

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة فرحات عباس سطيف
معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

٣١/330.049

مذكرة مقدمة كجزء لمتطلبات شهادة
الماجستير

في: العلوم التجارية تخصص: دراسات مالية

الموضوع

استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية

دراسة حالة: مؤسسة الرياض - سطيف

تحت إشراف:

الدكتور محفوظ جبار

من إعداد:

خاسف جمال الدين

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة سطيف	أستاذ محاضر	د. محمد بوجلال
مقررا	جامعة سطيف	أستاذ محاضر	د. محفوظ جبار
عضوا	جامعة قلمة	أستاذة محاضرة	د. وسيلة حمداوي
عضوا	جامعة برج بوعرييج	أستاذ محاضر	د. حسين رحيم

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر

أتقدم بجزيل الشكر إلى الذين ساهموا من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل و أخص بالذكر أساتذة و مسؤولي معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير الذين لم يبخلون علي بنصائحهم و إرشاداتهم خاصة:

الأستاذ المشرف: الدكتور محفوظ جبار

الأستاذ: خبابة حسان

الأستاذ: ناصر إسماعيل

السيد : ناصر قادوم

كما لا أنسى أن أتقدم بالشكر إلى:

البروفيسور قمار محمد علي كل الدعم الذي قدمه لي

إطارات و عمال شركة الرياض - سطيف خاصة السيدة: بوراس.

إهداء

أهدي هذا العمل إلى أمي العزيزة و روح أبي الطاهرة و إلى إخوتي
و إلى كل من أحبهم

المحتويات

المحتويات

الصفحة

الموضوع

أ.....	المقدمة
001.....	الفصل الأول: الأوراق المالية و أسواقها
002.....	المبحث الأول : الأوراق المالية
002.....	المطلب الأول: الأسهم
006.....	المطلب الثاني : السندات
010.....	المطلب الثالث : المشتقات
018.....	المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية
018.....	المطلب الأول : سوق الإصدارات
022.....	المطلب الثاني: سوق التداول
026.....	المطلب الثالث : بورصة الجزائر
033.....	المبحث الثالث : تداول الأوراق المالية في البورصة
033.....	المطلب الأول : أساليب قيد و تداول الأوراق المالية
035.....	المطلب الثاني : إجراءات التعامل على الأوراق المالية
039.....	المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية
042.....	الفصل الثاني: دور التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية
043.....	المبحث الأول : تقييم الأوراق المالية
043.....	المطلب الأول: تقييم الأسهم
045.....	المطلب الثاني: تقييم السندات
049.....	المطلب الثالث: تقييم المشتقات
052.....	المبحث الثاني : أنواع التحليل المستعملة في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية
052.....	المطلب الأول : التحليل الأساسي
055.....	المطلب الثاني : التحليل الفني
060.....	المطلب الثالث : مقارنة بين التحليل الفني و الأساسي

المبحث الثالث : التحليل الأساسي و تغيرات أسعار الأوراق المالية.....	062
المطلب الأول : تحليل الظروف الاقتصادية.....	062
المطلب الثاني : تحليل ظروف الصناعة.....	067
المطلب الثالث : تحليل ظروف المؤسسة.....	070
الفصل الثالث : دراسة شركة الرياض و دخولها البورصة.....	080
المبحث الأول : معلومات عامة حول مؤسسة الرياض سطيف.....	081
المطلب الأول : مراحل تطور مؤسسة الرياض سطيف.....	081
المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي لمؤسسة الرياض سطيف.....	085
المطلب الثالث : الإدارة المالية لمؤسسة الرياض سطيف.....	087
المبحث الثاني : الوضعية المالية لمؤسسة الرياض سطيف.....	091
المطلب الأول : الميزانية.....	091
المطلب الثاني : جدول حسابات النتائج.....	095
المطلب الثالث : النسب المالية	099
المبحث الثالث : تأثير إصدار الأسهم على المشاريع الاستثمارية.....	103
المطلب الأول : تقييم أسهم الرياض سطيف.....	103
المطلب الثاني : المشاريع الاستثمارية المراد تمويلها بالأسهم.....	106
المطلب الثالث : تأثير تكلفة رأس المال على المشاريع الاستثمارية.....	115
الفصل الرابع : استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار سهم رياض سطيف.....	124
المبحث الأول : الظروف الاقتصادية.....	125
المطلب الأول : الناتج المحلي الخام.....	126
المطلب الثاني : السياسة المالية.....	128
المطلب الثالث : السياسة النقدية.....	131
المبحث الثاني : ظروف الصناعات الغذائية في الجزائر.....	136
المطلب الأول : تحديد الصناعة.....	136
المطلب الثاني : اعتبارات يجب أخذها بعين الاعتبار.....	139
المطلب الثالث : أدوات تحليل ظروف الصناعة.....	143

المبحث الثالث : تحليل ظروف المؤسسة.....	147
المطلب الأول: القوائم المالية.....	147
المطلب الثاني: النسب المالية.....	157
المطلب الثالث : العائد و المخاطرة.....	161
المطلب الرابع: القيمة العادلة لسهم الرياض.....	166
الخاتمة.....	169

قائمة الأشكال و الجداول

قائمة المراجع

الملاحق

مقدمة :

تتطلب الحياة الاقتصادية الحديثة رصد مبالغ مالية ضخمة لتوسيع النشاطات الاستثمارية، بحيث يجب استخدام هذه الأموال بفاعلية تامة لتحقيق الأهداف المرجوة. و مع القفزة التي عرفها الفكر المالي و ظهور الحاجة الملحة للتوظيف من طرف أعوان يتمتعون بفائض في السيولة و رغبة منهم في توظيفها بمعدلات أعلى مع التقليل من درجة الخطورة أو على الأقل الحصول على عائد يعادل درجة الخطورة التي يتحملونها، ظهر ما يسمى بالاستثمار المالي عن طريق تشكيل محفظة الأوراق المالية. فكان من الواجب على هؤلاء الأعوان أن يقوموا بتحليل و تقييم الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها و هو ليس بالأمر الهين. إذ أن أي معلومة لها وزن و تأثير على كفاءة السوق المالية.

