرة والوسطاء من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية، تتمثل هذه الأوراق في المنتجات المتنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات والأوراق المهجنة، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق في الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب الذي يتضمن عدة شروط وميزات تحقق فعالية وكفاءة السوق المالي.

إن نشأة وظهور أسواق الأوراق المالية ارتبط بمجيء وتطور الرأسمالية الصناعية، فوجدت هذه الأسواق يهدف جذب المدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل النمو الاقتصادي، وباعتبار الدول العربية من البلدان النامية التي تسعى إلى تسريع عجلة التنمية وتتطلع لبناء اقتصاد متطور ومزدهر على قاعدة نظام الحرية الاقتصادية، نقلت اهتمامها سوق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق وأقامت سوق خاص بتداول الأصول المالية بعد أن هيأت لها الشروط لتضمن نجاحها، كل هذا تحت واقع اقتصادي غير مساعد على تهيئة الجو المناسب لنشاط هذه الأسواق، نتيجة لهذا وجدت الدول العربية نفسها أمام مجموعة من المعوقات والتحديات.

## إشكالية الدراسة:

وبعد تقديم مختلف النقاط المراد دراستها في البحث وانطلقا من واقع الأسواق المالية يمكن صياغة الإشكالية الآتية:

**ماهية الوسائل التي تؤدي إلى تطوير أسواق المالية؟ وما هو واقعها في ظل المتغيرات الاقتصادية الجزائرية السريعة وكيفية كتابتها محاسبيا؟**

ومن خلال الإشكالية الرئيسية يمكن الأسئلة الفرعية الآتية:

- ماهي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟
- فيما تتمثل أهم المعوقات التي تتوقف وتحول دون تطور الأسواق؟
- كيفية المعالجة المحاسبية للأسهم والسندات؟
- وللإحاطة بالإشكاليات المطروحة وضعت الفرضيات التالية:
- التمويل عن طريق السوق المالي يعد تقنية تمويلية كغيرها من التقنيات المتداولة.
- تتمثل أهم الشروط والمتطلبات التي تواجهها أسواق المالية وتجعلها فعالة.

• إن التشريعات والقوانين الصادرة والمنظمة لأسواق المالية في ظل المعايير الدولية التي تنظم المعالجة المحاسبية لاهم الأدوات المالية.

### أهداف الدراسة:

إن الهدف من هذه الدراسة هو فك الغموض عن ماهية هذا النوع من الأسواق - أسواق رؤوس أموال - وكيفية التعامل فيه وأصوله ومبادئه الأساسية، وأهم هدف هو تحديد واقع السوق المالي هو المرآة العاكسة لاقتصاد أي بلد، خاصة وأن العولمة غزت كافة الأسواق وساعدت من رفع مستوى تطور الأسواق العالمية أكثر.

### أهمية الدراسة:

تبرز أهمية الدراسة في التطورات السريعة التي شهدتها أسواق المال كسوق مصر وسوق الإمارات للأوراق المالية، والحاجة الماسة في ترابط وتكامل أسواق المال لمواجهة تحديات العولمة وإقامة سوق مالية عربية موحدة ومتكاملة تتوفر فيها كل المقومات التي ترفع من مستوى الاقتصاد العربي.

### منهج الدراسة:

رجوعاً إلى عنوان الموضوع الأسواق المالية، فإن طبيعة هذا الموضوع حتمت استخدام الوصفي غالباً، خاصة في الفصل الأول، حيث تم عرض الجوانب الفنية والمحاسبية لأسواق المال عموماً، وكذا الفصل الثاني عبارة عن سرد لواقع تعيشه الأسواق المالية الجزائرية من معوقات وجهود مبذولة لتطويرها إلى نبذة عن نشأة كل سوق على حدا، يتخلله المنهج التحليلي أحياناً في هذين الفصلين عند رصد بعض الإحصاءات.

### الدراسات السابقة

في حدود الدراسات والمراجع التي تم الاطلاع عليها والتي عالجت موضوع الإفصاح المحاسبي والاستثمار في السوق المالية، يمكن ذكر ما يلي:

### 1- باللغة العربية

❖ دراسة محمد أبو العلا الطحان، مقال بعنوان "درجة أهمية المعلومات المالية في ترشيد قرارات الاستثمار بالتطبيق على سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين الشمس، مصر، 1995.

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم إجابات عن الأسئلة الآتية:

- هل المعلومات المحاسبية والمالية تكفي لتحفيز المستثمرين على التعامل باطمئنان في سوق الأسهم؟
- هل يعتمد المستثمرين على البيانات المالية فقط أم هناك بيانات أو معلومات أخرى لا بد من توفرها لهم؟
- هل تعتبر مصادر المعلومات ملائمة أم أنّ هناك نقصاً فيها؟

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أبرزها أن أهم المعلومات لدى المستثمرين هي محتويات قائمة الأرباح والخسائر وتليها في الأهمية قائمة المركز المالي، وكذلك من أهم دوافع الاستثمار في الأسهم هو العائد المتوقع على الأسهم ودرجة الاطمئنان وانخفاض المخاطرة في السوق.

❖ **دراسة ناصر الدين ديلمي، بعنوان أثر الإفصاح المحاسبي على ترشيد القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية وهي عبارة عن دراسة تطبيقية على بورصة دبي، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة المدية، الجزائر، 2010.**

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم إجابات عن الأسئلة التالية:

كيف يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية؟

- ما مدى تأثير الإفصاح المحاسبي في توجيه القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية؟

- هل للإفصاح المحاسبي دور في زيادة أو نقصان الطلب على الأوراق المالية؟

2- باللغة الأجنبية:

❖ **Valentina A. Bork, Shareholder perspective on regulated financial disclosure as a means of reducing information asymmetry and improving corporate governance: An overview of EU-regulation and a comparative study of the financial disclosure requirements and corporate governance practices in Germany and the United Kingdom, Master Thesis, Aarhus School of Business Department of Accounting, Finance and Logistics, 2005.**

هدفت هذه الدراسة لتوضيح أهمية ونوع المعلومات التي يحتاجها المستثمر لاتخاذ القرار الاستثماري، وتوضيح أهمية حكومة الشركات والإفصاح المحاسبي في تقليل أثر عدم تماثل المعلومات، من خلال دراسة قوانين الاتحاد الأوروبي، ومقارنة متطلبات الإفصاح المال وتطبيقات حكومة الشركات في كل من ألمانيا والمملكة المتحدة. وقد توصلت الدراسة لعدد من نتائج المتمثلة في ضرورة تحسين جودة الإفصاحات المالية بشكل كبير من أجل تلبية الاحتياجات من المعلومات، ومساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وعلى الهيئات الرقابية والتنظيمية في الاتحاد الأوروبي النظر في المصادر البديلة للمعلومات المالية التي قد يطبقها المستثمرون المحتملون، وبرغم من جهود الدول محل الدراسة في تعزيز أهمية تطبيق الإفصاح المالي، والحوكمة، إلا أن هناك نقصا في المعلومات التي تلبى احتياجات السوق المالية.

- **Healy, P.M. and Palepu, K.G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets ; A review of the empirical disclosure literature. Journal of Accounting and Economics, 31 (1-3) (September), 2001.**



## محتوى الدراسة:

انطلاقاً من الفرضيات الموضوعية تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، خصص كل فصل لمعالجة جانب معين:  
**الفصل الأول:** هو عبارة عن نظرة عامة حول الأسواق المالية حيث قسم إلى ثلاثة مباحث:  
المبحث الأول خاص بتعريف الأسواق المالية ونشأتها وأنواعها، والمتعاملون فيها أما المبحث الثاني تم التطرق فيه إلى معايير كفاءة السوق المالي والشروط المتطلبة لفاعليته والمبحث الثالث خصص للكتابة المحاسبية للأسهم والسندات.

**الفصل الثاني:** فهو عبارة عن دراسة حالة لبورصة الجزائر، فالمبحث الأول تم فيه العرض نشأة بورصة الجزائر، والمتعاملين فيها، تقييم أدائها، أما المبحث الثاني تم عرض فيه مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر.



# الفصل الأول

نظرة عامة حول الأسواق المالية

**تمهيد:**

لقيام أي منظمة أعمال لابد من وجود المال الذي يعتبر المحرك الفعال والأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المنظمة ذلك من أجل تمويل المشاريع المقررة، ولابد من تواجد السيولة النقدية في الوقت المناسب وبالقدر الكافي لأنه في حالة عدم توفيرها نكون أمام عجز في التمويل ، هذا من جهة ومن جهة أخرى توجد الكثير من المؤسسات بحوزتها فائضا من المال الذي لا يجب الاحتفاظ به مجمدا ، ولكن عليها توظيفه واستثماره في أسواق متخصصة ، ولهذا كان لزاما توافر الأسواق المالية كركن من أركان النظام التمويلي في النظم الاقتصادية الرأسمالية لتلبية حاجات المؤسسات العاجزة عن توفير السيولة ، وتكون الوسيط بينها وبين المؤسسات الراغبة في استثمار أموالها، فهي تلعب دور الوسيط بين المدخر والمستثمر ، و لمعرفة أثر هذا الفضاء ، وتفصيل أكثر أردنا أن يكون هذا الفصل كافيا لتوضيح أساسيات ومبادئ السوق المالي ، فكان المبحث الأول خاصا بتعريف الأسواق المالية، نشأتها، أنواعها ، والمتعاملون فيها أما المبحث الثاني تطرقنا فيه لمعايير كفاءة السوق المالي الشروط المتطلبة لفعاليتها، وفي المبحث الأخير عرضنا مختلف الأدوات التي يمكن للمستثمرين التعامل بها بما في ذلك العقود المشتقة كأداة أخرى لتصرف الأوق المالية .

**المبحث الأول: ماهية أسواق رؤوس أموال**

إن كون رأس المال أحد عناصر الإنتاج المهمة، يضيف على سوق رأس المال صفة أسواق عوامل الإنتاج وبالتالي لا بد من معالجة نظرية على مستوى أدوات التحليل، والتطور التاريخي أساس نشوء هذا السوق قبل الولوج في تفاصيل أسواق رأس المال والغرض من ذلك تهيئة مدخل تطوري وتحليلي لفهم الأسواق المالية والمتعاملين فيها والأدوات المستعملة فيها.

**المطلب الأول: نشأة وتطور البورصة وتعريفها .**

لقد نشأت الأسواق المالية وتطورت في مختلف دول العالم على رأسها أمريكا التي تعود أصل كلمة البورصة إلى مصدرين:<sup>1</sup>

- هي اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه ﴿فان دان بورص﴾ وكان يقيم في مدينة بروج في بلجيكا، وكان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، لذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار، وتتم فيه عمليات الشراء والبيع .

- وأطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال في الشراء والبيع وأول بورصة أنشأت في العالم كانت في مدينة أنفريس عام 1532 ثم في أمستردام عام 1608 في لندن عام 1666 ثم في باريس 1808 .

**التعريف الأول:** بارتكاز تعريف السوق المالي على جهة الإصدار .

**التعريف الثاني:** أشار الكاتب إلى الأدوات المتداولة في السوق المالي .

**التعريف الثالث:** ركز فيه على المتعاملين في الأوراق المالية .

**التعريف الرابع:** اهتم بوسائل وآجال الدفع.

ويتم التعامل في هذا السوق المالي على صورتين هما:

- **عمليات عاجلة:** يتم فيها تصفية العملية مباشرة ويتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري .

- **عمليات آجلة:** في هذه العمليات يتم عقدها مباشرة ولكن تصفيتها في وقت آجل .

**المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية .**

يمكننا القول إن سوق الأوراق المالية طويلة الأجل هو سوق كغيره من الأسواق النقدية مثلا: يتكون هو الآخر من سوقين متكاملين هما السوق الأولي والسوق الثانوي<sup>2</sup>:

**أولا) السوق الأولي سوق الإصدار :**

يختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء تمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأسمالها وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، طبعة الأولى، مصر، 2003، ص 5.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق الأوراق المالية وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 275.

المالية وطرحها للاكتتاب، سواء الاكتتاب العام\* أو الخاص\*\*، وهذا يمنح فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال .

وعليه فهذا السوق يعتبر أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات، وتنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال " المكتتبين " وبين تلك المشروعات، وقد يتم إصدار وتصريف هذه الأوراق إما مباشرة كالإتصال بالمستثمرين من قبل الجهة المصدرة لتبيع لها الأسهم والسندات وبطريقة غير مباشرة كقيام مؤسسة متخصصة بإصدار هذه الأوراق.

### ثانيا) السوق الثانوي ﴿سوق التداول﴾:

ويمثل سوق تداول الأوراق المالية بعد الاكتتاب بها في السوق الأولي ويعد السوق الرئيسي للأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة .

### الجدول رقم 01: أهم الفروقات بين السوقيين الأولي والثانوي

معيار التفرقة	السوق الأولية	السوق الثانوية
المتعاملون	إصدار القيم المنقولة	المؤسسات المالية المختصة والجمهور
الوظيفة الأساسية.	المؤسسات، الدولة الجمهور والمؤسسات المالية المختصة.	تبادل القيم المنقولة
الأهمية بالنسبة للمستثمر	توظيف الادخار.	توظيف الادخار وإمكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية
طبيعة الإصدارات	سوق الإصدارات الجديدة	- سوق الإصدارات القديمة
المؤسسات المختصة في جمع الأموال	3-الدولة - ممثلة بالخرزينة العمومية -، البنوك صناديق الادخار، البريد	البنوك، المؤسسات المالية المختصة والوسطاء من وكلاء الصرف وغيرهم

المصدر: جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومه للطبع، الطبعة الأولى، الجزائر، 1997، ص 63 .

يتخذ السوق الثانوي شكلين هما: أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

\* طرح عام ﴿prive placement﴾ هو طرح المنشأة إصدارات للجمهور عامة.

\*\* طرح خاص ﴿prive placement﴾ هو بيع المنشأة لإصدارتها من الأوراق المالية إلى عدد معين من المستثمرين، تحددهم وغلبا ما يكونوا معرفين

**أولاً- الأسواق المنظمة:** هناك مجموعة تعريفات للسوق المنظم منها:

تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، إن التعامل في الأوراق المالية يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق<sup>1</sup>.

**ثانياً) الأسواق غير المنظمة:** يستخدم هذا الإصطلاح على المعاملات التي تجرى خارج السوق المنظم أي خارج البورصة فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل ويقوم بالتعامل في بيوت السمسرة\*، حيث تتم من خلال شبكة كبيرة من الإتصالات القوية التي تتمثل في خطوط تلفزيونية أو أطراف الحاسوب وغيرها من الوسائل التي تربط بين السماسرة، التجار والمستثمرين. ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار من يقدم له أفضل الأسعار وجديد بالذكر أن تحديد سعر الورقة المالية يتم بالتفاوض، وعادة ما يسبق عملية التفاوض قيام المستثمر بالتعرف على الأسعار المختلفة التي تعرض عليه بواسطة السماسرة أو التجار وعادة تتواجد في الدول المتقدمة شبكة قوية من أطراف الحاسب الآلي لحظة بلحظة الأسعار لكل فرقة متعامل فيها، كما يندرج تحت هذا السوق غير المنظم سوقين آخرين هما: السوق الثالث والسوق الرابع.

**أولاً) السوق الثالث:** هو قطاع من السوق غير المنظم بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج السوق المنظم، وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم، بينما أعضاء السوق المنظم ليس لهم الحق في التنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها .

**ثانياً: السوق الرابع:** يشبه السوق الثالث في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظم حيث أن الإتصال المباشر بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة وأبين الأفراد الأغنياء دون حاجة لأعضاء السمسرة، ومما يسهل هذا الإتصال وجود شبكة قوية من الإتصالات سواء عن طريق التليفون أو الحاسوب ومن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة ، كما يتم الإستعانة بوسيط لإتمام الصفقة ، والمعروف أن أعباء الوسيط نكون أقل بكثير من تكلفة وعمولة السماسرة ويتم التعامل في هذا السوق بكافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظم أو خارجه<sup>2</sup>.

**المطلب الثالث: المتعاملون في سوق رؤوس أموال طويل الأجل**

تعتبر البورصة كسوق ثانوي، الموقع الجغرافي لتداول الأوراق المالية من جهة، وادخار الأموال من جهة أخرى وذلك وجود وسطاء يساهمون في ربط التواصل بين كل من طالبي القيم المنقولة وعارضيهما، هذه العملية تحدد لنا الأطراف المتعامل في هذا النوع من الأسواق وهي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 281.

\* بيوت السمسرة هي عبارة عن وحدات تقوم بتنظيم التداول بين الوسطاء في السوق غير المنظم

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره ، ص 282.

<sup>3</sup> مصطفى رشدي شحبة، اقتصاديات النقود والمصارف والمال، دار المعرفة الجامعية، مصر، 1996، ص 519-522.