من الناحية الاقتصادية يخضع تسعير الأوراق المالية لنفس العوامل و الشروط التي يخضع لها تسعير البضائع و الخدمات، فهناك جملة من العوامل الخاصة بهذه الأوراق بالإضافة إلى عوامل أخرى مرتبطة بالسوق تتداخل للوصول إلى تحديد سعر معين لورقة مالية ما. لذلك يلجأ محللو الأوراق المالية إلى دراسة تلك العوامل بهدف العثور على أسهم أو أوراق مالية تتداول بأسعار أقل من قيمتها الحقيقية (Under valued) ليتم الاستثمار فيها، و الأوراق المالية التي تزيد أسعارها عن السعر الحقيقي (Over valued) يتم التخلص منها و الابتعاد عن الاستثمار فيها. يطلق على هذا النوع من التحليل بالتحليل الأساسي (fundamental analysis) و الذي تخصصه دراستنا بالاهتمام. فوفقا لهذا التحليل يجب على المحلل أن يقوم بدراسة الظروف الاقتصادية الوطنية والعالمية وظروف القطاع أو الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة و أخيرا دراسة المؤسسة و أوضاعها المالية.

يعتبر الاستثمار المالي في الجزائر حديث النشأة، حيث سعت الجزائر كباقي الدول النامية إلى تحقيق استقلالها الاقتصادي و إصلاح ما خلفه النظام الاشتراكي. المتبع سابقا، و ذلك بوضع سياسات تتجه في عمومها نحو تحرير الاقتصاد معلنة بذلك عن تبنيتها للاقتصاد الحر، و من جملة هذه الإصلاحات الاقتصادية إعادة هيكلة جميع المؤسسات العمومية و نفخ الغبار عنها باعتبارها

المحرك الأساسي لعجلة الاقتصاد. لكن وللأسف لم تحقق هذه الإصلاحات الأهداف المرجوة منها والمتمثلة في إنعاش الاقتصاد و تحقيق النمو المطلوب، مما دفع بالسلطات العمومية إلى إيجاد صيغة جديدة أكثر فاعلية، ألا و هي خصخصة المؤسسات العمومية، بإحداث سوق للقيم المنقولة، وتم إدراج ثلاث مؤسسات هناك هي : الرياض سطيف، صيدال و الأوراسي. إلا أن هذه السياسة لم يكتب لها النجاح كذلك، فتوقف عدد المؤسسات المدرجة عند المؤسسات السابقة، مما أثر سلبا عليها و على المستثمرين في أسهمها.

بالرغم من هذا الفشل إلا أن السلطات العمومية تنوي بعث و إنعاش سوق القيم المنقولة بإدراج مؤسسات أخرى عمومية و خاصة، مستغلة في ذلك الوضعية المالية المريحة نسبيا التي يمر بها الاقتصاد الوطني.

1- إشكالية البحث:

كما سبق و أن ذكرنا أن على المحلل المالي أن يقوم بدراسة تمكنه من معرفة الأوراق المالية التي يجب الاستثمار فيها، و هي تلك التي تتداول بأقل من قيمتها الحقيقية و كذلك معرفة الأوراق التي تتداول بقيمة تزيد عن القيمة الحقيقية لها و بالتالي التخلص منها.

و من هنا تتبلور إشكالية بحثنا و المتمثلة في:

- ما مدى أهمية التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية و هل هو كاف أم يجب اللجوء إلى أنواع أخرى من التحليل و لاستعمالها في التنبؤ ؟

2- فرضيات البحث:

- للإجابة على الإشكالية فإننا نلحقها بمجموعة من الفرضيات :
- للتحليل الأساسي قدرة كبيرة على التنبؤ بأسعار الأوراق المالية.
- يعتبر التحليل الأساسي من أفضل الطرق المستعملة من طرف المحللين الماليين في تحليل تغيرات أسعار الأوراق المالية.
- التحليل الفني مكمل للتحليل الأساسي و ليس بديلا له.
- السعر السوقي لسهم الرياض سطيف أكبر من قيمته الحقيقية.

3- أهمية و أهداف البحث:

تظهر أهمية الموضوع في كونه لم يحظ بالدراسة الكافية بالإضافة إلى عدم معرفة الكثير من غير المتخصصين بفحواه، كما يلعب التحليل الأساسي دورا كبيرا في زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية والحد من زيادة عدد حالات الإفلاس بسبب عدم التحكم في وسائل التنبؤ و التحليل. كما يهدف البحث إلى:

- إظهار أهمية التحليل الأساسي في تحليل و تقييم الأوراق المالية و تطبيقه على سهم مؤسسة رياض سطيف.
- إظهار الاختلاف بين التحليل الأساسي و التحليل الفني.
- إظهار التكامل الموجود بين النوعين من التحليل.
- إظهار أهمية التحليل الأساسي في تفادي وقوع أزمات و إفلاس المستثمرين.

4- المنهج و الأدوات المستخدمة في البحث :

يستخدم في هذا البحث و انطلاقا من طبيعة الموضوع المنهج الوصفي التحليلي الذي يهدف إلى دراسة و وصف ظاهرة تغير أسعار الأوراق المالية و من ثم تحليل العوامل التي تدخل في التأثير على تسعيرها، مستعينا بأدوات البحث حيث تم الاعتماد على الإحصائيات المتعلقة بالاقتصاد الجزائري و مؤسسة الرياض سطيف خلال فترات زمنية معينة و معالجتها بواسطة برامج معلوماتية لاستخراج معادلات الانحدار و معاملات الارتباط و عرض هذه الإحصائيات في شكل جداول و رسومات بيانية.

5- محتويات البحث:

قسم البحث إلى أربعة فصول :

- يتناول الفصل الأول الأوراق المالية و أسواقها من خلال التطرق إلى الأسهم، السندات و المشتقات المالية المتمثلة في الخيارات، العقود المستقبلية و عقود التبادل ثم يتطرق إلى أسواق هذه الأوراق من الجانب الذي يخدم البحث و هو سوق الإصدار (السوق الأولية) ثم سوق التداول (السوق الثانوي).

- يتعرض الفصل الثاني إلى دور التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية و هذا بالإشارة إلى طرق تقييم الأوراق المالية ثم التعريف بالتحليل الأساسي و التحليل الفني و الأدوات التي يستخدمها كل تحليل مع إبراز عيوب و مزايا كل طريقة. بالإضافة إلى توضيح التدرج المنطقي للتحليل الأساسي ابتداء من تحليل الظروف الاقتصادية العامة و مروراً بتحليل ظروف الصناعة و أخيراً تحليل الوضعية المالية للمؤسسة.
 - يتناول الفصل الثالث دراسة مؤسسة رياض سطيف منذ نشأتها و حتى تاريخ إصدارها للأسهم، كما تطرقنا إلى دراسة وضعيتها المالية للفترة ما بين 1996-1998 و دراسة دواعي إصدار الأسهم و المقترحات الاستثمارية.
 - يدرس الفصل الرابع استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار سهم رياض سطيف و ذلك بدءاً بدراسة و تحليل الاقتصاد الجزائري من خلال الناتج المحلي الخام و السياسة المالية و النقدية ثم دراسة قطاع الصناعات الغذائية و تطوره خلال السنوات الأخيرة و أخيراً دراسة الوضعية المالية لمؤسسة الرياض سطيف للفترة ما بين 2001-2003.
- كما يجدر بنا الإشارة إلى بعض الصعوبات التي واجهتنا خلال إعدادنا لهذا البحث أهمها صعوبة الحصول على الإحصائيات، خاصة المتعلقة بقطاع الصناعات الغذائية.

الفصل

الأول

الفصل الأول: الأوراق المالية و أسواقها

يعتبر مجال الفكر المالي من أهم مجالات النشاط الاقتصادي و ذلك للدور الذي يلعبه في توفير الأموال اللازمة لتمويل النشاطات الاستثمارية، و يجب استخدام هذه الأموال بفاعلية تامة لتحقيق الأهداف المرجوة، و مع القفزة النوعية التي عرفها الفكر المالي و ظهور الحاجة الملحة من طرف الأفراد الذين يتمتعون بفائض في السيولة، و رغبة منهم في توظيفها بمعدلات كبيرة مع التقليل من درجة الخطورة، ونظرا لظهور فئة أخرى تعاني العجز في السيولة، ظهرت فكرة التقاء طالبي السيولة مع عارضيهما و ذلك في مكان يسمى البورصة، هذه الأخيرة كقناة لضخ السيولة النقدية وكأداة لتحقيق الانتعاش الاقتصادي، وذلك عن طريق تقليص الكتلة النقدية المتداولة في الأسواق مما يعني تخفيض معدلات التضخم، ومساهمتها في توسيع استثمارات المؤسسات.

و في هذه السوق المالية يتم التداول بواسطة أوراق تسمى الأوراق المالية والتي تعتبر عصب الأسواق المالية، لأنها السلع الوحيدة التي تتداول فيها، و هي عبارة عن صك يعطي لحامله مجموعة من الحقوق والإمتيازات و لتوضيح ذلك سنقوم بدراسة هذا الفصل من خلال ثلاثة مباحث:

- المبحث الأول : الأوراق المالية؛

- المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية؛

- المبحث الثالث : تداول الأوراق المالية في البورصة.

المبحث الأول : الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية الركيزة الأساسية في الأسواق المالية، و ذلك للدور الكبير الذي تلعبه في إمداد كافة النشاطات الاقتصادية بالأموال اللازمة و في الوقت المرغوب فيه، و تعتبر كذلك مصدرا من مصادر لتمويل الحديث والمباشر.

وسيتم التطرق لهذه الأوراق من خلال ثلاثة مطالب:

1- الأسهم.

2- السندات.

3- المشتقات.

المطلب الأول: الأسهم.

لتبسيط معنى الأسهم سنقوم بتقديم تعريف لها و إبراز خصائصها، كما سيتم التعرض إلى القيم المختلفة لها.

يمكن تعريف السهم بأنه "حق المساهم في مؤسسة أموال، و هو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري، و يمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العامة و حق التصويت فيها و حق الانتخاب، و حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح المؤسسة عند تصفيتها بسبب الانقضاء"⁽¹⁾ و بعبارة أخرى فإن السهم هو عبارة عن شهادة أو صك مساهمة، و تعتبر هذه الشهادة وثيقة إثبات تثبت ملكية حامل هذه الشهادة لنسبة معينة من رأسمال المؤسسة، و يتم تداولها في سوق منظمة تسمى البورصة.

و نظرا لخصوصيات الأسهم وحساسيتها لجميع الظروف الاقتصادية، الاجتماعية، السياسية و الثقافية فإن أغلبية التشريعات تسن قوانين تحمي جمهور حاملي الأسهم من تلاعبات الأشخاص الذين لهم خبرة كبيرة في المجال البورصي، و تأثيرهم على اتجاه الأسعار.

¹ . لغون لغون، البورصة، الأطلس للسرة، بدون تاريخ، ص . 21.

1- خصائص الأسهم :

من خلال التعريف السابق نستطيع أن نستنتج الخصائص التالية :

1-1 قابلية التداول :

يتصف السهم بسهولة التداول في أسواق الأوراق المالية، هذه الخاصية تسمح بانتقال السهم من مستثمر إلى آخر.

2-1 مخزن للقيمة :

إن قيمة السهم تزداد كلما زاد نجاح المؤسسة و تحقيقها للأرباح، مما يؤدي إلى منح الثقة لدى المستثمرين، و رغبتهم في توظيف أموالهم في تلك المؤسسة.

3-1 تساوي قيمة السهم :

هذه الخاصية معناها أنه عند إصدار الأسهم يجب أن تكون بقيمة واحدة، لأن القانون يمنع إصدار الأسهم بقيم مختلفة من أي مؤسسة كانت.