- العارضون لرؤوس الأموال: وهم الطالبون لقيم منقولة ﴿الأسهم والسندات﴾ ويتمثل ذلك في البنوك وشركات التأمين وصناديق التأمين والإيداع و الإدخار والنقابات والجمعيات وشركات التوظيف والاستثمار وصناديق الاستثمار وهي شركات من أهم وظائفها توظيف أموالها وأموال عملائها في البورصة.
- الطالبون لرؤوس الأموال: هم العارضون للقيم المنقولة وغالبا ما يتمثل ذلك في شركات الصناعية والتجارية والمقايضة والتي تصدر الاسهم والسندات لتمويل إحتياجاتهم ويضاف إلى ذلك الحكومة التي تصدر السندات لتغطية عجز الميزانية أو الإمتصاص في السيولة أو مواجهة النفقات الإنتخابية و الإستثمارية للبنية الأساسية كما تص در سندات أيضا الهيئات العامة والمحلية والشركات العامة لمواجهة العجز أو الإستثمارات الجديدة وكذلك تعتمد برامج الخصخصة على المش اركة في القطاع الخاص في شراء الأسهم والسندات .
- الوسطاء الماليين: تقف نقص الخبرة والمعرفة والمعلوماتية عند المتعاملين في السوق المالي كعائق أمام تبادل أوراق المالية سواء في السوق الأولي أو الثانوي، ولهذا كان من الضروري تواجد طائفة من الوسطاء الماليين يتمتع بخبرة كبيرة وتحاول أن توفق بين رغبات العارضين والطلبين وتنفيذ الأوامر ﴿السماسة والعناصر المحكمة، والمراقبة للسوق - محكمون ومراقبون-﴾

**المبحث الثاني: فعالية السوق المالي ومدى أهميتها**

حتى تقوم السوق المالية بدورها المتميز يتطلب ذلك وجود سوق فعال للأوراق المالية ولوجود هذا السوق يفترض توفر شروط معنية وشروط فعالية لسوق المالية.

**المطلب الأول: كفاءة السوق المالي**

إن كفاءة سوق رأس المال تتوقف على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها، وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها ... كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى مجالات الأكثر ربحاً، ويستلزم تحقيق الكفاءة هذا المفهوم أي تحقيق كل من<sup>1</sup>:

- **كفاءة التشغيل** **كفاءة داخلية**: ويقصد بها قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية، ودون أن يفسح المجال لصناع السوق لتحقيق هامش ربح مغالى فيه.
- **كفاءة التسعير** **كفاءة خارجية**: تتحقق عندما تتوافر المعلومات والبيانات الجديدة في وقت ملائم، دون أن يتكبد المتعاملون في سبيل الحصول عليها تكاليف مرتفعة مع تكافؤ فرص الحصول عليها والاستفادة منها، وتواجد ثلاث مستويات لهذه الكفاءة تتمثل في<sup>2</sup>:

**المطلب الثاني: أهمية السوق المالي**

تعتبر السوق المالي بحكم وظيفتها الاقتصادية، صلة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد كما تعد سوقاً منظمة لتداول الأسهم والسندات، حيث يلعب فيها العرض والطلب دوره الرئيسي في تحديد الأسعار مما يوفر الحماية للمستثمرين من الغش والتدليس، بالإضافة إلى ما توفره هذه الأسواق من العلانية للمستثمر عن وضعية الشركات، ومن أهم المزايا التي تحققها سوق الأوراق المالية في النظم المعاصرة<sup>3</sup>:

❖ نشر سلوك الاستثمار، حيث انه بمجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعنية، وتتم المساهمة مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي على السيولة المدخرة مقابلها.

❖ تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين، حيث أنه كلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والمحيطية بالأسواق المالية أكثر ملاءمة يكون الدور التحفيزي أكثر.

❖ تعد الأسواق المالية محالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية، فيما بين المؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية وذلك لإيصال الناتج الحالي إلى الاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال نفس الزمن ولربط الأطراف الدائنة ذات الفوائض بالأطراف المدينة ذات العجز.

<sup>1</sup>صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 25.

<sup>2</sup>عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 29.

<sup>3</sup>هوشييار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 84، 85، 86.



❖ يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها من تقديم النصائح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداول، وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات وبيان احتياجات هذه الشركات ولتحديد أفضل أداة وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات.

1. تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

2. إن إلزام الشركات بالإفصاح والمراقبة عمليات التبادل في السوق يضمنان إلى حد بعيد مناخ استثماريا يتسم بالشفافية.

3. السماح للسوق المالي بمباشرة نشاطه بالعملات القابلة للتحويل وقبول طرح أسهم وسندات الشركات والحكومات المختلفة وبالعملات الأجنبية، قد يؤدي إلى تحويل هذا السوق من سوق محلي إلى سوق إقليمي أو دولي<sup>1</sup>.  
المطلب الثالث: أدوات سوق رؤوس أموال طويلة الأجل .

تمثل الورقة المالية، السلعة أو الأصل الذي يجري تداوله بيعا أو شراء في السوق الثانوية «البورصة» لذلك فهي الأدوات الهامة في الأسواق المعاصرة، ومن هنا تبرز ضرورة دراسة الأوراق المالية كجزء مهم في موضوعنا.  
أولاً: أدوات الملكية «الأسهم» .

السهم عادة هو صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة، أو توصية بالأسهم يحسب الأحوال ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة قد تناسب ما يملكه من أسهم وتكون مسؤولية المساهم بقدر ما يملكه من أسهم .

ونظرا لاختلاف وتفاوت ميول المستثمرين اتجاه درجة المخاطرة التي يمكن تحملها، فقد تلجأ الكثير من الشركات إلى إصدار عدة أنواع من الأسهم، كل نوع يميز مجال من العائد والمخاطرة المتوقعان، كما يخول لصاحبه مجموعة من الحقوق، ويمكن حصر الأنواع الرئيسية للأسهم في هذا المطلب إلى مجموعتين، أسهم عادية وأسهم ممتازة.

### 1- الأسهم العادية .

- تعريف وخصائص : السهم العادي هو وثيقة مالية يصدر عن شركة مساهمة ما، بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح عن طريق الإكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في

الأسواق الثانوية، فتخضع حينها قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب تقييمات متباينة

- لحاملي هذه الأسهم الأدنى في طلب العوائد ، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يملكه أصحاب الأسهم العادية من حصص فإن لهم حق التصويت لمجلس الإدارة، والتدخل في الشؤون الإدارية، وقد تخول الأسهم العادية لأصحابها مجموعة من الحقوق، يمكن حصرها في النقاط التالية<sup>2</sup>:

1. حق الملكية لموجودات الشركة، ويستمر حتى تصفية الشركة.

2. أصحاب هذه الأسهم يملكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للإكتتاب.

3. تعتبر الأسهم أداة ملكية ليس لها تاريخ استحقاق معين لذلك لا يحق لصاحبها المطالبة بقيمتها قبل التصفية.

<sup>1</sup>صلاح الدين حسن السبيسي، مرجع سبق ذكره ص 10.

<sup>2</sup>هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 92-93.

4. يحق لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية.

5. تتصف أسهم الكثير من الشركات ببعض المرونة من حيث الملكية، فقد تصدر أسهمها بصيغ مختلفة ومن بينها:

1. أسهم تسجل عليها اسماء مالكيها والتي لا يمكن لأخرين المطالبة بحقوقها وتسمى بأسهم الملكية الشخصية .

2. أسهم تصدر لأمر أي شخص يمكن أن يسجلها في سجلات الشركة باسمه .

3. أسهم حرة من حيث الملكية، وهي توجه لحاملها وبالتالي لا يسجل اسم مالكيها في سجلات الشركة.

وعادة ما تحتوي السهم على القيم التالية :

- القيمة الاسمية (par value): هي قيمة التي يصدر بها السهم عند الإصدار ن أو الإكتتاب العام، وتكون مدونة على قسيمة السهم، وينص عليها عقد التأسيس أو الإصدار<sup>1</sup>.

- القيمة الدفترية (book value): هي قيمة حقوق الملكية تتمثل في الإحتياطات والأرباح مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدر<sup>2</sup>.

- القيمة السوقية (market value): هي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وقد تكون هذه القيمة أكثر او اقل من القيمتين الإسمية والدفترية، وهي نتاج واقعي لعرض وطلب السهم في السوق، ودرك المتعاملون في سوق المال أن القيمة الإسمية لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم، ولا القيمة الدفترية ايضاً، ومن القيمة الحقيقية للسهم العادي تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه اي تتوقف على الأرباح الرأسمالية، والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر<sup>3</sup>.

- مستجدات الأسهم العادية:

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية المشار إليها في الصفحات السابقة، ظهرت في السنوات الجديدة أنواعاً أخرى من الأسهم العادية من أهمها<sup>4</sup>:

4. أسهم عادية للأقسام الإنتاجية: الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المنشأة ككل، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في السنوات الأخيرة أنواعاً أخرى من الأسهم الإنتاجية ويرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة.

5. أسهم عادية ذات توزيعات مخصصة: والأصل أن التوزيعات التي تحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، وفي الثمانينات ظهر في الولايات المتحدة في التشريع الضريبي أنه

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، 1999، ص 8.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، أسواق مالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 88.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 9.

<sup>4</sup> بن مسكن إسماعيل، جليخي محمد وليد، البورصة، مذكرة تخرج لنيل شهادة ليسانس، نقود ومالية وبنوك، المركز الجامعي بالمدينة،

2007، ص 31.

يسمح للمنشأة التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين فيها في ظل خطة معينة بمشاركتهم في ملكية الشركة، فتخصص التوزيعات على تلك أسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة، كما نص على إعفاء المؤسسات المالية التي تمنح قرضاً على 50% من الفوائد التي تحصل عليها .

6. **أسهم مضمونة:** الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار .

### 1- الأسهم الممتازة :

- **تعريف وخصائص:** هي أسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين بالإكتتاب بالمساهمة في توسيع رأس مالها وتميل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية. وهي صك ملكية له قيمة اسمية، قيمة دفترية\* وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أنه من المعلوم أن السهم عموماً ليس له تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق، كما يخول هذا النوع من السهم حقوقاً لأصحابه، نذكر منها<sup>1</sup>:

1. لصاحب السهم الممتاز الحق في توزيعات سنوية، تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية.
2. أولوية أصحاب السهم الممتازة في أموال التصفية، مقارنة بحملة الأسهم العادية.
3. تضمن الشركة حقوق أصحاب الأسهم الممتازة لموجوداتها الإستثمارية.
4. حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات.
5. حق تمويل الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية، وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبياً لا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها، ولكن لا يحقق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة أو التدخل في الشؤون الإدارية المختلفة<sup>2</sup>.

### - مستجدات الأسهم الممتازة :

وإلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية، نجد هناك تحديث في أنواعها وقد ظهرت أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة، وأسهم ممتازة لها حق التصويت، وذلك لتحسين وتطوير كفاءة الأدوات المالية في عملية التمويل ورفع فعالية تسويق الأوراق المالية .

- **أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة:** هي أسهم يجرى فيها تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة أشهر بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد لسندات الخزينة .

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 29.

<sup>2</sup> هو شيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 94.

- أسهم ممتازة لها حق التصويت: تعطي لحاملها حق التصويت أو الترشيح في مجلس الإدارة وهي تلغي بذلك خاصية من خصائص السهم الممتاز التقليدي، إذ يلغي لصاحبه هذا الحق
- أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية: هي أسهم يتم إصدارها لها إمكانية التحويل والاستبدال بالأسهم العادية، وهنا يقوم المستثمر باختيار التحويل إذا كان التحويل اختياري، أما إذا كان إجباري فالمستثمر لا يملك خيارا في هذه الحالة، خاصة إذا استدعت الضرورة لذلك من طرف الشركة المصدرة.
- أسهم ذات العائد المعلوم: هي أسهم ممتازة ترتبط عائداتها بالعائد البديل، كعائدات السندات الحكومية مثلا، ويجري تعديل معدل السهم بناء على تغيرات معدل العائد على السند الحكومي .

الجدول رقم 02: مزايا وعيوب التمويل بالأسهم

نوع الأسهم	مزايا	عيوب
الأسهم العادية	حامل السهم العادي يعتبر مالكا وله حقوق ملكية. المساهم يعتبر عضوا في الجمعية العمومية للشركة وله حق التصويت والرقابة. المساهم مسؤول مسؤولية محدودة يقدر حصته من رأس المال. الشركات الكبرى المسعرة في البورصة تستطيع التخلص منها بسرعة العائد المتوقع الأكبر من ذلك المتوقع من السنة	تحمل درجة أكثر من الخطر. لا يجوز لحامله الرجوع إلى الشركة المصدرة لاسترداد قيمته، وإذا أراد التخلص منه فعليه بيعه في السوق الثانوي. المؤسسة توزع الربح على أصحاب السندات قبل حاملي الأسهم العادية وهم آخر من يتلقى أرباحهم. ليس لحامله الحق في مطالبة الأرباح إذ لم تحقق الشركة ربحا. توزيعات الأرباح ليس لها تأثير ضريبي كما هو الحال لفوائد السندات
الأسهم الممتازة	الشركة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباحا. التوزيعات محددة بمقدار معين. إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخصيص نسبة الأموال المفترضة إلى الأموال المملوكة. لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة.	ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم. عدم الاستفادة بالوفر الضريبي مثلما تستفيد منه في حالة السندات. زيادة مستوى المخاطر المالية نتيجة لأن الأرباح تعتبر عبء ثابتا في حالة تحقيق الأرباح ومن ثم تزيد تكلفة الأموال بسبب هذه الأسهم.

المصدر: طارق عبد العال حماد، مرجع سابق الذكر، ص 15.

### ثانياً: أدوات المديونية ﴿السندات﴾

إلى جانب أدوات الملكية نجد نوعاً آخر من أدوات الأدوات الهامة المستعملة في السوق الثانوي، ألا وهي أدوات المديونية المتمثلة في السند بكل أنواعه، وهو أداة تختلف عن السهم من حيث الحقوق والنوع والصفة، وفي هذا المطلب نتعرف على السندات وأنواعها المختلفة.

#### 1. تعريف السند :

يعرف السند على أنه ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، تصدرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركات بموجبه بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار<sup>1</sup>. وتعتبر السندات عن علاقات المديونية والدائنية من الطرفين، الأول هو مصدر السندات وهو الطرف المدين، والثاني هو المكتتب في السندات وهو الطرف الدائن، ويترتب على ذلك حقوق والتزامات، أهمها تعهد المقترض بدفع فائدة معلومة مقدماً ومحددة في نشرة الاكتتاب بدقة ويلتزم بدفعها دون النظر إلى نتيجة النشاط، سواء كان ربح أو خسارة، كما يتعهد المقترض بسداد قيمة السند في ميعاد استحقاق أو قبل هذا الميعاد إذا تضمنت نشرة الإكتتاب هذا الأمر<sup>2</sup>.

#### 2- خصائص السندات :

إن السند هو أداة استثمار يتم تداولها في السوق الثانوي، شأنه شأن الأدوات الأخرى، له أنواع وخصائص تميزه عن غيره من الأدوات، ومن الخصائص ما يمكن جمعه في النقاط التالية:

– **السند أداة دين:** يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنية، في حين يرتب السهم لحامله حق ملكية، لذلك نجد أنه لحامل السند الأولوية في استيفاء حقوقه قبل حامل السهم، سواء كان من أرباح الشركة، أو من أصولها بحالة الإفلاس أو التصفية.

– **السند أداة استثمار ثابتة الدخل:** لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة .

– **حدودية الأجل:** يصدر السند يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، ويعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند ﴿الكوبون﴾\*، وكذلك سعره السوقي.

– **القابلية للتداول:** يشبه السند السهم في هذه الخاصية، وتسري بخصوص لتداول السند نفس الأحكام الطبقة بشأن تداول السهم، وخاصة التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

#### 3-أنواع السندات: تقسم السندات إلى أنواع مختلفة انطلاقاً من أسس مختلفة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2004، ص 220.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 20.

\*الكوبون: معدل الفائدة

<sup>3</sup> محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 222، 223، 224.

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

1. سندات الحكومية تصدر عن الدولة ومؤسساتها مثل سندات الخزينة وسندات البلدية، وتمتاز بمزايا تجعلها أداة جذابة لمستثمرين .
  2. سندات أهلية تصدر عن مؤسسات المالية أو شركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، مثل السندات العادية والسندات المضمونة بعقار .
- وما يميز السندات الحكومية أنها أكثر أمنا للمستثمر من ناظرتها الأهلية لأنها أقل مخاطرة مضمونة لسلطة الحكومة ومؤسساتها في تحصيل الإيرادات الحكومية كالضرائب ومنه السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الأهلية، ومن أهم ميزات السندات الحكومية أنها تصدر غالبا مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي لفوائدها من ضريبة الدخل، تصدر السندات الأهلية لمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية وحاملها يكون أكثر تعرضا لمخاطر الإئتمان.

**3-2- تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار: تقسم إلى 3 اقسام :**

1. **سندات لحامله:** وهي سندات تصدر بدون ذكر اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحاملها الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها، وتحصل بمجرد نزع معدل الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضا الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.
2. **سندات غير مضمونة:** يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين، فالضمان الوحيد الذي يتوفر لحامل هذا النوع من السندات هو حق الأولوية، الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للشركة المصدرة لحملة أسهمها، وذلك في استيفاء الحق في فوائد من أرباح الشركة أو حقه في الدين الأصلي من أصول الشركة عند الإفلاس أو عند التصفية، كما أن الاستثمار في السندات غير المضمونة أكبر مخاطرة من السندات المضمونة؟ وهذا ما يجعل معدلات الفائدة عليها أعلى من معدلات الفائدة على السندات المضمونة.
3. **سندات اسمية:** ويكون السند اسميا أو مسجلا متى حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، والسندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته، لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلًا جزئيًا ويقتصر على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحاملها.

**3-3- تقسيم للسندات على أساس الأجل :**

1. **سندات قصيرة الأجل:** هي التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا مثل سندات الخزينة، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا، وتتداول في سوق النقد.
2. **سندات طويلة الأجل:** هي سندات التي لا يزيد أجلها عن ثمانية أعوام، وهي أداة تمويل طويلة الأجل تتداول في سوق رأس المال طويل الأجل، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من القصيرة والمتوسطة الأجل ومنها السندات العقارية.

### 3-4- تقسيم السندات على أساس الضمان:

سندات مضمونة كالسندات العقارية التي تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان والذي يكون في العادة أصلاً حقيقياً: آلات، المباني، أو تجهيزات.....الخ، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو فائدته.

### 3-5- تقسيم سندات على أساس قابلية الاستدعاء :

1. **سندات غير قابلة للاستدعاء:** هي سندات التي يكون لحاملها الحق في بالاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، وفي الأصل تكون سندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

2. **سندات قابلة للاستدعاء:** هي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وتصدر عادة بعلاوة استدعاء يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل الشركة المصدرة ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي، لذا إذا كانت القيمة الاسمية لسند ما 1000 دينار مثلاً، يحدد سعر استدعائه بعد إضافة علاوة الاستدعاء ولتكن 50 دينار مثلاً، بمبلغ 1050 دينار .

### 3-6- تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل :

تعتبر ميزة القابلية للتحويل ميزة للمستثمر عكس القابلية للاستدعاء التي هي ميزة للمصدر وتقسم إلى<sup>1</sup>:

1. **سندات غير قابلة للتحويل:** الأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل إلا إذا نص على خلاف ذلك وتصدر السندات غير القابلة للتحويل في العادة، بمعدل فائدة أعلى من فائدة السندات القابلة للتحويل.

2. **سندات قابلة للتحويل:** تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار، ويعطي لحامله ضمن مهلة محددة الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد.

و لها عدة مزايا على أطراف السوق المالي، المصدر والمستثمر والوسيط:

1. بالنسبة لفئة الوسطاء، توفر لهم درجة عالية للمتاجرة بالملكية، مما يوفر لهم الفرصة لتحقيق أرباح رأسمالية كبيرة عن طريق التعامل بها في السوق الثانوي.

2. بالنسبة للمصدر توفر له الحصول على الأموال بتكلفة منخفضة نسبياً عن السندات العادية.

3. بالنسبة للمستثمرين توفر السندات القابلة للتحويل له التمتع في آن واحد بالمزايا السعرية للسهم العادي، وأمان السند مما يعني أنها ذات فائدة مزدوجة للمستثمر.

<sup>1</sup>محمد مطر مرجع سبق ذكره، ص 228.

جدول رقم 03: جدول يوضح الخصائص المختلفة للأوراق المالية.

الترتيب	عناصر الخاصة بالحقوق	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولاً:	الحق في الحصول على دخل 1. من حيث الأسبقية. 2. من حيث مبلغ الدخل أو العائد.	1. الدرجة الأولى في السداد 2. ثابت ومحدد	1. المرتبة الثانية 2. ثابت ومحدد	1. المرتبة الثالثة 2. المتبقي وغير ثابت
ثانياً:	الحق في الأصول عند التصفية 1. درجة الأسبقية 2. المبلغ	1. المرتبة الأولى 2. محدد	1. المرتبة الثانية 2. محدد	1. المرتبة الثالثة 2. المتبقي وغير محدد
ثالثاً:	الحق في استرداد القيمة 1 - تاريخ الاستحقاق	1. إجباري 2. محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	1. (القيمة الاسمية) غير ملزم 2. ليس له تاريخ استحقاق	1. المتبقي غير ملزم 2. ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 37 .

ثالثاً: العقود المشتقة كأدات لمواجهة مخاطر الأوراق المالية .

إلى جانب التعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، كان لابد أن تستجيب هذه الأدوات للتغيرات الحادثة في النشاط الاقتصادي، انعكاسات التقدم التكنولوجي، وكذا التقلبات العنيفة في أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة... الخ، فاستجابة لهذه الظروف وتماشياً معها كان لابد من ظهور أداة جديدة لتصريف أوراق المالية بكل أنواعها هذه الأداة هي عبارة عن عقود تسمى المشتقات المالية، والتعامل بهذه المشتقات هو الآخر أخذ أبعاداً واسعة، لهذا كان لزاماً علينا أن نتوقف عند هذه الأداة وإلقاء النظر على بعض زواياها.

أولاً: تعريف المشتقات المالية

المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تتعلق ببنوك خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها<sup>1</sup>.

نلاحظ أن هذا التعريف هو تعرف شامل لكنه غير مفصل ومدقق لعناصر هذه العقود ولكنه أشار إلى وضعيتها وقيمتها، ولتفصيل أكثر كان التعريف الثاني:

<sup>1</sup>سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 58.



المشتقات هي عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية، كأوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... الخ، ينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق المصطلح المتعارف عليه حالياً بالهندسة المالية<sup>1</sup>.

وهذا التعريف كان تعريفاً مفصلاً لأداة محل التعامل لا أكثر، وتبقى بعض الجوانب نشير إليها في تعريف شامل ومستخلص من التعريفين، حيث يمكن من خلاله فهم صفة هذه العقود:

المشتقات عامة هي عقود يجري تحقيقها في وقت آجل (مستقبلي)، لأدوات استثمارية تكون محل التعاقد، وهي عبارة عن أوراق مالية أو عملات أجنبية أو سلع، ويتحمل المتعامل بها تكلفة نسبية رغبة في تحقيق مكاسب ويمكن أن تكون خسائر لأطراف العقد.

وفي ضوء ما سبق فإن المستثمرين في أسواق المشتقات المالية يندرجون تحت الفئات الآتية:

- **المتحفظون**: تحاول هذه الفئة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، إذ أن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، ولكن هذا لا يعني ضمان كامل

- **المضاربون**: تحاول هذه الشريحة الإستثمارية المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.

- **المراجعون**: وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هناك فرق سعري الأصل معين بين سوقين أو أكثر إذا تشتري من السوق المنخفض الأسعار وتباع في سوق آخر مرتفع الأسعار وتحقق ربح عديم المخاطر<sup>2</sup>.

### ثانياً: أنواع المشتقات المالية

تتعدد المشتقات المالية باختلاف طرق التعامل بها، حيث تتمثل أنواعها في:

#### 1. عقود الخيار :

##### 1-1 تعريف عقد الخيار :

هو عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع حيث يكون للمشتري الحق في أن يشتري من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع للطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر معين وفي تاريخ معين حسب الاتفاق ويقوم الطرف الأول بدفع علاوة معينة للطرف الثاني، وتسري عقود الخيار على الأسهم والسندات وكذا العملات الأجنبية، ويشمل عقداً لخيار.

- تاريخ التعاقد

- نوع الأصل محل التعاقد .

- كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد .

<sup>1</sup> محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 296.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 125، 126.

- سعر التنفيذ الذي بموجبه ستم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذ العقد .

- تاريخ التنفيذ أو الفترة الزمنية التي يسري خلالها.

- قيمة العلاوة أو المكفاء التي يدفعها مشتري الخيار لمحدد الخيار.

**1-2 أنواع عقود الخيارات:** تقسم عقود الخيار إلى خيار شراء وخيار بيع.

- **خيار شراء:** يسمى عقد الخيار، خيار شراء عندما يعطي للمشتري الحق بأن يشتري من طرف المحرر للخيار بسعر معين، وفترة زمنية معينة، حسب الاتفاق مقابل حصول المحرر على علاوة من المشتري، تحدد شروط العقد .

- **خيار البيع:** يسمى عقد الخيار خيار البيع عندما يعطي للطرف الأول أي للمشتري الحق في البيع للطرف الثاني أصلاً معيناً لكمية معينة وسعر معين وتاريخ معين خلال فترة زمنية معينة وذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحدد شروط العقد.

## 2 العقود المستقبلية :

- تعريف العقود المستقبلية :

هو التزام قانوني متبادل بين الطرفين، يفرض على أحدهما 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. وتحدد في العقد خمسة عناصر رئيسية أخرى، هي<sup>1</sup>:

- تاريخ العقد.

- تاريخ التسليم.

- الكمية.

- نوع الأصل محل التعاقد.

- سعر التنفيذ أو سعر التسوية.

- مكان وطريقة التسليم.

ومن أهم ما يميز العقود المستقبلية:

- هو عقد حقيقي ملزم لكل من الطرفين بتنفيذ ما تم عليه الإتفاق عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه في العقد .

- يترتب على العقد المستقبلي صفقة شراء أو بيع، تتم بين الطرفين على أصول أو سلع حقيقية تحدد شروط العقد .

- يدفع كل من طرفي العقد المستقبلي للوسيط (بيت التسوية) هامشاً معيناً بنسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد وذلك لتأمين الوفاء بالتزامات كل منهما للآخر .

- يتعرض المستثمر، خاصة المضارب في العقود المستقبلية لدرجة عالية من المخاطر<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 306.

<sup>2</sup>محمد مطر، المرجع نفسه، ص 307.

### 3 عقود المقايضة (المبادلة):

#### 3-1 تعريف عقود المقايضة:

هو اتفاق بين الطرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التقدّات النقدية خلال فترة لاحقة لذلك فهي سلسلة من العقود اللاحقة للتنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دولية تكون شهر، فصيلة، أو نصف سنوية... الخ<sup>1</sup>.  
هو اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفي أو أكثر لتبادل التزامات أو حقوق ويتعهدان بموجبه على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منها الطرف الآخر وذلك دون إخلال باتزام أي منها، الأصلي اتجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، وعناصر العقد هي<sup>2</sup>:

- طرفي العقد .
- الالتزام أو الأصل المشمول بعقود المقايضة .
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة .
- العملة تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات .
- السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها .
- مدة سريان العقد .

#### 3-2 خصائص عقود المقايضة :

- تستخدم غالبا لتغطية المخاطر، خاصة مخاطر سعر الفائدة .
- الأطراف التي توافق على عقد المبادلة غالبا ما يكون أدوات دين محل تعاقد .
- غالبا ما تتركز عقود المبادلة في أدوات مديونية وتدعى بمبادلة أسعار الفائدة.

#### 3-3 أنواع عقود المقايضة :

إن عقود المقايضة أو المبادلة هي عقود شملت مجالات استثمارية متعددة، خلال أكثر من ربع قرن من ممارستها، نذكر منها ما يلي:

- مبادلات العملات<sup>3</sup>: هي مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عملتين عند السعر السائد (الحالي) مقابل سعر آجل (اي في وقت لاحق يحدد مسبقا).
- وتهدف المبادلات المذكورة إلى تجاوز مخاطر تقلبات الأسعار خلال فترة المبادلة حيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثابتة، ويكسب من استقرار هذه الأسعار، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغيير الأسعار المعنية.
- مبادلات أسعار الفائدة: يتم التعامل لهذا النوع من العقود في أسواق المال بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، ومن جهة أخرى اختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلب أسعار الفائدة السوقية، والهدف من استخدام هذا النوع من العقود هو تخفيض تكلفة التمويل.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 137.

<sup>2</sup> محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 316.

<sup>3</sup> هوشيار معروف مرجع سبق ذكره، ص 171.

## 4- العقود الآجلة :

## - تعريف العقود الآجلة :

هي اتفاق على شراء أصل معين في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث يتعاقد الطرفان على اتمام الصفقة بسعر معين وكمية معينة في وقت لاحق .

وتتم تسوية العقد عند استحقاقه حيث يقوم صاحب الأصل بتسليمه إلى المشتري مقابل سعر يسمى سعر التسليم، الذي يقارن مع سعر السوق، فإذا ارتفع سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب بينما يتكبد البائع خسارة، لأن الأصل في هذه الحالة يباع بأقل من قيمته الجارية، أما إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ فإن المشتري سوف يخسر بينما البائع يكسب لأن الأصل سيبا بسعر أكبر من قيمته الجارية<sup>1</sup>.

ونلاحظ من التعريف أن هذا النوع من العقود هو نفسه العقود المستقبلية الت سبق وأن تطرقنا لها سابقاً، إلا أن الفرق الأساسي بينهما هو نوع السوق الذي تتواجد فيه، فالعقود المستقبلية تتواجد في أسواق منظمة ولها أسواق خاصة وشهيرة كسوق شيكاغو للعقود المستقبلية، بينما العقود الآجلة تتواجد في أسواق غير منظمة، وهذا الاختلاف الرئيسي تترتب عليه اختلافات فرعية أخرى نوجزها في النقاط الموالية.

## \* مقارنة عقود الآجلة مع العقود المستقبلية :

تتشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة من حيث المبدأ، إلا أنهما يختلفان في طريقة التداول، يمكن استنتاج أهم الفروقات بينهما من التعريف والخصائص المتناولة سابقاً :

- تعد عقود المستقبلية نمطية، حيث يحدد وقت التسديد وكميات وأنواع الأصول والمبالغ المنتق عليها بدقة تامة ووفق معايير محددة، بينما عقود الآجلة تعد عقوداً شخصية تنفذ حسب رغبات الطرفين .

- يقوم طرفي التعاقد في العقود المستقبلية بإيداع تأمين ابتدائي لدى بيوت السمسرة، والتي تضمن هذه الأخيرة حقوق المتعاملين، بينما لا يوجد التزام بإيداع هذا الهامش في العقود الآجلة .

- سعر التسليم في العقود المستقبلية، يعدل ويتابع يوميا حسب تغيرات السوق اليومية، عكسه في العقود الآجلة فإن سعر التسليم لا يتغير، بل يستمر حتى نهاية الفترة .

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 133.

## المبحث الثالث: الكتابة المحاسبية للأسهم والسندات على مستوى المؤسسة الاقتصادية

الجزائر استوتحت لنظام المحاسبي المالي المطبق منذ 2010 ممن المعايير الدولية المحاسبية، وفيما يخص الأدوات المالية ومحاسبتها فقدت ضمن القانون 07-11 المتعلق بالنظام المحاسبي المالي نفس ما جاء به في المعايير الدولية من حيث الاعتراف، القياس والإفصاح إلا أنه ترك للشركات المتعاملة بالأدوات حرية التقييم باستعمال القيمة العادلة أو التكلفة التاريخية وغيرها، كما يختلف تصنيف الأدوات المالية في النظام المحاسبي المالي الجزائري عما جاء في المعايير الدولية.

## المطلب الأول: المعايير الدولية الخاصة بالأوراق المالية:

تعتبر الهيئات الدولية بمثابة المركز الذي يجمع العديد من الهيئات المحاسبية الوطنية للدول الأعضاء فيها، حتى إنه في السنوات الأولى لتأسيس هذه الهيئات الدولية كانت تأخذ بالمعايير المحاسبية المطبقة في بعض الدول المتقدمة والعريقة في العمل المحاسبي دون تغيير. لكن مع الزمن، أصبحت هذه الهيئات تمثل مصدرا لصياغة وإعداد المعايير المحاسبية الدولية، وحسب احتياجات أعضائها واهتماماتهم المالية (الأسواق المالية) والمحاسبية دون أن تكون لهذه الهيئات سلطة إلزام الدول بتطبيق المعايير الصادرة عنها. سيتناول هذا المبحث التعريف بهذه الهيئات مبادئ المعايير وتجارب الدول في تطبيقها.

لقد تعاملت الهيئات الدولية المصدرة لمعايير المحاسبية الدولية طويلا مع موضوع الأدوات المالية، مثل الأسهم والسندات للشركات عن طريق المعيار 25 IAS، إلا أنه في بداية عام 1989 قامت IASC، بمحاولة وضع قاعدة شاملة تغطي موضوعات الاعتراف أي اعتبارها أداة مالية من طرف الكيان الاقتصادي أولا، ومن ثم القياس أي بعد الاعتراف بها، ما هي طريقة تقييمها وكذا العرض أي كيف تظهر في الميزانية وأخيرا الإفصاح عنها في الملاحق. وقد تم مناقشة مسودتي ف E40 في 1991 و E48 في 1994 وتم إصدار بذلك المعيار 32 سنة 1995 والذي حدد متطلبات العرض والإفصاح، أما الاعتراف والقياس فقد قم إخضاعها لمزيد من المداولات عن طريق إصدار المسودة E62 في منتصف 1998 وتم إصدار المعيار 39IAS في بداية نفس السنة والتطبيق كان مع بداية (2007/1/1). وعليه، فقد تم التطرق إلى الأدوات المالية محاسبيا بالعرض والتفصيل من خلال كل من (المعيار المحاسبي الدولي 32IAS العرض، المعيار المحاسبي الدولي 39IAS التسجيل المحاسبي والتقييم، المعيار المحاسبي للإبلاغ المالي 7IFRS الإفصاح والذي دخل حيز التطبيق الفعلي في 2007، ومؤخرا المعيار المحاسبي للتقارير المالية 9IFRS الذي صدر في 2010/09 حيث تهدف IASB إلى تعويضه بالمعيار 39 تدريجيا خلال 3 سنوات، كما تم إصدار مؤخرا المعيار الدولي للإبلاغ المالي 1IFRS<sup>1</sup> قياسات القيمة العادلة في ماي 2011 والذي جرى تطبيقه في الدول الأوروبية في (2013/1/1).