4-1 الضوابط الزمنية :

يقصد بهذه الخاصية أنه ليس للأسهم تاريخ استحقاق، ذلك راجع لطبيعة السهم الذي يعتبر صك ملكية، و المالك أو الشريك ليس له وقت محدد لاسترجاع أمواله المستثمرة، و الحل الوحيد الذي يبقى أمامه هو التخلي عنها و بيعها في السوق المختصة في ذلك هي "البورصة".

5-1 المسؤولية المحدودة لحاملي الأسهم :

يعني ذلك أن درجة المسؤولية تزداد مع ازدياد عدد الأسهم المملوكة، وبعبارة أخرى كلما كان المستثمر يملك عددا أكبر من الأسهم كلما زاد تأثيره على القرارات المستقبلية لتلك المؤسسة.

6-1 خضوعها لأحكام القانون التجاري :

إن عملية البيع و الشراء تخضع كليا لأحكام القانون التجاري، و ذلك لأن عملية تداول الأسهم تتم عن طريق عمليتي البيع و الشراء، و مثل هذه التعاملات من اختصاص القانون التجاري.

2- أنواع الأسهم :

تنقسم الأسهم إلى ثلاث فئات و ذلك من حيث:

- الشكل : اسمية ، لحاملها؛

- نوع الحصة المدفوعة : إلى أسهم : نقدية و عينية؛
 - الحقوق التي يتمتع بها أصحابها : إلى أسهم عادية، ممتازة ، أسهم تمتع.
- و من ناحية الشكل المادي فإنه يظهر في ورقة مزينة بنقوش تجعل تقليدها عسيرا و تختتم بخاتم المؤسسة بالإضافة إلى إمضاء أحد أعضاء مجلس الإدارة للمؤسسة.
- 1-2 التقسيمات من حيث الشكل :**

أ- أسهم اسمية :

وهي الأسهم التي تحمل اسم صاحبها و تدون فيها جميع البيانات المتعلقة بحاملها و تشمل على :

- اسم و لقب و جنسية و مهنة حامل السهم و اسم المؤسسة.
 - بيان المدفوع من القيمة : لمعرفة ما على المساهم من دين و ما قيمة مساهمته.
 - عملية التنازل التي تمت و تاريخ حدوثها : لأن على المؤسسة أن تسلم بحق المساهم في التنازل عن حصته وقت ما شاء دون إعلامها، إلا أن هناك بعض المؤسسات تشترط أحيانا أن تعلق التنازل على موافقة مجلس الإدارة.
- ب- أسهم لحاملها :**

السهم لحامله" هو الذي لا يذكر فيه اسم المساهم، و يعتبر حامله مالكا له بسبب الحيابة المادية، و تعتبر الحيابة قرينة بوجود السبب الصحيح و حسن النية في مستند الملكية، و يحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى يد أخرى و بذلك يحصل تداوله بأقصى سرعة ممكنة، و يكفي مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حق حضور مداوالات المؤسسة في جمعيتها العامة و الاشتراك في توزيع أرباحها و لا تستلزم المؤسسة بالاعتراف إلا للمالك واحد و هو حائز له و لو حصل عليه هذا الأخير بطريقة غير قانونية"⁽¹⁾.

2-2 التقسيمات من حيث نوع الحصة التي يدفعها المساهم :

أ- أسهم نقدية :

السهم النقدي هو الذي يكتب فيه المساهم و يدفع قيمته نقدا، و يكون هذا السهم عند تأسيس المؤسسة و تقسيم رأسمالها على شكل أسهم و كل مساهم مطالب بتقديم حصته المالية،

¹ : المرجع السابق، ص : 23.

و لا يجوز تداول هذه الأسهم إلا بعد تأسيس المؤسسة و دخولها في مرحلة النشاط و تقييدها في السجل التجاري.

ب- أسهم عينية :

هي تلك الأسهم التي تمثل حصة نقدية بل تتمثل في تقديم حصة عينية من العقارات أو المنقولات كتقديم مصنع أو متجر أو آلات.

كل من الأسهم النقدية و العينية هي أسهم رأسمال لأنها تدخل في تكوين رأسمال المؤسسة عند تأسيسها.

ج- أسهم مختلطة :

هي الأسهم التي يدفع جزء من قيمتها نقدا و الباقي يدفع عينا، و تكون هذه الحالة عندما يكون المستثمر يمتلك أشياء عينية و ليس لديه المال الكافي للشراء فيلجأ لهذا النوع من الأسهم.

2-3 التقسيمات من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها :

أ- أسهم عادية :

هي تلك الأسهم التي تصدرها المؤسسات للرفع من رأسمالها من أجل تمويل استثماراتها، ويكتب فيها جمهور المستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم بمعدلات أعلى و بدرجة خطورة أقل و يحق لحاملي هذا النوع من الأسهم مجموعة من الحقوق منها :

- حق الحصول على جزء من الأرباح المحقة خلال السنة المالية؛

- حق الحضور في الجمعيات العامة للمؤسسة و التصويت على جدول الأعمال؛

- حق الترشح لمنصب عضو في مجلس الإدارة؛

- الحق في الإطلاع على الدفاتر، خاصة الميزانية و جدول حسابات النتائج؛

- الحق في التنازل على الأسهم في البورصة؛

- الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تصدرها المؤسسة؛

- الحق في استرجاع أمواله عند تصفية المؤسسة.

و تجدر الإشارة هنا أن لكل سهم قيمة اسمية وقيمة دفترية و قيمة سوقية يتم شرحها فيما بعد.

ب- أسهم ممتازة :

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية و هو يختلف عن السهم العادي من ناحية الامتيازات الإضافية، "لحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية كما أن له توزيعات سنوية ثابتة تحدد بنسبة سنوية ثابتة من القيمة الاسمية، و إذا لم تحقق أرباح في سنة مالية ما أو تحققت أرباح لكن إذا قررت الإدارة عدم توزيعها، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة، ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة"⁽¹⁾.