<sup>1</sup>Andrew Watchman, Information financière internationale, pleins feux sur les IFRS, l'IASB publie une nouvelle norme sur l'évaluation à la juste valeur et les informations a fournir, bureau mondial des IFRS, Deloitte, Mai 211, p2.

**\* الاوراق المالية: العرض وفق المعيار المحاسبي الدولي IAS 32**

ويتضمن هذا المعيار ما يلي:

**2.1. هدف المعيار:**

يهدف هذا المعيار إلى تدعيم فهم مستخدمي البيانات المالية فيما يتعلق بأهمية الأدوات المالية سواء كانت ظاهرة بالبيانات المالية أو خارجها بالنسبة للوضع المالي للمنشأة أو أدائها، وكذلك تدفقات النقدية.

كما يقدم المعيار توصيفات لمتطلبات عرض الأدوات المالية الظاهرة بالميزانية أو خارجها، كما يعالج المعيار كيفية تبويب الأدوات المالية إلى مطلوبات وحقوق ملكية وتبويب ما يتعلق من فوائد وكذلك توضيح الأحوال التي يجب فيها عمل مقاصة بين الموجودات المالية والمطلوبات المالية.

**2.2. نطاق المعيار:**

يطبق هذا المعيار عند العرض والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بكافة الأدوات المالية سواء كانت مثبتة أو غير مثبتة في الدفاتر وذلك فيما عدا:

- الحصص في الشركات التابعة كما هو موضح في المعيار المحاسبي الدولي السابع والعشرون.
- الحصص في الشركات الزميلة، عرفت في المعيار الثامن والعشرون.
- الحصص في المشروعات المشتركة، عرفت في المعيار الواحد والثلاثون.
- المطلوبات الناتجة عن المزايا المتعلقة بكافة خطط تقاعد العاملين، عرفت في المعيار التاسع عشر.
- الالتزامات الناتجة عن العقود التأمينية.

**2.3. مواضيع المعيار:**

يعالج المعيار بالعرض والتفصيل المواضيع الآتية، بالإضافة إلى الإفصاح الذي تم نقله إلى المعيار 7:

- التفرقة بين الأدوات المالية وحقوق الملكية.<sup>1</sup>
- الأسهم الذاتية: وفقا للمعيار، بإمكان المؤسسة المصدرة لأسهم إعادة شراء تلك الأسهم في الحالات التالية، حالة تخفيض رأس المال، شراءها من أجل إعادة توزيعها على إطارات السامية كنوع من الجزاء والتحفيز، أو من أجل المضاربة (تنشيط الطلب على أسهمها).
- الأدوات المالية المركبة.<sup>2</sup>
- المقاصة: حسب المعيار يجب عمل مقاصة بين أصل مالي والتزام مالي مع التبرير عن القيمة الصافية للميزانية، وهذا مع توفر الشروط الآتية: يوجد حق قانوني ملزم بإجراء هذه المقاصة، وجود نية لدى الكيان بتسوية الأصل المالي والالتزام المالي على أساسي صافي، وأخيرا إبرام العقد. (وفي القانون الجزائري تكفل المادتين 297 و 300 من القانون المدني قانونية المقاصة للمدين).

<sup>11</sup>: [www.IASB.Org/ias39](http://www.IASB.Org/ias39). Consulté le 11/01/2018 à 15 : 00.

<sup>22</sup>: [www.IASB.Org/ias39](http://www.IASB.Org/ias39). Consulté le 09/02/2018 à 16 : 00.

لتقرير عن الفوائد والمكاسب والخسائر والتوزيعات: حيث ينص المعيار على أن المكاسب والخسائر على الأدوات المالية يجب أن تسجل في قائمة الدخل فيما يخص الالتزامات المالية، وفي الأموال الخاصة فيما يتعلق أداة حق ملكية.

### 3. الاوراق المالية : الاعتراف والقياس وفق المعيار IAS39

ويتضمن هذا المعيار ما يلي :

#### 3.1. هدف ونطاق المعيار :

هدف هذا المعيار تحديد مبادئ الاعتراف بالمعلومات الخاصة بالأدوات المالية في البيانات المالية لمنشآت الأعمال وقياسها والإفصاح عنها.

كما يجب على المؤسسات أن تطبق هذا المعيار على جميع الأدوات المالية فيما عدا:

- الحصص في الشركات التابعة أو الزميلة والمشاريع المشتركة التي تتم محاسبتها وفق المعيار الدولي السابع والعشرون.

- الحقوق والالتزامات بموجب عقود الإيجار التي ينطبق عليها المعيار السابع عشر.

- موجودات ومطلوبات أصحاب العمل بموجب خطط منافع الموظفين التي يطبق عليها المعيار التاسع عشر.

- الحقوق والالتزامات بموجب عقود التأمين كما هي معرفة في الفقرة الثالثة من المعيار الثاني والثلاثون.

- أدوات حقوق الملكية الصادرة من قبل المؤسسة المقدمة للتقارير بما في ذلك الخيارات والضمانات والأدوات المالية الأخرى المصنفة كحقوق مساهمين للمؤسسة المقدمة للتقارير.

- عقود الضمانات المالية بما في ذلك خطابات الاعتماد التي تنص على إجراء دفعات ما لم يتم المدين بالدفع عند الاستحقاق.

- عقود العوض المحتمل في عملية دمج المؤسسات.

- العقود التي تتطلب الدفع بناء على المتغيرات الجوية أو الجيولوجية أو المتغيرات الطبيعية الأخرى.<sup>1</sup>

#### 3.2. مواضع المعيار:

يعالج المعيار المواضيع الآتية:

1. كيفية الاعتراف بالأصل والالتزام المالي لأول مرة في الميزانية.

2. كيفية إلغاء الاعتراف بالأصل أو الالتزام المالي.

3. تصنيف، إعادة التصنيف، وقياس الأصول والالتزامات المالية.

تعتبر عملية الاعتراف بالأدوات المالية بانها العمليات المتعلقة بالإقرار بالأداة المالية وإثباتها في السجلات وإظهارها في القوائم المالية وذلك من خلال إتباع إستراتيجية خاصة في تصنيفها أي حسب نية المؤسسة من اقتنائها، وفي هذا الصدد بين المعيار التاسع والثلاثون الكيفية التي يجب إتباعها في عملية الاعتراف بالأدوات المالية وإظهارها في القوائم المالية.

<sup>1</sup>: [www.iasb.org/ias39](http://www.iasb.org/ias39). Consulté le 11/02/2018 à 19 : 00.

4. الاوراق المالية: الإفصاح (IFRS7) لقد تم نقل الإفصاح من المعيار الدولي IAS32 إلى المعيار الدولي للتقارير المالية IFRS7 ، ويتطلب هذا المعيار تقديم إفصاحات في البيانات المالية حول أهمية الأدوات المالية بالنسبة للمركز المالي للمؤسسة وكذلك أدائها المالي وذلك بإدراج معظم الإفصاحات التي كانت مطلوبة من قبل معيار المحاسبة الدولي IAS32 التي تم إلغائها من ذلك المعيار بصور هذا المعيار، كما يتطلب إفصاحات عن معلومات نوعية وكمية حول التعرض للمخاطر الناشئة عن الأدوات المالية وذلك ب:

- الحد الأدنى للإفصاحات حول مخاطر الائتمان والسيولة ومخاطر السوق.
- إفصاحات تصف أهداف الإدارة وسياساتها وعملياتها لإدارة هذه المخاطر.
- إفصاحات كمية تقدم:

- المدى الذي تكون فيه المؤسسة معرضة للمخاطر استنادا إلى المعلومات المقدمة داخليا إلى الإدارة الرئيسية في المؤسسة.

- إفصاحات حول استخدام المؤسسة للأدوات المالية وتعرضات المخاطر التي تتسبب فيها هذه الأدوات.

#### 4.1. هدف المعيار: يهدف هذا المعيار إلى:

مطالبة المنشآت أن تقدم في بيانات المالية إفصاحات تمكن مستخدمي البيانات المالية للمؤسسة من تقديم ما يلي:<sup>1</sup>

- أهمية الأدوات المالية بالنسبة للمركز المالي للمؤسسة .

- طبيعة ومدى المخاطر التي تنشأ من الأدوات المالية التي تعرضت لها المؤسسة من خلال الفترة.

- طبيعة ومدى المخاطر المعرضة لها المؤسسة في بداية الفترة.

1. كيف تقوم المؤسسة بإدارة هذه المخاطر .

#### 4.2. نطاق المعيار: يدخل في نطاق هذا المعيار:

- يطبق على كافة المنشآت وكافة أنواع الأدوات المالية.

- عقود شراء وبيع وبنود غير مالية تدخل ضمن نطاق المعيار IAS39.

- كافة المشتقات المربوطة بالمصالح في الشركات التابعة والشركات الزميلة والمشاريع المشتركة باستثناء المشتقات التي تلبي أداة حقوق ملكية.

ويستثنى من نطاق هذا المعيار:

- المصالح في الشركات التابعة والزميلة والمشاريع المشتركة.

- حقوق والتزامات الموظفين الناشئة عن خطط منافع الموظفين.

- عقود التأمين.

- الأدوات المالية والعقود والالتزامات بموجب عمليات التسديد على أساس الأسهم.

<sup>1</sup> [www.focus.ifrs7](http://www.focus.ifrs7) consulté le 25/02/2018 à 17:00.



- المشتقات المربوطة بالمصالح في الشركات التابعة والزميلة والمشاريع المشتركة التي تلبي تعريف أداة الملكية حسب المعيار IAS32.<sup>1</sup>

### 5. الاوراق المالية : قياسات القيمة العادلة IFRS13

يجسد هذا المعيار التوجه الحديث لس معايير المحاسبة الدولية بتبني أسلوب القيمة العادلة في قياس الأصول والالتزامات بدلا من التكلفة التاريخية التي أظهرت سلبيات كثيرة. ويعتبر هذا المعيار ثمرة جهد كل من ASB او FASB. وقد تخللت مسودات إعداد هذا المعيار مناقشات طويلة وصعبة وهذا للسببين الآتين:<sup>2</sup>

- **السبب الأول**، هو عزم IASB إصدار معيار يعرف القيمة العادلة، يعالج فيه كيف يتم تحديد قيمة الأصول أو الخصوم دون التعرض إلى متى يتم التقييم على أساس القيمة العادلة.

- **السبب الثاني**: هو ظرفي كون يتعلق بتزامن النقاشات حول المعيار مع الأزمة المالية العالمية ومحاولة البعض إيقاف التعامل كون تحديد في الاقتصادية المستقرة يكون أسهلن كما ان العديد من الخبراء يعزي أسباب الأزمة على استخدام القيمة العادلة.

ويهدف هذا المعيار إلى إعطاء تعريف واضح ومفصل للقيمة العادلة، وتحديد إطار واحد لمعايير قياس القيمة العادلة، كما يهدف إلى تحديد متطلبات الإفصاح المتعلقة بمقياس القيمة العادلة.

ويعرف هذا المعيار القيمة العادلة علىادنى السعر الذي سيتم استلامه لقاء بيع أصل، أو دفعة لقاء تحويل التزام في عملية منظمة بين متعاملي السوق في وقت القياس.

ويتطلب من المؤسسة عند قياس القيمة العادلة أن تحدد العناصر التالية:

-الأصل أو الالتزام المعني بموضوع القياس.

- تقديم الأساس الملائم للقياس، وهذا فيما يخص الأصول غير المالية.

- السوق الأساسي للأصل أو الالتزام.

**المطلب الثاني: المعالجة محاسبية للأسهم والسندات.**

بداية نلاحظ أن القيم المنقولة تمثل أهم مكون للأصول والخصوم المالية والتي تم تصنيفها معالجتها وفق النظام المحاسبي المالي.

**أولا: المعالجة المحاسبية للأصول المالية.**

**1. التصنيف المحاسبي:**

إن الأصول المالية المثبتة تسجل في فروع الحسابين 26 و 27 كما جاء في النظام المحاسبي المالي.

<sup>1</sup> [www.FOCUS](http://www.FOCUS).IFRS/ifrs7 consulté le 25/02/2018 à 15:00.

<sup>2</sup>Groupe MAZAR, IFRS13” évaluation de la juste valeur- essentiel de la norme en 40 questions / réponses, 07/2012,p 4.

**\* الحساب 26- مساهمات وحسابات دائنة محققة:**

سندات المساهمة والحسابات الدائنة المحققة التي يعد امتلاكها الدائم مفيدا لنشاط المؤسسة، خاصة تسمح ليا بأن تمارس نفوذا عمى الشركة التي تصدر السندات، أو أن تمارس المشاركة في الفروع، الشركات المشاركة لها، وقسم

الحساب 26 إلى حسابات فرعية كالتالي:

261- سندات الشركات التابعة.

262- سندات المساهمة الأخرى.

266- حسابات دائنة محققة بمساهمات المجمع.

267- حسابات دائنة محققة بمساهمات خارج المجمع.

269- دفعات باقية عمى سندات المساهمة غير المحررة.

**\* الحساب 27- قيم ثابتة مالية أخرى:**

إن هدف المؤسسة من حيازة هذه السندات لتحقيق مرودية مرضية للأموال الموظفة، وينقسم الحسابات الفرعية

لحساب 27 كالتالي:

271- سندات مثبتة أخرى غير السندات المثبتة لنشاط المحفظة.

272- سندات مثبتة لحقوق الدين.

273- سندات مثبتة لنشاط المحفظة.

274- القروض والحسابات الدائنة المترتبة عمى عقد إيجار التمويل.

275- الودائع والكفالات المدفوعة.

276- الحسابات الدائنة الأخرى المثبتة.

279- دفعات باقية عمى السندات المثبتة غير محررة.

**1. التسجيل المحاسبي:**

إن الطريقة المحاسبية الخاصة بالقيم الثابتة المالية وتقييمها والتقرير عنها تختلف فيما إذا كانت الأوراق المالية أوراق ديون أو أوراق ملكية وإذا كانت الأوراق المالية أوراق ملكية فإن الطريقة المحاسبية المستخدمة تتوقف عند نسبة الملكية أو التأثير.

**\* التسجيل الأولي:**

عند تاريخ الدخول إلى الأصول، الأصول المالية المثبتة تسجل محاسبيا بتكلفة شرائية، والتي هي القيمة العادلة لمقابل المدفوع، بما فيها مصاريف السمسرة، الرسوم ومصاريف البنك، لكن لا تتضمن أرباح الأسهم والفوائد.

أي عند الشراء يجعل حساب السندات المعني لدينا بتكلفة الشراء الكمية، والحسابات المقامة التالية تجعل

دائنة:

	X	مساهمات وديون مرتبطة بالمساهمات أو	26X
	X	قيم ثابتة مالية أخرى	27X
X		البنك	512
X		موردو القيم الثابتة أو	404
X		دفعات باقية على سندات المساهمة غير المحررة	269
X		دفعات باقية على السندات المثبتة غير محررة شراء السندا	279

1. بالنسبة لجزء المسدد فوار الحساب 51- بنوك، هيئات مالية ومشابه.

2. بالنسبة لجزء المطلوب وغير المدفوع بعد الحساب 404- موردو القيم الثابتة.

3. بالنسبة لجزء من سعر الشراء غير المطلوب:

1. الحساب 269- دفعات باقية عمى سندات المساهمة غير المحررة.

2. الحساب 279- دفعات باقية عمى السندات المثبتة غير محررة.

ويكون التسجيل المحاسبي كالتالي:

ثانيا: المعالجة محاسبة للخصوم المالية الحسابين 16 و 17.

1- التصنيف المحاسبي.

1-1 الاقتراضات والديون المماثلة الحساب 16:

يتشكل مبدئيا الحساب 16 "الاقتراضات والديون المماثلة" وفقا للنظام المحاسبي المالي من مختلف الديون

المالية التي تمثل أصلا خصوما مالية لمؤسسة. ويضم الحسابات الفرعية التالية:

1. السندات التساهمية: يسجل فيه قيمة الأسهم التي تصدرها المؤسسة.

2. الاقتراضات السندية القائمة لتحويل: يسجل فيو قيمة الاقتراضات السندية التي تقوم المؤسسة بإعادة تحويما.

3. الاقتراضات السندية الأخرى: يسجل فيو قيمة السندات التي تصدرها المؤسسة التي لم تذكر سالفًا.

4. الاقتراضات لدى مؤسسات القرض: يسجل فيو قيمة الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من عند المؤسسات

المالية المقرضة.