كما يضمن حامل هذا السهم استرجاع أمواله عند تصفية المؤسسة قبل السهم العادي.

3- القيم المختلفة للأسهم :

1-3 القيمة الاسمية :

هي القيمة التي يصدر بها السهم، بمعنى أنها هي القيمة التي يكتب بها جمهور المستثمرين، وبالتعبير التسويقي هي القيمة التي يروج بها السهم.

2-3 القيمة الدفترية: (الحاسبية)

تمثل القيمة الدفترية في حقوق الملكية "التي لا تتضمن الأسهم الممتازة و لكنها تشمل الاحتياطيات و الأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية الصادرة"⁽²⁾.

3-3 القيمة السوقية أو الجارية :

و هي القيمة التي يتداول بها السهم في أسواق رؤوس الأموال، بحيث أن هذه القيمة تعتبر كمؤشر جيد للسهم، لأن أغلب المتعاملين يدركون جيدا أن كلا من القيمة الاسمية و الدفترية لا تقيمان الأسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية تتوقف على العائد المتولد من الاستثمار و ذلك راجع لنسبة الأرباح الموزعة من طرف المؤسسة.

المطلب الثاني : السندات

لفهم فكرة السندات يجب التطرق إلى تعريف السندات وخصائصها ثم إلى أنواعها و يختلف قيمها.

¹ : منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مركز دالتا للطباعة، الإسكندرية، 1997، ص: 27.

² : المصدر نفسه.

يعرف السند بأنه " عبارة عن جزء من قرض تصدره مؤسسة مقترضة أو دولة أو هيئة مقترضة، و يتم طرحه للاكتتاب فيه من جانب المقترض على المقترضين الذين يرغبون في إقراض هذه المؤسسة أو هذا المقترض، و السند هو بمثابة تعهد بالسداد بمبلغ معين في تاريخ معين بمعدل فائدة محددة...⁽¹⁾

و بعبارة أخرى السند هو صك مديونية، أي دين على عاتق المؤسسة و من خلال هذا السند يتعهد المقترض بدفع سعر فائدة محدد و معلوم مسبقا و بتاريخ استحقاق معين، و هذا بغض النظر عما إذا كانت المؤسسة تحقق أرباحا أم خسائر و يتم تداولها في الأسواق المالية.

1- خصائص السندات :

من خلال التعريف السابق نستطيع أن نستنتج خصائص السند و هي :

- يعتبر السند صك مديونية أي دين على عاتق المقترض (مؤسسات، حكومات، هيئات)؛

- يتمتع السند بفائدة سنوية ثابتة و معلومة مسبقا و بتاريخ استحقاق معين؛
- يتمتع حامل السند بأولوية في استرجاع أمواله عند تصفية المؤسسة؛
- حامل السند لا يتدخل في تسيير شؤون المؤسسة؛
- قابلية التداول في البورصة؛
- تخضع التعاملات لأحكام القانون التجاري مثل الأسهم.

2- أنواع السندات :

يمكن التمييز بين السندات و هذا حسب :

- الهيئة المصدرة؛
- الضمانات المقدمة؛
- الحقوق للمالكين؛
- أسعار الفائدة.

1-2 حسب الهيئة المصدرة :

و نميز بين نوعين : سندات عامة و أخرى خاصة.

¹ : محسن أحمد الحضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر و التوزيع، القاهرة، ط1، 1996، ص: 60.

أ- السندات العامة : هي التي تصدرها الحكومة من أجل تمويل مشاريعها التنموية ذات الطابع الاجتماعي، كالمستشفيات و الطرقات السريعة و غيرها من المشاريع و تصدر معظمها من الخزينة من العمومية و تمتاز هذه السندات بأن درجة الخطورة تكاد تكون منعدمة لأنها مضمونة من السلطة العمومية.

ب- السندات الخاصة : هذه السندات تصدرها المؤسسات بغرض الحصول على السيولة اللازمة لتمويل استثماراتها، و تتميز أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات العامة.

2-2 حسب الضمانات المقدمة :

و تشمل هي الأخرى نوعين :

- سندات مضمونة؛

- سندات غير مضمونة.

أ- السندات المضمونة : هي تلك السندات التي تقدم عنها ضمانات عينية أو شخصية، كرهن عقارات المؤسسة، فعند تصفيتها أو عدم الالتزام بمواعيد التسديد فإنه من حق حاملي السندات التصرف في الضمانات المقدمة لهم.

ب- السندات غير المضمونة : و هي السندات التي تصدرها المؤسسات بدون أن ترهن أشياء عينية، هذا لما يكون لهذه المؤسسة وزن في السوق و سمعة جيدة لدى غالبية المتعاملين.

2-3 حسب الحقوق في الامتيازات : (حقوق المالكين)

و نميز بين ثلاثة أنواع :

- سندات ذات علاوة إصدار؛

- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم؛

- سندات بقسيمات صفرية.

أ- سندات ذات علاوة إصدار: لكي تنجح المؤسسة في تشجيع المدخرين على الاكتتاب في سنداتها فإنها تلجأ إلى إصدار السندات بقيمة اسمية معينة، و عند الاكتتاب تروج بقيمة أقل من قيمة الإصدار.

ب- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: هي تلك السندات التي يستطيع حاملها أن يحولها إلى أسهم خاصة إذا كانت الأرباح الموزعة أكبر من الفائدة المستحقة بالإضافة أن حامل السند يتحول إلى مساهم في هذه المؤسسة.

ج- سندات بقسيمات صفيرية: يعتبر هذا النوع من السندات في حقيقة الأمر من الإبداعات المالية التي مست كل من المنتجات و الإجراءات المالية، و يعتبر السند الصفري أحد هذه الإبداعات التي أحدثت ثورة في المنتجات المالية و هو عبارة عن سند لا يعطي لحامله أي فوائد ولكن يحصل على علاوة تعويضية تدفع له عند تاريخ الاستحقاق، و هذه العلاوة تتمثل في الفرق ما بين ما دفعه فعلا للحصول على السند و القيمة الاسمية التي صدر بها السند حيث تعتبر هذه الأخيرة هي الأكبر.

2-4 حسب أسعار الفائدة :

ونجد فيها ثلاثة أنواع من السندات :

أ- سندات ذات معدل ثابت :

هي تلك السندات التي تصدر بمعدل ثابت من تاريخ الاكتتاب إلى غاية تاريخ الاستحقاق^(*) و يتحقق هذا النوع عندما يكون استقرار نقدي و مالي مع التنبؤ بنمو المشروع، وذلك في عدم وجود التضخم لتبقى العملة محافظة على قيمتها.

ب- سندات ذات معدل متغير :

"الإصدار بمعدل متغير يعني أنه يتغير السعر في المراحل الزمنية المختلفة، أو يرتبط بمتوسط عام يتعلق بظروف السوق أو بنتيجة النشاط الاقتصادي للمشروع (...)" و يتحقق هذا الإصدار في فترات عدم الاستقرار النقدي و المالي (التضخم)، أو يتعلق بطول مدة القرض أو بزيادة المخاطر المرتبطة بنشاط المشروع"⁽¹⁾.

* : هناك من يصنف السندات حسب طريقة السداد إلى : - سندات تسدد في تاريخ الاستحقاق.

- سندات تسدد قبل تاريخ الاستحقاق.

- سندات قابلة للتسديد.

¹ : مصطفى رشدي شبيحة، الاقتصاد النقدي و المصرفي و البورصات، دار الجامعة، الإسكندرية، 1998، ص: 397.

ج- سندات ذات معدل عائم (أو مرتبطة بمؤشر):

"لقد عرف ذلك السند الذي يربط سعر الفائدة الخاص به، أو المبلغ الأصلي أو الاثنين معا بتغيرات مؤشر معين (...). أما عن المؤشرات المستعملة فهي كثيرة و متنوعة تعبر معظمها عن مؤشر مستوى المعيشة"⁽¹⁾.

3- القيم المختلفة للسندات:

يتمتع السند بقيمتين هما:

- القيمة الاسمية؛

- القيمة الجارية.

3-1 القيمة الاسمية : هي تلك القيمة التي يصدر بها السند، و تبقى ثابتة من تاريخ الإصدار إلى غاية تاريخ الاستحقاق.

3-2 القيمة الجارية : هي تلك القيمة التي يتداول بها السند داخل البورصة من تاريخ الإصدار إلى غاية تاريخ الاستحقاق، و تحدد سعر السند حسب قانون العرض و الطلب.

المطلب الثالث : المشتقات

عرفت الأسواق المالية تطورا كبيرا و نموا سريعا، منذ السبعينات و هذا راجع إلى التطور التكنولوجي، من خلال الاستعمال الواسع لتكنولوجيا الحسابات الإلكترونية و الاتصالات، حيث ساعدت في رفع حجم المعاملات بشكل هائل بالإضافة إلى التحرير المالي الذي أفرزته العولمة المالية حيث زالت القيود على التعامل في هذه الأسواق، سواء من خلال تخفيف قيود الأسعار والكميات، و تخفيف القيود على أنواع معينة من النشاط المالي، كل هذه العوامل أسهمت في ظهور الابتكارات المالية حيث مست كل من الإجراءات المالية و الأوراق المالية و هو القسم الذي يهمننا أو ما يسمى بالأوراق المالية المتطورة، حيث تنقسم هذه الأوراق إلى قسمين :

- أوراق مالية لخلق السيولة مثل السندات الصفرية، السندات القابلة للتحويل و غيرها؛

- أوراق مالية لتحويل المخاطر مثل الخيارات، و العقود المستقبلية و التي سنتطرق إليها في

هذا المطلب من خلال النقاط التالية :

¹ : د. محفوظ جبار، الأوراق المالية، الجزء 2، دار هومة، 2002، ص: 59.

1- الخيارات :

"تعطي للمالكها حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل مالي، أوراق مالية مثلا، بسعر يحدد مقدما مقابل دفع علاوة لبائع العقد (المحرر writer)، و يبقى هذا الحق صالحا حتى تاريخ استحقاقه و تسمى عمليات البيع (Put option) أما الشراء فتسمى (call option) و المشتري غير ملزم بممارسة حقه طالما لم يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يمكنه من تحقيق الأرباح".⁽¹⁾

كما يعرف عقد الاختيار "قد يكون عقد اختيار شراء أو عقد اختيار بيع. و يعطي العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة (الخيار الأمريكي) أو في تاريخ محدد (الاختيار الأوروبي) بسعر متفق عليه مقدما، و نظرا أن لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ عقد الاختيار أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق (محرر الاختيار) مكافأة غير قابلة للرد، تدفع عند التعاقد و لا تعتبر جزءا من قيمة العقد، إذ تمثل قيمة شراء العقد".⁽²⁾

ومنه فالخيار عبارة عن عقد بين طرفين المشتري و يدعى كذلك حامل الخيار و البائع (المحرر)، هذا العقد يعطي الحق و ليس الإلزام لحامل الخيار لشراء (خيار شراء) أو بيع (خيار بيع) لأصل معين لطرف آخر، بسعر محدد يدعى سعر التنفيذ، في تاريخ لاحق محدد (خيار أوروبي) أو في أي وقت قبل هذا التاريخ (خيار أمريكي). مقابل علاوة يدفعها مشتري الخيار إلى بائعه، و قد يكون الأصل سلعة، ورقة مالية، عملة، مؤشر...