5. الودائع والكفالات المقبوضة: يسجل فيه قيمة الأموال التي تقبضها المؤسسة من عند الغير كضمان.

1. الديون المرتبطة عمى عقد الإيجار - تمويل: يسجل فيه قيمة الديون المتعمقة بالإيجار التمويلي عند المؤسسة

المستأجرة.

2. الاقتراضات والديون الأخرى المماثلة: يسجل فيه قيمة القروض التي تتحصل عليها المؤسسة من عند الغير أو

من الخارج بالعملة الصعبة.

3. علاوات تسديد السندات: يسجل فيه قيمة العلاوات المتعمقة بالسندات التي تسدها المؤسسة.

## 2- الديون المرتبطة بالمساهمات (الحساب 17):

ويفتح هذا الحساب في حالة حصول المؤسسة على ديون مرتبطة بالمساهمات فقط. مع الإشارة إلى أن من الضروري التمييز في هذه الحالة لتقسيمات الفرعية لحساب بين الديون المرتبطة بمساهمات المجمع ، وبين الديون المرتبطة بمساهمات خارج المجمع. ويضم الحسابات الفرعية التالية:

1. **الديون المرتبطة بمساهمات المجمع:** يسجل فيه قيمة الأموال أو القروض التي تتحصل عليها المؤسسة من الوحدات والفروع التابعة لمجمع.

2. **الديون المرتبطة بمساهمات خارج المجمع:** يسجل فيه قيمة القروض التي تتحصل عليها المؤسسة من عند فروع تابعة لمجمع آخر تربطها علاقات تساهمية.

3. **الديون المرتبطة بشركات في شكل مساهمة:** يسجل فيه قيمة القروض والديون المرتبطة بشركة المحاصة.

4. **الديون الأخرى المرتبطة بالمساهمات:** يسجل فيه قيمة القروض التي لم تسجل في الحسابات السابقة.  
ثانيا: التقييم المحاسبي.

تقيم القروض والخصوم المالية الأخرى مبدئياً بالتكلفة، والتي تساوي القيمة الحقيقية لمقابل الصافي المتحصل عليه بعد طرح مصاريف الإصدار ودون مراعاة العلاوات المحتملة للإصدار أو التسديد.

ثالثا: التسجيل المحاسبي.

### 1- التسجيل الأولي:

إن المبلغ المقبوض فعليا بعد طرح مصاريف الإصدار وتكاليف محتملة أخرى، يتم تسجيله في الحساب المدين المناسب (البنك، الصندوق) ويقابله في الجانب الدائن الحساب الفرعي 16 حسب طبيعة القرض وذلك بالمبلغ التعاقدى المطلوب تسديده كما يلي:

5	المتاحات	
16	الاقتراضات والديون المماثلة	
	استلام قرض	

وفي حالة تحيين القرض، فإن الفرق بين مبلغ القرض المحين - سواء بنسبة الفائدة المعمول بها في السوق أو بنسبة الفائدة الفعلية- ومبلغ القرض المطلوب تسديده يسجل في حساب فرعي لحساب 169 "علاوات تسديد السندات"، بحيث أن هذا الفرق -الاجابي أو السلبي- يشكل علاوة لتسديد، بالقيمة الاهتلاك على مدى مدة القرض.

في حين يعترف بالفرق بين مبلغ القرض المحين ومبلغ القرض المقبوض كأعباء أو نواتج مالية، وتسجل محاسبيا وفقا لذلك.

1. الديون المرتبطة بالمساهمات تسجل بالقيمة الاسمية لمقرض في الجانب الدائن

17 "الديون المرتبطة بالمساهمات" مقابل الحساب المدين لممتاحات، ويكون التسجيل المحاسبي كما يلي:

5	المتاحات	
17	الديون المرتبطة بالمساهمات	
	استلام قرض	

2- التسجيل اللاحق :

1. وعند تسديد القرض يجعل حساب القرض المعني 16 مدينا بالمبلغ المدفوع أساسا، كما يجعل حساب علاوة التسديد المرتبطة 169 مدينا بمبلغ الفوائد المدفوعة وفقا للاهلاك على مدى مدة القرض، في مقابل أحد حسابات المتاحات. ويجعل حساب 661 "أعباء الفوائد" مدينا بمبلغ الفوائد الناتجة عن تحيين القرض بوضع حساب علاوة التسديد دائنا. مع ملاحظة أن الفوارق المحتملة التي تنشأ عن التعديل اللاحق لنسبة فائدة السوق تسجل كأعباء أو نواتج مالية.

2. وفيما يخص الديون المرتبطة بالمساهمات وعند تسديد القرض يجعل حساب القرض المعني 17 مدينا بالمبلغ المدفوع في مقابل أحد حسابات المتاحات (بنك، صندوق).

المطلب الثالث: اعادة التقييم الاسهم والسندات

- جرد الأصول المالية المثبتة:

القيم الثابتة المالية نوعان:

3. قيم ثابتة تحتفظ بها المؤسسة إلى تاريخ الاستحقاق: بذه القيم الثابتة تكون ليا خسارة عن القيمة إذا كانت قيمتها القابل لتحصيل أقل من قيمتها المحاسبية الصافية، إن خسارة القيمة تسجل في نهاية السنة بجعل الحساب (686) حساب مخصصات الاهلاكات والمؤونات وخسائر القيمة- العناصر المالية (مدينا وحساب 296) حساب خسائر القيمة عن المساهمات (مثلا دائنا).

ويكون التسجيل المحاسبي كالتالي:

686	مخصصات الامتلاك وخسائر القيمة	
29	خسائر القيمة على القيم الثابتة المالية	
	اثبات خسارة	

تتم عملية المقارنة بين القيمة الحالية والقيمة المحاسبية الصافية عنصر بعنصر. بالنسبة لمسندات، فان مفهوم العنصر يعني السندات التي تم اصدارها من قبل نفس المؤسسة وتعطي لحاميلها نفس الحقوق. لا يمكن اجراء أية مقاصة بين سندات مختلفة.

4. القيم الثابتة المالية الجاهزة للبيع: وهي أصول مالية اشترتها المؤسسة بهدف تحقيق فائض قيمة نتيجة التنازل في المدى الطويل والمتوسط الأجل وهذا إضافة إلى الفوائد أو القسائم المحصلة.

خلال فترة حياة هذه الأصول، في نهاية السنة تقيم القيم الثابتة المالية الجاهزة للبيع على أساس قيمتها الحقيقية (القيمة العادلة) كالتالي :

- بالنسبة لمسندات المدرجة في السوق المالي (أي بورصة الأسواق المالية): يتم تقييمها على أساس سعربا المتوسط خلال الشير الأخير من السنة المالية؛

- بالنسبة لمسندات غير المدرجة في السوق المالي: يتم تقييمها بقيمتها التفاوضية المحتملة.

- إن فارق التقييم يسجل في شكل زيادة أو انخفاض في الأموال الخاصة وهذا باستخدام الحساب 104 فارق التقييم، وذلك كما يمي:

- في حالة تقدير زيادة قيمة عمى الأدوات الجاهزة للبيع:

		سندات مثبتة لنشاط المحفظة		273
	X	فارق التقييم		
X		اثبات زيادة قيمة السندات	104	

في حالة تقدير نقص القيمة عمى الأدوات الجاهزة للبيع:

		فارق التقييم		104
	X	سندات مثبتة لنشاط المحفظة		
X		اثبات انخفاض قيمة السندات	273	

كما أن التحويل إلى العملة الوطنية لقيم السندات المدونة بالعملة الأجنبية والمدرجة فقط في الخارج تتم بسعر التحويل الجاري عند تاريخ العملية المعنية.

### 2-2-2- التنازل عن الأصول المالية المثبتة:

التنازل عن السندات المصنفة ضمن القيم الثابتة تسجل كأى عملية تنازل عن القيم الثابتة ، ويكون التسجيل المحاسبي لمتنازل حسب إحدى الحالتين التاليتين:

1. إن عملية التنازل قد تتم بربح ويسجل بالحساب 767، عندما يكون القيد التالي:

		بنك		512
		خسائر القيمة عن القيم الثابتة المالية		29X
		أرباح صافية عن عمليات التنازل عن الاصول المالية	767	
		الأسهم والسندات	27/26	
		التنازل عن القيم الثابتة المالية		

2. أما في حالة بيع القيم الثابتة المالية بخسارة، تسجل بالحساب 667، فيكون القيد كالتالي:

		بنك	512
		خسائر القيمة عن القيم الثابتة المالية	29X
		خسائر صافية عن عملية التنازل عن الأصول المالية	667
		الأسهم والسندات	27/26
		التنازل عن القيم الثابتة المالية	

أما في حالة القروض الممنوحة، فإنه في تاريخ الاستحقاق، يسجل حساب القرض في الجانب الدائن مقابل الحساب المدين لأحد الحسابات المالية بالمبلغ المسدد.

### -1-2- جرد الأصول المالية الجارية:

فيما يخص سندات التوظيف القابلة لمتفاوض حالياً والتي تقاس بالقيمة السوقية في تاريخ إقفال الحسابات، الفرق بين هذه القيمة وقيمة السندات الظاهرة في المحاسبية تسجل:

1. في الجانب المدين لحساب 50 في مقابل الحساب 765 "فارق التقييم عن الأصول المالية- فوائض القيمة" إذا تعمق الأمر بفائض قيمة:

	X	قيم منقولة للتوظيف	50
X		فارق التقييم- فوائض القيمة	765
		فائض القيمة	

2. في الجانب الدائن لحساب 50 في مقابل الحساب 665 "فارق التقييم عن الأصول المالية- نواقص القيمة" إذا تعمق الأمر بناقص قيمة:

	X	فارق التقييم- نواقص القيمة	665
X		قيم منقولة للتوظيف	50
		انخفاض القيمة	

### -2-2- التنازل عن الأصول المالية الجارية :

وفي حالة التنازل عن سندات التوظيف، رصيد الحساب (50) القيمة الإجمالية لمدخل المصححة بفائض أو ناقص قيمة (في الجانب المدين، وسعر التنازل في الجانب الدائن، يسجل:

3. في الجانب المدين لحساب الأعباء المالية 667 "الخسائر الصافية عن التنازل عن الأصول المالية"، إذا تعمق الأمر بخسارة تنازل.

		الحسابات المالية		4 او 5
		الخسائر الصافية عن التنازل الاسهم والسندات		667
		قيم منقولة للتوظيف	50	
		التنازل عن السندات والاسهم		

4. في الجانب الدائن لحساب إي اردات المالية 767 "أرباح صافية عن عمميات التنازل عن الأصول المالية"، إذا تعمق الأمر بأرباح تنازل.

		الحسابات المالية		4 او 5
		القيم منقولة للتوظيف	50	
		أرباح الصافية عن التنازل الاسهم والسندات	767	
		التنازل عن السندات والاسهم		



## خلاصة الفصل الأول :

تمثل سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل سوقا بالمفهوم الإقتصادي للسوق، حيث تمثل المكان النظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال سمسرة، لتبادل السلع هي الأسهم والسندات غالبا، والتي تتميز بسهولة نقلها من مكان لآخر وذلك بتداولها بين المستثمرين، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وتصنف أسواق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة، إذ يتحدد فيها السعر وفقا لقوى العرض والطلب.

وتتميز الأوراق المالية هي الأخرى بالتجانس فيما بينها، مما يسهل تداولها بين الأفراد، وكذا تميزها بالتنوع والتجديد، وهذا الأخير ينشط بدوره ويساهم في إنعاش البورصات، ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات أساسية، حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله، والمتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم، وتنوع الأدوات المتداولة ومقومات مساندة أخرى .

ونظرا لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق بالاهتمام بكفاءة السوق نفسه التي قد تكون متباينة فيما بين الدول العربية من سوق كفاء إلى سوق يتميز بالضعف عموما، قد يعتمد ذلك على كفاءة اقتصاد البلد في حد ذاته، فما هو واقع اقتصاديات الدول العربية وهامي الظروف التي دعت إلى وجود الأسواق المالية في البلدان العربية وهل من عقبات تقف في طريقها، والأهم من ذلك ما هو واقعها حاليا؟

# الفصل الثاني

الجانب التطبيقي

## المبحث الأول: بورصة الجزائر (نشأتها، المتعاملين فيها، تقييم أدائها)

وسميت شركة تحاشيا لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية رأس المال من جهة و من جهة أخرى لانعدام النص القانوني.

## المطلب الأول: مراحل إنشاء بورصة الجزائر

لقد تأسست بورصة الجزائر بين ثمانية صناديق مساهمة في 9-12-1990 وكان رأسمالها 320000 دج مقسما بالتساوي بينها تحت اسم شركة القيم المنقولة وهذا استنادا إلى المادة 1 من القانون 03-88 الصادر بتاريخ 2-1-1988 وسميت شركة تحاشيا لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية رأس المال من جهة و من جهة أخرى لانعدام النص القانوني الذي ينظم عمليات البورصة ،ويديرها مجلس إدارة مكون من 8 أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة<sup>1</sup>.

وفي هذه المرحلة تم إصدار ثلاثة مراسيم تتعلق بالبورصة:

المرسوم التنفيذي 91-169 المؤرخ في 28-5-1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.

المرسوم التنفيذي 91-170 المؤرخ في 28-5-1991 الذي حدد أنواع القيم المنقولة، أشكالها، شروط إصدارها، تداولها وتحويلها.

- المرسوم التنفيذي 19-171 المؤرخ في 28-5-1991 المتعلق بلجنة البورصة.

أما من سنة 1992 فلقد واجهت شركة القيم المنقولة صعوبات حول أداء مهمتها وقد تم رفع رأسمالها من 320000 دج إلى 932000 دج.

وصدر المرسوم 93-08 المؤرخ في 93-4-1993 المكمل للقانون التجاري حيث حدد مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها، ثم صدر المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 3-5-1993 الذي حدد المحاور الكبرى لسير القيم المنقولة في الجزائر، الوساطة، لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة، لجنة تسيير القيم.

أما في سنة 1994 صدر المرسوم التشريعي 94-175 المؤرخ في 13-6-1994 الذي يعتبر البورصة كأداة لتمويل الاقتصاد الوطني، وتجميع رؤوس الأموال، وتمويل الاستثمار وبرامج التنمية .

ولقد كان الافتتاح الرسمي لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17-12-1997 ومقرها بالجزائر العاصمة، لكنها لم تباشر نشاطها إلا في سنة 1999 والسبب في هذا التأخير يعود إلى الظروف التي مرت بها الجزائر. إضافة إلى أن الجزائر كانت ملزمة بتطبيق البرنامج البنكي الدولي إلى غاية 1998 حيث ظهرت مؤشرات ايجابية عن الأوضاع المالية بالجزائر من خلال تمكن الحكومة من تحقيق التوازنات الكبرى لاسيما على صعيد المديونية وهذا الوضع سمح بأخذ الخطوات الأولى لقيام البورصة .

<sup>1</sup> قجالي محمد، ملتقى تخرج لنيل شهادة ماستر حول بورصة الجزائر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة فرحات عباس بسطيف

### المطلب الثاني: الهياكل التنظيمية لبورصة الجزائر

طبقا للقانون رقم 03-04 فإن بورصة الجزائر للقيم المنقولة تتكون من أربعة هياكل هي:

#### أولاً: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة :

حيث تتولى هذه الشركة إدارة بورصة القيم المنقولة، وتكتسي شكل شركة ذات أسهم حسب المادة 15 من هذا

القانون، ويتمثل هدف هذه الشركة على الخصوص وفقاً للمادة 18 من القانون السالف الذكر فيما يلي:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديداتها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت رقابة اللجنة.
- على أن هذه اللجنة تمارس مهامها تحت رقابة لجنة ضبط عمليات البورصة.

#### ثانياً - الوسطاء في عمليات البورصة:

يقومون بالمفاوضات في المعاملات التي تتعلق بالقيم المنقولة في البورصة، على أنه لا يمكنهم ممارسة مهامهم إلا بعد الحصول على اعتماد من لجنة ضبط عمليات البورصة وهنا يتعلق الأمر بالشركات التجارية التي تنشأ لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية طبقاً للمادة 6 من القانون رقم 03-04. ومن بين أهم النشاطات التي يقوم بها الوسطاء تنص المادة 7 من القانون السابق الذكر على ما يلي:

- التفاوض لحساب الغير .
- الإرشاد في مجال القيم المنقولة.
- توظيف القيم المنقولة.
- التفاوض للحساب الخاص .
- حفظ القيم المنقولة وإدارتها.
- إرشاد المؤسسات في مجال هيكله الرأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.
- ويتعين على الوسطاء في عمليات البورصة أن يبرموا عقود تفويض مع زبائنهم على أن تنص هذه العقود لزوماً على ضرورة تقديم تقارير دورية إلى هؤلاء الزبائن كل ستة أشهر عن العمليات التي أجروها لحسابهم طبقاً للمادة 13 من القانون رقم 03-04 .