1-1 أنواع الخيارات: يمكن تقسيم الخيارات إلى نوعين:

- خيار الشراء: هذا النوع من الخيارات يعطي لحامله الحق دون إلزام لشراء أصل معين في تاريخ معين، و لتوضيح هذا النوع من الخيارات سنفترض أن مستثمرا اشترى خيارا على 100 سهم لمؤسسة ما، و كان سعر التنفيذ 600 دج و تاريخ الاستحقاق هو نهاية ديسمبر 2004، إذن هذا الخيار يعطي الحق لهذا المستثمر (حامله) و في نهاية ديسمبر 2004 شراء 100 سهم بسعر 600 دج هذا إذا أراد ذلك فمثلا إذا كان سعر السهم في تاريخ الاستحقاق 650 دج (أكبر من سعر التنفيذ)، فيقوم بممارسة حقه أي شراء 100 سهم بـ 600 دج و إعادة بيعها فوراً بـ 650 دج أي أنه يحقق ربح (Pay off) قدره 50 دج للسهم أي 5000 دج في المجموع و تدعى

¹ : نزار محمد، الأوراق المالية، أوراق رأس المال، و أدواقها، مؤسسة شباب الجامعة، 2003، ص: 78.

² : منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 605.

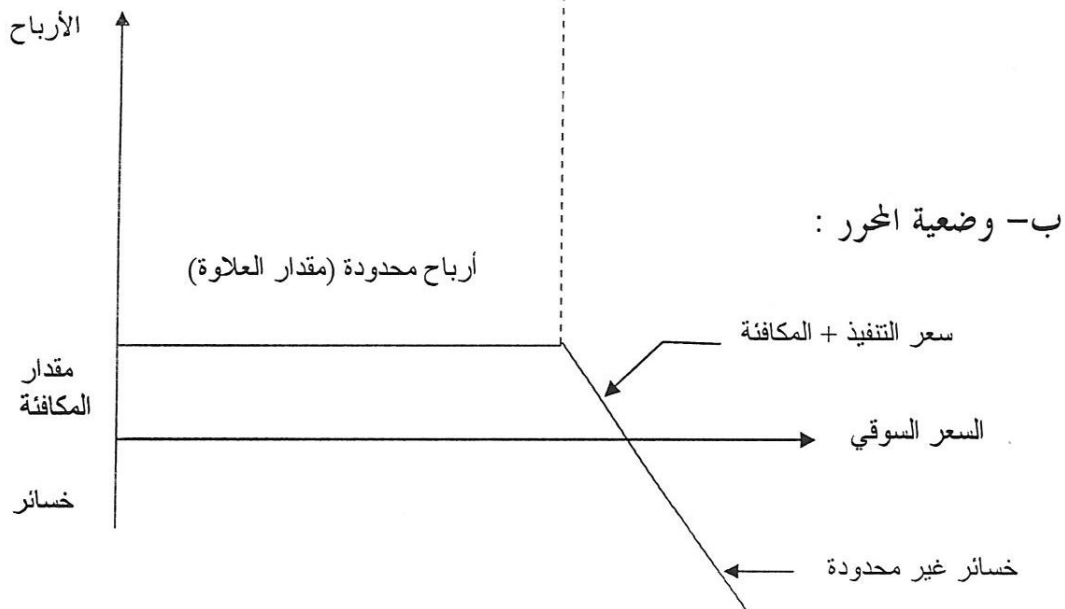
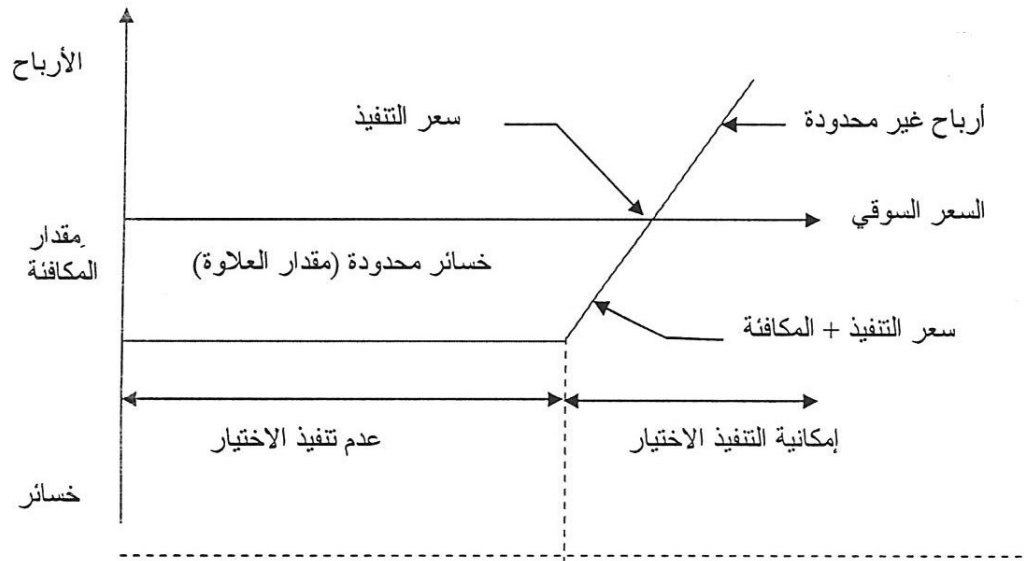
هذه الحالة بـ (option in the money)، أما إذا كان في تاريخ الاستحقاق سعر السهم أقل من سعر التنفيذ 580 دج فإن المستثمر يمتنع عن ممارسة حقه في الشراء و بالتالي يحقق ربحاً قدره 00 دج و بصفة عامة فإن حامل خيار الشراء يحقق ربحاً قدره صفراً و أكثر، تدعى هذه الحالة (option out money) بمقابل هذا الامتياز فإن حامل اختيار الشراء يدفع علاوة إلى بائع الخيار (المحرر) و بالتالي فإن هذا الأخير يحقق ربحاً محدوداً قدره العلاوة و خسائر غير محدودة.

- خيار البيع :

يعطي لحامله الحق و ليس الإلزام ببيع في تاريخ معين و بسعر التنفيذ أصل معين، للحصول على هذا الحق يدفع حامله علاوة للطرف الآخر مقابل إقدامه على شراء ذلك الأصل.