#### ثالثاً - المؤتمر المركزي على السندات:

هو عبارة عن هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم، يخضع القانون الأساسي الخاص بها وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين له إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية وذلك بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات

البورصة ومراقبتها، وبناء على تقرير معلل من هذه اللجنة يمكن للوزير المكلف بالمالية عزل المدير العام له و/ أو المسيرين الرئيسيين واستخلافهم في انتظار تعيين مدير جديد و/أو مسيرين جدد من طرف مجلس الإدارة وذلك حسب المادة 19 مكرر 2 من القانون رقم 03-04.

وتتمثل مهام المؤتمر المركزي على وجه الخصوص في:

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

**رابعا - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:**

أنشأت بموجب المرسوم التشريعي 93-10 واعتبرت سلطة ضبط مستقلة بموجب القانون المعدل والمتمم رقم 03-04، ولقد أسندت إليها مجموعة من السلطات حتى تتمكن من القيام بمهامها، والتي سوف تكون موضوع نقاش في المبحث الثاني باعتبارها الأداة التي وضعها المشرع لضبط عمل البورصة وتنظيمه.

**المبحث الثاني: آلية ضبط عمليات البورصة ومراقبتها**

مع زيادة حجم التداولات في البورصة أدى ذلك إلى تزايد عمليات التحايل والغش للهروب من الضرائب وتحقيق مكاسب سريعة وذلك من خلال استغلال الثغرات القانونية للنفوذ من خلالها، لذلك كانت الرقابة المستمرة على عمليات البورصة من الأمور اللازمة نتيجة خطورة عمليات البورصة وآثارها الخطيرة، لذا فرضت الرقابة عليها للحد من هذا التلاعب ولتحقيق العدالة بين جميع المستثمرين من جهة وللحفاظ على سلامة السوق وعلى الاقتصاد المحلي من جهة أخرى.

وعليه اعتمد المشرع الجزائري من أجل ضمان سلامة وحسن سير العمليات التي تتم في البورصة إنشاء هيئات تقوم بمهمة الرقابة وأسند إليها وظائف بالغة الأهمية ويتعلق الأمر بمهمة الرقابة والضبط على عمليات البورصة، التي أسندها المشرع الجزائري إلى لجنة ضبط وتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. لذا سوف نتطرق في هذا المبحث إلى تنظيم عمل هذه اللجنة (المطلب الأول)، ثم إلى مهامها واختصاصاتها (المطلب الثاني).

**المطلب الأول: تنظيم عمل لجنة ضبط عمليات البورصة ومراقبتها**

في هذا المطلب سوف نعطي تكييفاً قانونياً للجنة ضبط عمليات البورصة ومراقبتها (الفرع الأول)، ثم نبين التشكيلة البشرية لها (الفرع الثاني).

**الفرع الأول: التكييف القانوني للجنة ضبط عمليات البورصة ومراقبتها**

لقد أنشأت هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 السابق الذكر والمتعلق ببورصة القيم المنقولة في المادة 3 منه ، ولم يعطي المشرع الجزائري تكييفاً واضحاً لها في إطار هذا المرسوم و اكتفى بالنص في المادة 20 منه بي: "تتشأ لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة و مراقبتها وتتكون من رئيس وستة أعضاء"، هذه المادة لم

تقدم أي تكييف قانوني لها ،ولكن المادة 03 السابقة الذكر اعتبرت سلطة أي أنها ليست هيئة استشارية خاصة وأن معظم صلاحياتها تمارسها عن طريق قرارات تتميز بالصيغة التنفيذية وذلك عن طريق إصدار أنظمة أو قرارات فردية في شكل اعتماد أو تأشيرة .ولم يتضح التكييف الحقيقي لها إلا من خلال تعديل 2003 إذ كُتفها على أنها سلطة ضبط مستقلة وذلك في نص المادة 20 المعدلة إذ تنص على أنه : "تنشأ سلطة ضبط مستقلة لتنظيم و مراقبة عمليات البورصة تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي".

### الفرع الثاني: تشكيلة لجنة ضبط عمليات البورصة ومراقبتها

من الناحية البشرية تتكون هذه اللجنة من رئيس و 6 أعضاء يعين الرئيس لمدة 4سنوات و يحدد وضعه القانوني و مهامه و عزله عن طريق التنظيم طبقا للمادة 21 من المرسوم التشريعي 93-10 على أن يعين بموجب مرسوم تنفيذي يتخذ في مجلس الحكومة بناء على اقتراح من الوزير المكلف بالمالية طبقا للمادة 12 من المرسوم التنفيذي 94-175 المؤرخ في 13-6-1994 و هو الرئيس الوحيد الذي ينفرد بهذه الطريقة في التعيين على خلاف رؤساء بقية سلطات الضبط .أما الأعضاء فيعينون لمدة 4 سنوات حسب التوزيع الآتي طبقا للمادة 22 من المرسوم التشريعي 93-10:

- قاضي يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضو من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي .
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- عضو تقترحه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين .
- وتنتهي مهام الأعضاء حسب الشروط المحددة في التنظيم.

إن هذه اللجنة هي السلطة الوحيدة التي تتمتع بتركيبة تعددية متوازنة وهذا لضمان أفكار مختلفة، ضف إلى أن وجود القاضي لا يجعل منها هيئة قضائية هذا من جهة ،ومن جهة أخرى فإن طريقة تعيين أعضائها قد تؤثر بصورة كبيرة على استقلاليتها العضوية فهي السلطة الوحيدة التي تعرف غياب رئيس الجمهورية عن تعيين أعضائها حيث أحال المشرع على التنظيم لتحديد طريقة و شروط تعيين أعضائها و في هذا الصدد نجد المرسوم التنفيذي 94-175 الذي يوفق بين الرئيس و بين الأعضاء رغم اشتراكهما في مدة العهدة .لكن طريقة التعيين هذه من شأنها أن تفرغ مصطلح سلطة الضبط المستقلة من محتواها ذلك أن التعيين بقرار وزاري من شأنه خلق نوع من العلاقة التبعية السلمية المباشرة تجاه وزير المالية وهو ما لا يخدم استقلالية هذه الهيئة. وما يلاحظ أيضا هو غياب

البرلمان عن عملية التعيين لذا من الضروري أن يتقاسم البرلمان والسلطة التنفيذية سلطة التعيين<sup>1</sup> على خلاف القانون الفرنسي الذي ينوع في جهات تعيين سلطة الأسواق المالية<sup>2</sup>. ولضمان الاستقلالية العضوية لهذه اللجنة كرس المشرع الجزائري آليات صارمة لنظام التنافى بين وظيفة العضو في هذه السلطة وبين الوظائف الحكومية أو البرلمانية ومن هنا جاء الأمر 07-01 المؤرخ في 1-3-2007 والمتعلق بحالات التنافى ليشمل مجال تطبيقه حالات التنافى على مستوى سلطات الضبط أو كل هيئة مماثلة تتولى مهام الضبط أو المراقبة أو التحكيم. في حين أن المادة 14 من قانون 04-03 تسقط حالات التنافى مع أية وظيفة عمومية بالنسبة لأعضاء هذه اللجنة، والمادة 24 من المرسوم التشريعي 93-10 كرست نفس الحالات ما عدا أنشطة التعليم أو الإبداع الفني والفكري، وبالإضافة إلى حالات التنافى فقد حدد المشرع الجزائري حالات منع أخرى تتعلق خاصة بضرورة استقلالية الأعضاء تجاه القطاع المهني المضبوط فالمادة 25 من المرسوم التشريعي 93-10 تمنع رئيس اللجنة وجميع المستخدمين الدائمين فيها من القيام بأية معاملات تجارية حول الأسهم المقبولة في البورصة.

#### المطلب الثاني: مهام واختصاصات لجنة ضبط عمليات البورصة ومراقبتها

لقد زوّد المشرع الجزائري هذه اللجنة بسلطات لتمكينها من ممارسة مهامها وذلك بهدف تطوير السوق ومراقبته. لذا سوف نتطرق أولاً إلى مهام هذه اللجنة (فرع أول)، وثانياً إلى اختصاصاتها (فرع ثاني).

#### الفرع الأول: مهام لجنة ضبط عمليات البورصة ومراقبتها

لقد نصت المادة 30 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدلة والمتممة بالمادة 14 من القانون 03-04 إن اللجنة تتولى مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خاصة على:

#### أولاً: حماية المستثمرين في القيم المنقولة:

وذلك بتسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ إلى الادخار علنا بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية وتقوم اللجنة بزيادة على المراقبة القبلية على الإعلام بممارسة رقابة بعدية على الشركات المقبولة في جدول التسعيرة وتنصب على المنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه الشركات وهي:

- الكشف المالية والتقارير السنوية خصوصاً<sup>3</sup> أن إعلان تأشيرة اللجنة لا تتضمن تقديراً لنوعية العملية التي يقرها المصدر بل تعني أن المعلومة التي تتضمنها المذكرات الإعلامية ملائمة ومنسقة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتتاب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية .

<sup>1</sup> حدري سمير، السلطات الإدارية المستقلة و إشكالية الاستقلالية، بحث مقدم في إطار الملتقى الوطني حول سلطات الضبط المستقلة في المجال الاقتصادي و المالي، أيام 23 و 24 ماي 2007، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية.

<sup>2</sup> أعضاءها يعينهم كل من رئيس الجمعية الوطنية، مجلس الشيوخ، ورئيس المجلس الاقتصادي.

<sup>3</sup> العهدة قصيرة المدى تمتد من 3 إلى 5 سنوات وعادة ما تكون قابلة للتجديد، أما الطويلة فتمتد من 6 سنوات غير قابلة للتجديد.

- هذا وترى اللجنة أنه إذا لم يستطع المدخريين خاصة الصغار الاطلاع على هذه المذكرة المفصلة جدا فلهم المطالبة بوثيقة تلخيصية وهي النشرة التمهيدية التي تحتوي على أهم البيانات عن الإصدار وعن المصدر.

**ثانيا: حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها:**

إن مراقبة السوق تهدف أساسا إلى ضمان نزاهة وشفافية سوق القيم المنقولة وأمنها من خلال مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات وحافظي السندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وهذه المراقبة تسمح بالتأكد مما يلي<sup>1</sup>:

- احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الزامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير منصف.
- سير السوق حسب القواعد التي تتضمن الشفافية وحماية المستثمر.
- القيام بإدارة السندات وتسييرها وفقا للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكمها.
- هذه المراقبة تسمح برصد جنحة استعمال المعلومات السرية أو التلاعب بالأسعار أو المعلومات الخاطئة أو المضللة.

**الفرع الثاني: اختصاصات لجنة ضبط عمليات البورصة ومراقبتها**

حتى تستطيع هذه اللجنة أن تقوم بمهامها المنوطة بها بنص القانون وأن تساهم في السير الحسن لسوق القيم المنقولة منحها المشرع الجزائري عدة سلطات والتي سوف نتعرض إليها في هذا المطلب من خلال بيان السلطة التنظيمية (الفرع الأول)، ثم بيان السلطة التأديبية والتحكيمية (الفرع الثاني).

**أولا-السلطة التنظيمية:**

لقد تولى المشرع الجزائري عن الخصائص القانونية التقليدية واستبدلها بقانون خاص يحتوي على خصائص قانونية جديدة يمنح بموجبها مجموعة من الاختصاصات ذات الطابع القانوني للجنة ضبط ومتابعة عمل بورصة القيم المنقولة<sup>2</sup>.

تقوم اللجنة وفي إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية بإعداد أنظمة تخضع لموافقة<sup>3</sup> الوزير المكلف بالمالية ويتم نشرها في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية. ولقد تم الإحالة على تنظيمها تسع 9 مرات وهذا يدل على تمتعها بالسلطة التنظيمية وهي الوحيدة التي أحيل لها حتى تحدد شروط تعيين رئيسها وإنهاء مهامه ووضع القانوني وكذا شروط إنهاء مهام الأعضاء وقواعد حساب الأتاوى وتحصيلها. ومن الأنظمة التي يتم سنها نذكر مايلي<sup>4</sup>:

- نطاق مسؤولية الوسطاء والضمانات التي يجب أن يكفلونها لزبائنهم.

<sup>1</sup> Rachid Zouaimia.op.cit. p 31.

<sup>2</sup> Rachid Zouaimia, Ibid, p 26.

<sup>3</sup>أنظر المرسوم التنفيذي رقم 96-102 المؤرخ في 11 مارس 1996 المتعلق بتطبيق المادة 32من المرسوم التشريعي رقم 93-10، الجريدة الرسمية رقم 18.

<sup>4</sup>وليد بوجملين، مرجع سبق ذكره، ص 110.



- القواعد التي تحكم العلاقة بين المؤتمن المركزي للقيم والمستفيدين من خدماته.
  - القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة وعلى ماسكي الحسابات، حافظي الحسابات.
  - واجبات الإعلام التي يتعين على الشركات القيام بها عند إصدار قيم منقولة من خلال اللجوء إلى الإذخار العلني.
  - تسيير حافظ القيم المنقولة .
  - قواعد عمل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي على السندات.
- إن القرارات التنظيمية التي تصدرها هذه اللجنة تخضع لإجراء الموافقة و هو يعني موافقة وزير المالية على هذه اللوائح لتنتشر في الجريدة الرسمية مشفوعة بنص الموافقة .وهنا الموافقة هي إجراء شكلي لدخول القرار حيز التنفيذ انطلاقا من نشره في الجريدة الرسمية الذي يختلف عن المصادقة التي تعني إعطاء القرار الصيغة التنفيذية ، غير أنه يلاحظ في حال عدم موافقة وزير المالية عليها تبقى مجرد مشاريع لا تتمتع بطابع تنفيذي و المشترط للصدور في الجريدة الرسمية و عليه يمكن القول أن موافقة وزير المالية هي مصادقة حقيقية و بالتالي يصبح وزير المالية هو منشئ و مصدر هذه الأنظمة و ليست اللجنة و هذا دليل على أن نقل الاختصاص هنا ليس مطلقا لأنها تخضع وجوبا إلى المصادقة من طرف وزير المالية.
- إن هذه السلطات ليست مجرد تفويض<sup>1</sup> من طرف السلطة التنفيذية بل إن القانون هو الذي يعترف صراحة لها بهذه الصلاحيات رغم إخضاع هذه الأنظمة لإجراء الموافقة السابق الذكر و هذا ما يخلق مشاكل دستورية لأنه أحيانا يمكن أن تتعدى هذه الأنظمة و تضيف قواعد جديدة تتنافى و النص القانوني لأن الدستور الجزائري لم يخول سلطة التنظيم إلا لرئيس الحكومة .و حسب بعض الأساتذة إن تبرير الاختصاص التنظيمي لها يستند على فكرة التنازل عن السلطة<sup>2</sup> فضلا عن ذلك إن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها تتدخل بصفة مسبقة و تصدر قرارات فردية تتضمن رخص و اعتمادات تسمح للمتعاملين بالدخول إلى السوق بناء على معايير انتقاء تنافسية ويشكل نقل صلاحية الترخيص بالنشاط في السوق لصالح سلطات ضبط مستقلة عاملا هاما في التحرير الاقتصادي وهو يهدف إلى تشجيع المتعاملين و تهمين شروط الاستثمار والنمو .و يعتبر هذا الاختصاص من زاوية القانون امتياز سلطة عامة اعترف به المشرع لها قصد تأطير مبدأ حرية التجارة والصناعة المكرس دستوريا وكلها أشكال تهدف إلى ترقية وتشجيع الاستثمار<sup>3</sup> من خلال منح التراخيص والاعتماد حسب المادة 9 من النص المنشئ للجنة أنها تمنح صيغة الاعتماد التي تعتمد من خلالها الوسطاء في عمليات البورصة ويجب أن يكون قرار اللجنة يبين الأسباب في حالة رفضها الاعتماد ويستفيد طالب الاعتماد في حالة الرفض من حق الطعن .

<sup>1</sup> عز الدين عيساوي، المكانة الدستورية للهيئات الإدارية المستقلة: مآل الفصل بين السلطات، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة محمد خيضر ببسكرة، العدد 4، ص 208.

<sup>2</sup> عز الدين عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص 208.

<sup>3</sup> وليد بوجملين ، مرجع سبق ذكره، ص 113.

أما من الناحية العملية الإحصائية فإن اللجنة قد سلمت في ظل المرسوم 93-10 اعتمادات وذلك إلى غاية 1998 ويتعلق الأمر بالوسطاء التاليين:

Errachad almali /soficop /sogefi/union boherage/spdb.

أما في ظل تعديل 03-04 والذي أدخل البنوك لأنها تلعب دور الوسيط في عمليات البورصة فقد تحصلت 6 بنوك عمومية على اعتماد من لجنة ضبط عمليات البورصة ومتابعتها سنة 2004 لممارسة صفة الوسيط في عمليات البورصة وهذا حسب التقرير السنوي للجنة عام 2004.

### ثانيا: السلطة التأديبية والتحكيمية:

مكّن المشرع الجزائري لجنة ضبط عمليات البورصة و مراقبتها من سلطة تحكيم حقيقية تهدف إلى تسوية النزاعات بين المتعاملين و بالتالي ضمان مصالح كل الأطراف الفاعلة في السوق و من ثم حفظ التوازنات الضرورية لعمل و حسن سير المنافسة، لهذا سمح المشرع الجزائري لهذه اللجنة أن تنشئ هيئة تحكيمية تتولى الفصل في النزاعات و تتخذ تشكيلة مغايرة للتشكيلة الأصلية لسلطة الضبط و هذه التشكيلة تتميز بالكفاءة و الحيادية فعضوي غرفة التأديب و التحكيم ينتخبان من بين أعضاء اللجنة، إضافة إلى قاضيين يعينهما وزير العدل لكفاءتهما في المجالين المالي و الاقتصادي و يتولى رئاسة الغرفة رئيس اللجنة طبقا للمادة 51 من القانون رقم 03-04 . أما عن نتائج التحكيم فتتلخص في اتخاذ قرارات مبررة بعد الاستماع إلى الأطراف المعنية، فيما أخضع المشرع الجزائري قرارات غرفة التأديب للطعن أمام مجلس الدولة<sup>1</sup> فإنه استثنى قرارات غرفة التحكيم من إجراء الطعن واعتبرها قرارات نهائية .

فعلى المستوى التحكيمي: تختص الغرفة التحكيمية بدراسة كل نزاع تقني يترتب عن تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة ويحدث بين الوسطاء في عمليات البورصة، الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير القيم المنقولة، الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم، الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المسعرة طبقا للمادة 52 من القانون السالف الذكر .

لم يول المشرع اهتماما كبيرا لسلطة التحكيم في إطار المرسوم التشريعي 93-10 أو في القانون 03-04 حيث لم يبين لنا كيفية اتخاذ حكم التحكيم ومدى الزاميته، ولا كيفية تنفيذه<sup>2</sup> وربما الأمر يعود إلى الطابع التقني للمنازعات التي تنصب على مجرد اختلاف في تفسير القوانين واللوائح.

أما على المستوى التأديبي: تدرس هذه اللجنة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة وكذا كل مخالفة لأحكام تشريعية وتنظيمية مطبقة عليهم ومن بين العقوبات التي تصدرها الغرفة إذا ما تم الإخلال بالواجبات أو مخالفة الأحكام من طرف الوسطاء يمكن أن تصنف إلى صنفين هما: -عقوبات مالية تتمثل

<sup>1</sup> Rachid Zouaimia, op, cit, p 26.

<sup>2</sup> نصيرة تواتي، تسوية منازعات سوق الأوراق المالية، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، بجاية، العدد 1، 2010، ص 112.

في فرض غرامات يحدد مبلغها ب 10 ملايين أو مبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب حسب المادة 55 من القانون 03-04<sup>1</sup>.

### ثالثا: سلطة الرقابة والمراقبة:

إن لجنة ضبط عمليات البورصة تسهر على مدى احترام وتطبيق القانون وأحكامها التنظيمية ومن صلاحياتها في المجال الرقابي:

- التحقق من المتدخلين في البورصة.
- على رقابة مهام ونشاط شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- تراقب هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وتقدر صدق المعلومات التي تقدمها بخصوص الحسابات الدورية والمالية المتعلقة بنشاطها.

- تنتدب اللجنة مراقبا لاجتماعات البورصة يتولى مهمة السهر على مراعاة أحكام النظام العام
- وتسهر على حماية السوق من خلال مراعاة قواعد أخلاقيات المهنة وإصدار هذه القواعد في شكل لائحة .
- ولقد حول المشرع الجزائري لرئيس لجنة البورصة في حالة وقوع عمل مخالف للأحكام التشريعية والتنظيمية ومن شأنه إلحاق الضرر بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، صلاحية الطلب من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين بالامتنثال لهذه الأحكام ووضع حد لهذه المخالفة أو إبطال آثارها، ويحيل رئيس اللجنة نسخة من طلبه على النيابة العامة.

- وتفصل الجهة القضائية المختصة في الأمر استعجاليا، ويمكن لها أن تتخذ أي إجراء تحفظي وتصدر غرامة تهديدية قصد تنفيذ أمرها وتحيلها للخزينة العمومية. ونستخلص أن سلطة الأمر مخولة قانونا للقضاء، ليقصر دور اللجنة على مجرد الطلب فقط<sup>2</sup>.

- تأمر الشركة عند الاقتضاء بنشر استدراكات إذا لاحظت حالات سهو في الوثائق المنشورة تنشر الملاحظات التي يمكن أن تهم الجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة أو في أية أداة إعلامية أخرى.

- تجري تحقيقا لدى الشركات التي تلجأ للدخار العلني في البورصة أو لدى البنوك أو في المؤسسات المالية.
- لها أن تستدعي أي شخص من شأنه أن يقدم معلومات في القضايا المطروحة عليها أو تأمر أعوانها باستدعائه ولكل شخص أن يستعين بمستشار من اختياره.

- يلزم أعضاء اللجنة بالسر المهني حول الأعمال والوقائع والمعلومات التي اطلعوا عليها بحكم وظيفتهم، كما يجب على الأعوان الخارجون الذين ساعدوا اللجنة أن بالسرية وذلك حسب المادة 39 من قانون 03-04.

- كما تلزم المادة 40 من القانون السالف الذكر أن لرئيس اللجنة أن يطلب من المحكمة إصدار أمر للمسؤولين بالامتنثال للأحكام التشريعية والتنظيمية ووضع حد للمخالفة أو إبطال آثارها ويحيل نسخة من طلبه على المجلس القضائي للغرض الذي يقتضيه القانون.

<sup>1</sup> Rachid Zouaimia.op.cit.p p 34

<sup>2</sup> نصيرة تواتي، مرجع السابق الذكر، ص 114.

- كما تلزم المادة 41 من نفس القانون على هذه اللجنة بأن تقوم بمراقبة المذكرات التي تنشرها الشركات المسجلة في البورصة قبل أن تمنحها التأشيرة ولها مهلة شهرين يحق لها خلالها أن تمنح تأشيرتها أو ترفض منحها أو تطلب معلومات إضافية أو تعديلات .

1. وتضيف المادة 46 من القانون ذاته أنه من حق هذه اللجنة أن تعين مراقبا ليحضر اجتماعات البورصة لمراقبتها وله أن يتدخل في اجتماع البورصة لتسوية نزاعات ذات طابع تقني والتي من شأنها أن تعيق سير اجتماع البورصة، وتحدد كفاءات تدخل المراقب في لائحة تصدرها اللجنة.

### المطلب الثالث: تقييم أداء سوق الأوراق المالية في بورصة الجزائر

يتم استعراض النشاط العام لبورصة الجزائر خلال سنة 2017 من خلال النقاط الموالية:

- مؤشرات نشاط بورصة الجزائر؛
- مؤشرات أسعار بورصة الجزائر؛
- تطور قيمة وحجم الأسهم المتداولة؛
- نشاط الوسطاء في عمليات البورصة.
- شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاضا خلال السداسي الأول لسنة 2017 قدر ب 42.03% حيث بلغت قيمة المعاملات 24760815 دج، مقارنة بالسداسي الأول أين سجلت التداولات ما قيمته 42714410 دج، كما انتقل حجم التداول من 86206 في السداسي الأول إلى 54547 في السداسي الثاني مسجلا بذلك انخفاضا قدر ب 72.36%.
- أما فيما يخص التداولات المسجلة في مختلف أسواق القيم المنقولة المحققة في التسعيرة الرسمية نلاحظ ما يلي:
- السوق الرئيسي للسداسي الثاني عرف انخفاضا مقارنة بالسداسي الأول من حيث القيمة الإجمالية للتداول قدر بنسبة 42.03%.
- أما سوق سندات الشركات فلم يسجل أي تداول لشهر ديسمبر.

### جدول 04: مؤشرات نشاط بورصة الجزائر خلال سنة 2017

البيانات	السداسي الأول	السداسي الثاني	التغير %
عدد أيام التداول	51	53	-
عدد الأوامر	1517	1452	-4.28
حجم الأوامر المعروضة للشراء	306091	413711	35.15
حجم الأوامر المعروضة للبيع	1164564	1505947	29.31
قيمة التداول	42714410	24760815	-42.03
حجم التداول	86206	54547	-36.72
عدد الصفقات	155	122	-21.29

24.09-	2.30	3.03	المعدل اليومي للصفقات
44.21-	467185.18	837537.45	المعدل اليومي لقيمة التداول
39.11-	1029.18	1690.31	المعدل اليومي لحجم التداول

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، التقرير السنوي، الجزائر، 2017، ص 15.  
يبرز (قيمة التداول و حجم التداول) .....

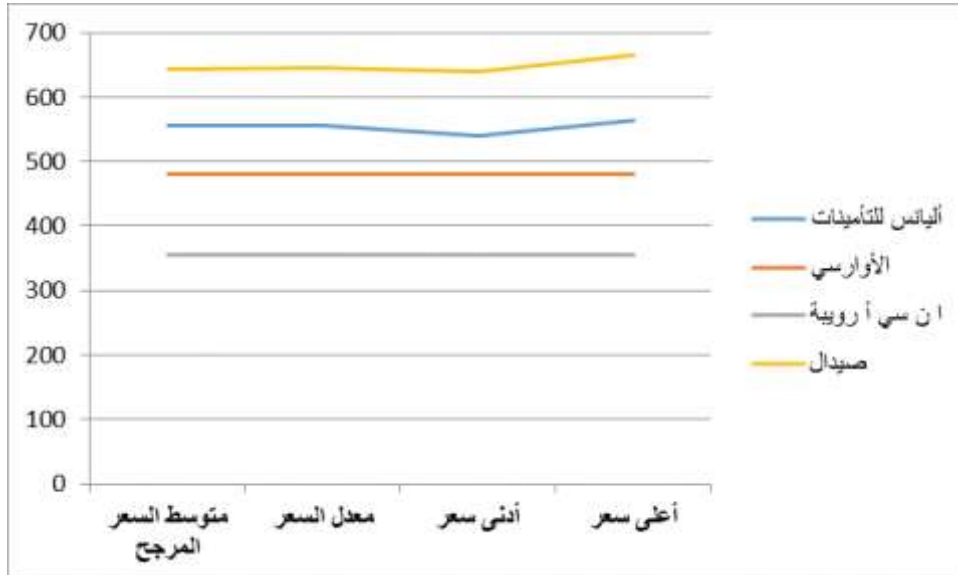
أما الجدول الموالي يظهر مؤشرات بورصة الجزائر خلال شهر ديسمبر 2017:

**جدول 05 :** مؤشرات أسعار بورصة الجزائر خلال شهر ديسمبر 2017

الأسهم	أعلى سعر (دج)	أدنى سعر (دج)	معدل السعر (دج)	متوسط السعر المرجح (دج)
أليانس للتأمينات	565	540	556.67	555.46
الأوارسي	480	480	480	480
ان سي أروبية	355	355	355	355
صيدال	665	640	645	643.75

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، التقرير السنوي، الجزائر، 2017، ص 15.

الشكل رقم (01) : مؤشرات أسعار بورصة الجزائر خلال شهر ديسمبر 2017



نلاحظ من خلال الجدول والشكل ان السعر ثابت للاسهم المطروحة وهذا يعني عاملي الطلب والعرض أي يكاد ينعدم التداول في البورصة.

الجدول الموالي يظهر تطور قيمة وحجم الأسهم المتداولة لشهر ديسمبر 2017:

جدول 06: تطور قيمة وحجم الأسهم المتداولة لشهر ديسمبر 2017

عدد الصفقات	قيمة التداول (دج)	حجم التداول (دج)	القيم المنقولة
6	2695080	4852	أليانس للتأمينات
6	92160	192	الأوارسي
14	5377185	15147	ان سي أروبية
11	921855	1432	صيدال
37	9086280	21623	المجموع

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، التقرير السنوي، الجزائر، 2017، ص 15

الجدول الموالي يظهر تطور نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)

جدول 07 : نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (حجم التداول)

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن (عملية)	شراء لغير الزبائن	بيع للزبائن (عملية)	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	20	-	70	-
بنك التنمية المحلية	-	-	852	-
بنك الجزائر الخارجي	435	-	1503	-
بنك الوطني الجزائري	13	-	-	-
بي ان بي باريبا الجزائر	19849	-	4650	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	607	-	440	-
القرض الشعبي الوطني	699	-	14108	-

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، التقرير السنوي، الجزائر، 2017، ص 15

الجدول الموالي يظهر نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول) 2017

جدول 08 : نشاط الوسطاء في عمليات البورصة (قيمة التداول) 2017

الوسطاء في عمليات البورصة	شراء للزبائن (عملية)	شراء لغير الزبائن	بيــــــــع للزبائن (عملية)	بيع لغير الزبائن
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	9950	-	42850	-
بنك التنمية المحلية	-	-	460080	-
بنك الجزائر الخارجي	275200	-	743940	-
بنك الوطني الجزائري	6240	-	-	-
بي ا نبي باريبا الجزائر	8019015	-	1835750	-
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	393855	-	237100	-
القرض الشعبي الوطني	382020	-	5766560	-

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، التقرير السنوي، الجزائر، 2017، ص 17.

يلاحظ من خلال الجدولين السابقين اكبر قيمة وعدد التداول لعملية شراء وبيع بواسطة الوسطاء هي بي ا نبي باريبا الجزائر ، حيث يتضح أن البيع والشراء كان مقتصر لصالح الزبائن فقط أي ان الوسطاء يغلب عليهم طابع التخوف ولا يريد المغامرة و هذا شيء سلبي يؤدي الي انخفاض حجم التداول في البورصة.

### المبحث الثالث: مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر

لدراسة تطور كفاءة سوق الأوراق المالية يتم استخدام مجموعة من المؤشرات، وتتمثل في كل من مؤشر حجم السوق؛ مؤشر سيولة السوق؛ مؤشر كفاءة تسعير الأصول و مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق.

#### المطلب الأول: مؤشر حجم السوق

يعتبر زيادة حجم السوق مؤشرا إيجابيا عن تطور السوق، ويقاس مدى اتساع الحجم من خلال عدد الشركات المسجلة في البورصة.

#### عدد الشركات المسجلة في البورصة

يرتبط اتساع حجم السوق بارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة، وبالتالي ارتفاع حجم الاستثمارات في السوق. ويوضح الجدول الموالي تطور عدد المؤسسات المسجلة في بورصة الجزائر.

جدول 09 : مؤشر عدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر

السنوات	2003-2000	2007-2004	2008	2011-2009	2012	2017-2013
تطور عدد الشركات المدرج في البورصة	4	5	6	7	5	6

المصدر: التقارير السنوية للجنة مراقبة عمليات البورصة، من سنة 2000 إلى 2017.

يلاحظ من خلال الجدول السابق استقرار عدد الشركات المسجلة في بورصة الجزائر، حيث يتضح أن العدد قليل جدا مقارنة بعدد الشركات في أسواق الأوراق المالية العربية والعالمية، إذ لا بد من العمل على رفع العدد حتى يتم تنشيط سوق الأوراق المالية وتقادي انخفاض في الأسعار.

#### المطلب الثاني: مؤشر سيولة السوق وكفاءة تسعير الأصول

يتم التعرف من خلال هذا المطلب على مؤشري السيولة وكفاءة التسعير.

#### - مؤشر سيولة السوق

ثمة مؤشرات يتم استعمالها لقياس سيولة سوق الأوراق المالية منها:

#### - نسبة حجم التداول

وهي عبارة عن حجم تداول قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي.

ويوضح الجدول الموالي نسبة حجم التداول في بورصة الجزائر.



## جدول 10 نسبة حجم التداول في بورصة الجزائر (أسهم وسندات)

السنة	قيمة التداول (مليون دينار جزائري)	الناتج المحلي الإجمالي (مليون دينار جزائري)	قيمة التداول/ الناتج المحلي الإجمالي %
1999	108.08	3215.1	3.33
2000	720.04	4078.7	17.65
2001	533.22	4222.0	12.62
2002	112.06	4546.10	2.46
2003	17.26	5263.90	0.32
2004	8.43	6126.70	0.13
2005	4.19	7543.9	0.055
2006	149.40	8463.5	1.76
2007	.41960	9498.88	0.35
2008	121.85	.1311077	1.10
2009	89.66	.09968	0.89
2010	67.00	11991.6	0.55
2011	32.12	14526.6	0.22
2012	67.31	16115.4	0.41
2013	10.10	16569.3	0.06
2014	14.89	21540.00	0.069
2015	67.47	22380.06	0.301

المصدر: التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، من سنة 1999 إلى 2015  
يلاحظ من خلال الجدول أن نسبة حجم التداول في البورصة عرفت أعلى نسبة لها سنة 2000 إذ بلغت 71.65%، لتتخفف بعدها حتى تصل أدنى مستوى لها سنة 2013 إذ بلغت 0.060%، لتعرف تحسنا بسيطا بلغت 0.069% سنة 2014. ويرجع انخفاض نسبة حجم التداول إلى الانخفاض في قيمة التداول، وبالتالي انخفاض مستوى السيولة في بورصة الجزائر.

## - مؤشر كفاءة تسعير الأصول

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأوراق المالية مرآة تعكس كل المعلومات المتاحة، سواء تعلق بالاقصاد العالمي أو الاقصاد المحلي أو القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة وأخبار الشركة المصدرة للأوراق المالية.

ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال المؤشرين الآتيين:

1. مدى توافر مصادر المعلومات.

2. دراسة مدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمتغيرات الاقتصادية.

**\* مدى توافر مصادر المعلومات**

يعد توافر المعلومات سمة تتميز بها أسواق الأوراق المالية المتقدمة، حيث يساعد ذلك على اتخاذ القرار المناسب في الاستثمار في الأوراق المالية بناء على المعلومات والتحليلات المرافقة لها.<sup>1</sup> ويمكن توضيح أهم مصادر توفير المعلومات بالجزائر في الآتي:<sup>2</sup>

**\* المصادر الحكومية**

تتمثل في بنك الجزائر ووزارة المالية، حيث تصدر تقارير شهرية وسنوية تتضمن معظم المؤشرات الاقتصادية عن الاقتصاد الجزائري. كما تصدر الهيئات المنظمة لبورصة القيم المنقولة بالجزائر تقارير سنوية ودورية تتضمن نشاط سوق الأوراق المالية، إلا أن توزيع هذه التقارير يبقى محدود وغير متاح للجميع، إضافة إلى عدم توافر تحليلات في هذه التقارير عن وضعية القطاعات المختلفة.

ومن هنا يمكن القول أن المصادر الحكومية غير قادرة على توفير المعلومات الكافية واللازمة لاتخاذ القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يبقى على محدودية كفاءة سوق الأوراق المالية، وبالتالي سعر الورقة المالية لا يمكن أن يعكس المعلومات المتوفرة.

**\* الشركات المقيدة في البورصة**

لكي يستطيع المستثمر اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية، لا بد أن يحصل على جميع المعلومات عن أداء الشركات المتداولة في السوق، غير أن معظم الشركات التي تتداول أوراقها في بورصة الجزائر لا توفر المعلومات الكافية عن أداء المؤسسة سواء عن الماضي أو المستقبل. وهو من الأمور التي تحد من توفير المعلومات في سوق الأوراق المالية في الجزائر بالرغم من إلزام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الشركات بنشر القوائم المالية.

**تقارير المؤسسات**

تصدر المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر تقارير بصفة دورية سنوية، غير أن هذه التقارير لا تحتوي على المعلومات الكافية والتحليلات اللازمة التي تسهل عملية اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في بورصة القيم المنقولة خاصة في ظل حداثتها ونقص الثقافة البورصية لدى العديد من المستثمرين.

**2.1.4. المعلومات من الإنترنت**

تتشر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات بعض المعلومات عن سوق الأوراق المالية من خلال موقعها على الإنترنت، إلا أن هذا المصدر يبقى غير متاح لجميع المستثمرين باعتبار أن تعميم الإنترنت في الجزائر حديث النشأة، وما يلاحظ عن هذه المعلومات أنها تخص الفت ارت السابقة وليست بالمعلومات الحديثة التي تفيد سواء المستثمرين أو الباحثين في هذا المجال.

<sup>1</sup>الساطوري جودري، مرجع سبق ذكره، 2006، ص 377

<sup>2</sup>التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2015، ص 83

### 3.2. مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية

تشير أغلب الدراسات الاقتصادية على وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، وذلك لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة، وبالتالي يطلب المستثمر معدلا مرتفعا للعائد، إضافة لذلك وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة وأسعار الأوراق المالية المتداولة، لأن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر في الأوراق المالية الذي ينعكس على القسمة السوقية للأوراق المالية، وهي من سمات سوق الأوراق المالية الكفؤة بوجود تلك العلاقة العكسية.

تتميز السوق الجزائرية بالاستجابة السلبية لحركة أسعار الأوراق المالية في بورصة الجزائر للتغير في معدلات الفائدة.

#### المطلب الثالث: مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق

يعتبر هذا المؤشر أساس تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي ما يلي:<sup>1</sup>

##### - قوانين حماية المستثمر

تم إصدار عدة قوانين منذ إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر، تتضمن إجراءات عديدة لحماية المستثمر. وقد أسندت هذه المهمة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إذ تتولى مهمة السهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي منتج مالي آخر يؤدي إلى اللجوء العلني للادخار، إضافة إلى السير الحسن للسوق وشفافيتها. غير أنه لا يوجد قانون مستقبلي لحماية المستثمرين على غرار ما هو موجود في الأسواق المالية المتقدمة.

##### 1. مدى نشر المعلومات

يتعين على الشركات التي لديها قيم مسعرة في البورصة أن تقوم عملا بأحكام النظام رقم 20 المؤرخ في يناير سنة 200 بإبلاغ معلومات دورية ودائمة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة تسيير بورصة القيم، وتنشر الصحافة هذه المعلومات. وتخص هذه المعلومات الكشوف المالية السنوية والسادسية وكذلك تضمنها أري محافظ الحسابات في مدى صحة هذه الكشوف.

يعتبر نشر المعلومات من المحددات الأساسية للهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق، غير أن ما تتميز به بورصة الجزائر هو محدودية نشر المعلومات إذ ما قورنت بباقي البورصات الأخرى سواء المتقدمة أو النامية

##### 2. درجة المخاطرة

تتسم سوق الأوراق المالية الكفؤة بانخفاض في درجة المخاطرة، غير أن الجزائر تحتل مرتبة غير مشجعة، وذلك حسب الترتيب الخطر المركب الوارد في الدليل الدولي لمخاطرة الدول.

<sup>1</sup>. صاطوري الجودي، مرجع سبق ذكره، 2010 ص 380.

## خلاصة الفصل:

من خلال ما تطرقنا إليه اتضح لنا بأن لجنة ضبط عمليات البورصة ومراقبتها تعتبر بمثابة المشرع والمراقب لعمليات الدخول في البورصة وذلك بما لها من صلاحيات تقوم بها. لكن رغم الطبيعة الإدارية التي تمتلكها هذه اللجنة إلا أنها لا تتوفر على ضمانات كافية على المستويين العضوي والوظيفي لأنها لا تستفيد من استقلالية قائمة على كل عناصر نظامها القانوني بل تبقى استقلالية تتراوح من عنصر قانوني لآخر. لذا وجب تعزيز مكانة هذه اللجنة من خلال وضع ضمانات استقلال حقيقية. وعلى ضوء هذه الدراسة سوف نقدم بعض التوصيات التي سبق وأن أشرنا إليها في مواضيع متفرقة من الدراسة ونجملها فيما يلي:

-إعادة النظر في قانون 03-04 لتغطية النقائص الموجودة فيه.

-تفعيل الدور الرقابي على المعاملات التي تتم داخل البورصة و ذلك من خلال التخلص من طريقة التعيين بالقرار الوزاري و إشراك كل من البرلمان و السلطة التنفيذية للقيام بهذه المهمة و ذلك للتخلص من تبعية أعضاء هذه اللجنة إلى السلطة التنفيذية.

أهمية تدخل المشرع في الجانب الإجرائي لحماية الحقوق والحريات المكفولة دستوريا.

التخلص من إجراء الموافقة لتفعيل دور هذه اللجنة في العمل البورصي.

العمل على نشر الوعي الاستثماري لدى المستثمرين في الأوراق المالية لضمان مصداقية المعلومات المتعلقة بهذه الأوراق.

-القيام بحملات تحسيسية حول أهمية البورصة و دورها في النهوض بالتنمية الاقتصادية.

وكما جاء في العرض أن قانون 03-04 سوف يتم تعديله لذلك نأمل أن يتم وضع قانون شامل خالي من العيوب والأخطاء التي أشرنا إليها سابقا حتى تستطيع البورصة الجزائرية أن تلعب الأدوار المنوطة بها دون إهمال لكل من

البنوك والمؤسسات المتوسطة والصغيرة التي يجب إدماجها في الإصلاحات القائمة



خاتمة

ما يمكن التوصل إليه من خلال متابعة تطور أسواق رأس المال، على مستوى سوق الإصدارات، يعتبر دورها محدوداً بسبب هيمنة القطاع المصرفي على التمويل في مختلف البلدان النامية، تتسم بصغر حجمها وتدني القيمة السوقية للبورصات وضعف حركة تداول الأوراق المالية على الرغم بنسب النمو المرتفعة في هذه المؤشرات لدى أغلب الدول النامية. انخفاض الطلب في العديد من البورصات لقلّة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي. عدم انعكاس إصلاح الأسواق المالية على خصصة الشركات العمومية خاصة في الجزائر، في الوقت الذي كان يفترض أن تقوم البورصة بتدعيم هذا المسار النقص الكبير الذي تعاني منه بعض البورصات في مجال نشر المعلومات حول الأسواق المالية، مما ساهم في نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التمويلات.

يتمثل موضوع دراستي في مدى تفعيل السوق المالية والمعالجة المحاسبية لبعض اهم الأوراق المالية في ظل النظم المختلفة، وذلك بالتعرض إلى نشأة ومفهوم السوق المالي، الأدوات المالية، تنظيم السوق المالي في الجزائر إضافة إلى كيفية معالجة وتقييم الأسواق المالية على مستوى مؤسسة بورصة الجزائر.

وبغرض حل الإشكالية، اعتمدنا على الفصلين مستخدمين المنهج والأدوات المذكورة في المقدمة، وفيما يلي خلاصة للفصلين، وكذا نتائج اختبار الفرضيات ثم النتائج المتوصل إليها في التوصيات والاقتراحات.

في بداية عملي هذا، ركزنا دراسة المفاهيم الأساسية للأسواق المالية ودراسة البعد الزمني والتاريخي وما صاحبه من تطورات السوق المالي في مختلف دول العالم، وقمنا بتقديم تعاريف لمختلف تشريعات الدول، بالإضافة إلى المزايا والسلبيات المتعددة التي يتمتع بها عن غيره من التمويلات والقروض الأخرى مما جعل منه محطة أنظار المستثمرين والأفراد على حد سواء بالإضافة إلى توضيح أنواع الأدوات المالية ومختلف خصائصها المتعلقة بالعقود المرتبطة بها ومحدداته وفي الأخير تمت دراسة الجواب المختلفة له.

وفي الخطوة الثانية وهي جوهر الدراسة تعرضت إلى المعالجة المحاسبية لاهم الأدوات المالية، حسب مجلس معايير المحاسبة المالية والمعايير المحاسبية الخاصة بها، هذا من أجل الإحاطة بالموضوع قبل التطرق إلى المعالجة المحاسبية في الجزائر وقلت بتوضيح الكتابات المحاسبية.

### نتائج إختبار الفرضيات:

يمكن الإجابة على فرضيات مقدمة البحث ما يلي:

الفرضية الأولى هي أن السوق المالي بصفة عامة تقنية تمويلية كغيرها من التقنيات المتداولة، وقد تم إثبات صحة جزء من الفرضية الأولى في أنها تقنية تمويل ولكن ليست غيرها، إذ تختلف وتتميز عن التقنيات الأخرى وخاصة القرض الكلاسيكي والتمويل الاجاري وأيضاً بالتعرض إلى أسباب لجوء المتعاملون إليها وتفضيلها عن القرض الأخرى.

تعلقت الفرضية الثانية أن السوق المالي يحقق مزايا وسلبية للمتعاملين، وذلك حسب كفاءة وفعالية، التي فيها شروط مطلوبة، يضاف إلى هذا أنه له تأثير هام على الاقتصاد الوطني تتمثل في دفع عجلة التنمية والتقليل من آثار التضخم إلى غيرها من المزايا الأخرى، وقد تم اثبات صحتها.

أما الفرضية الثالثة تمثلت في هل وفر المشرع الجزائري أرضية لتنظيم السوق المالي ونشاطه ، وتعتبر صحيحة لأن المشرع الجزائري نظمه بعدة قوانين ومراسيم وامر. والتي تقول إن هناك معايير دولية تنظم المعالجة المحاسبية لمختلف أنواع الأوراق المالية، تم إثباتها، حيث كان لابد من وجود معايير دولية تحكم تنظيم هذه التقنية من ناحية المعالجات المحاسبية.

#### نتائج الدراسة:

- الأسواق المالية وسيلة فعالة لتمويل المشاريع الاستثمارية إضافة أنه يحقق العديد من المزايا للاقتصاد.
- بالرغم من أن ثقافة السوق المالي غير منتشرة في الجزائر بشكل كبير مقارنة بالبلدان النامية الأخرى إلا أن جهود الدولة والمؤسسات المختصة قائمة على التعريف بهذه الخاصية وتسهيل العمل بها وتوضيحها.
- إن النظام المحاسبي الدولي يضع معايير تحدد كيفية المعالجات المحاسبية والإفصاحات عن الأوراق المالية، بحيث لا يمنع من وجود بعض المشاكل للمتعاملين.

#### التوصيات والاقتراحات:

من خلال نتائج الدراسة، يمكن اقتراح التوصيات التالية:

- ضرورة وضع نصوص قانونية متعلقة بالسوق المالي التي تجعل المعاملة فيه غير غامضة، وذلك بالتوفيق بين مختلف النصوص القانونية والتنظيمية لهذه التقنية من مختلف الزوايا، التمويلية والمحاسبية.
- لقد اظهر الواقع العملي مقارنة زمنية في أنشطة وأدوات مالية لذا يجب تحديد بدقة النطاق الذي يتم التعامل والتداول وتسهيل الادراج فيها.
- من الأفضل وضع برامج متابعة من طرفي وزارة المالية ولجنة المراقبة، وذلك من أجل الاطلاع على أهم المشاكل التي يمكن أن يواجهها المتعاملون، أو حتى النقاط الغامضة والغير المفهومة في النظام المالي الذي يضمن فعالية السوق المالي، وذلك متابعة مدى التزام المؤسسات بالتطبيق السليم لقواعد ومبادئ التداول.
- توحيد المصطلحات المحاسبية عند الترجمة من الفرنسي والإنجليزي إلى العربي.

#### آفاق البحث:

- لقد تناولت هذه المذكرة موضوع دراسة مفهوم السوق المالي والمعالجة المحاسبية في ظل النظام المحاسبي المالي، ومن خال تطرقي لهذا الموضوع اتضحت لي مواضيع البحث التالية:
- أثر المعالجة المحاسبية للأدوات المالية في ظل النظام المحاسبي المالي على المؤسسات المالية.
- القيام بأبحاث حول مدى التزام المؤسسات بتطبيق قواعد نظام المحاسبة المالية.



# قائمة المراجع



قائمة المراجع :

1. المراجع باللغة العربية:

1. الكتب:

1. دساتير الجزائر، ناصر لباد، دار المجد للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2010.
2. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
3. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، طبعة الأولى، مصر، 2003.
4. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، منشورات الحلبي الحقوقية، 2009.
5. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2000.
6. علي عباس، إدارة الأعمال الدولية، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2003.
7. محمد فاروق عبد الرسول، الحماية الجنائية لبورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، 2007.
8. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2004.
9. محمود محمد الداغر، أسواق مالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 88.
10. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2003.
11. مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف والمال، دار المعرفة الجامعية، مصر، 1996.
12. معجم ألفباني في اللغة والإعلام، دار العلم للملايين، بيروت، لبنان، الطبعة الثالثة، 2005.
13. منيرابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، 1999.
14. ناصر لباد، دساتير الجزائر، دار المجد للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2010.
15. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2003.
16. وليد بوجملين، سلطات الضبط الاقتصادي في القانون الجزائري، دار بلقيس، الجزائر.

2. المجلات :

1. نصيرة تواتي، تسوية منازعات سوق الأوراق المالية، المجلة الأكاديمية للبحث القانوني، بجاية، العدد 1، 2010.
2. عز الدين عيساوي، المكانة الدستورية للهيئات الإدارية المستقلة: مآل الفصل بين السلطات، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 4 .
3. عبد الهادي بن زيطة، نطاق اختصاص السلطات الإدارية المستقلة، دراسة قانونية "دورية فصلية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث والاستثمارات والخدمات التعليمية، العدد الأول الجزائر، جانفي 2008.
4. التقرير السنوي للجنة تنظم ومراقبة عمليات البورصة، 2015، ص 83

**3.المذكرات:**

1. بن مسكن إسماعيل، جليخي محمد وليد، البورصة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر، نقود ومالية وبنوك، جامعة يحي فارس المدية، 2013.

2. قجالي محمد، ملقى تخرج لنيل شهادة الماستر حول بورصة الجزائر، كلية العلوم القانونية والسياسية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011-2012.

**1. النصوص القانونية:**

1. المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 34 والمعدل والمتمم بالقانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 الجريدة الرسمية رقم 11.

2. المرسوم التنفيذي رقم 98-170 المؤرخ في 20 ماي 1998 المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية رقم 34.

القرار الوزاري المؤرخ في 2 أوت 1992 المتضمن تطبيق المادة 3 من المرسوم التنفيذي رقم 98-170 المتعلق بالأتاوى التي تحصلها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجريدة الرسمية رقم 70

3. المرسوم التنفيذي رقم 96-102 المؤرخ في 11 مارس 1996 المتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 93-10، الجريدة الرسمية رقم 18.

**4. المراجع باللغة الأجنبية:**

**1. الكتب بالغة الأجنبية:**

1. Rachid Zouaimia, droit régulation économique, Alger, 2006.

2. [www.IASB.Org/](http://www.IASB.Org/).