و مثل خيار الشراء يوجد طرفان: الطرف الأول هو حامل خيار البيع ويدفع في وقت إبرام العقد من أجل أن يخضع الطرف الثاني مشتري الأصل إلى إرادة حامل الخيار عند تاريخ الاستحقاق، و بالتالي فإن بائع الأصل (حامل الخيار) يحقق خسائر محدودة (العلاوة) و ربحاً غير محدود، في حين أن مشتري الأصل يحقق ربحاً محدوداً (العلاوة) و خسائر غير محدودة، و الشكلاّن التاليان يوضحان أرباح و خسائر كل من حامل الخيار و المحرر في حالة خيار الشراء و البيع.

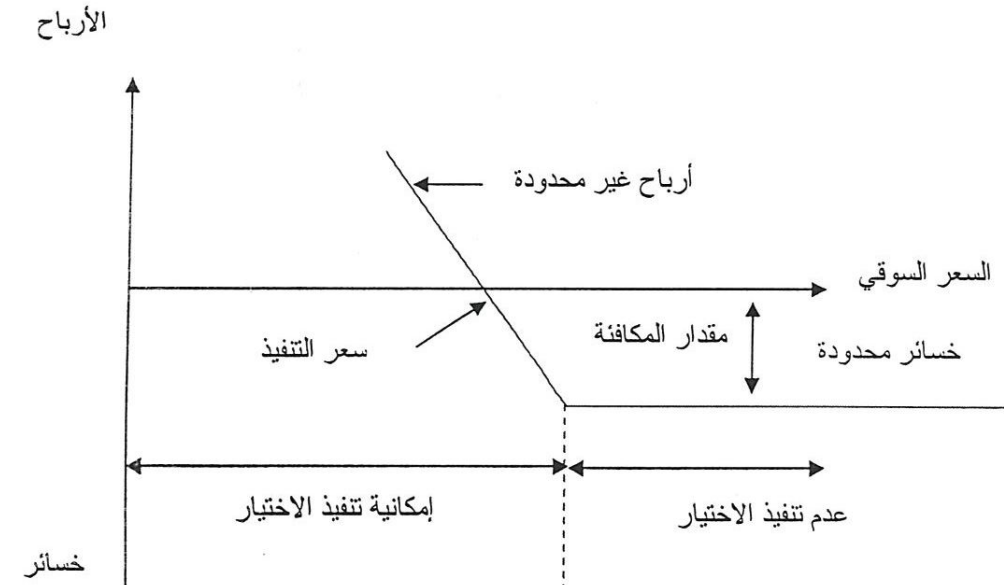
شكل رقم (01): أرباح و خسائر المستثمرين في اختيار الشراء (call option):
أ- وضعية حامل اختيار :



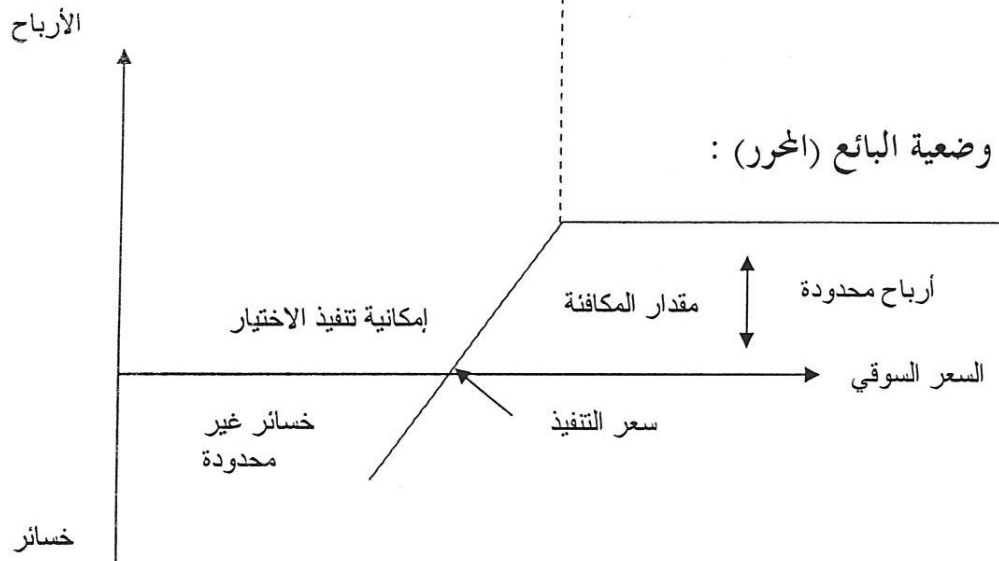
المصدر : د. محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

شكل رقم (02): أرباح و خسائر المستثمرين في اختيار البيع (put option) :

أ- وضعية حامل الاختيار :



ب- وضعية البائع (المحرر) :



2- المستقبليات (Futures) :

يعرفها ضياء مجيد على أنها "علاقات تعاقدية متعلقة بأوراق مالية أو عملات أو أسعار فائدة و هي في الغالب مجرد التزام بين طرفين حول بيع و شراء أشياء وهمية غير مرتبطة و استلام أو تسليم أصول حقيقية. و يكون ذلك بسعر متفق عليه اليوم لتاريخ يحدد في المستقبل، أي المتاجرة بالأدوات المالية على أساس تبادلي آجل و ذلك خشية لتغير الأسعار في المستقبل، فيتم تغطية هذا الخطر بالتزام الأجل (...) و المشترون و البائعون في هذه السوق إما مغطون للأخطار و إما مضاربون على الأسعار." (1)

كما يعرفها منير إبراهيم هندي "بينما تتطلب العقود النقدية (Cash contracts) تسليم فوري للأصل محل التعاقد، سواء كان ذلك الأصل سلعة أو ورقة مالية، فإن التسليم في العقود المستقبلية (Futures contracts) يكون في تاريخ لاحق يحدده العقد. أما السعر فيحدد في الحالتين في لحظة التعاقد، و على عكس عقود الاختيار التي يكون فيها تنفيذ العقد اختياريا من قبل المشتري فإن عقود العقود المستقبلية إلزامية لطرفيه، و إن ظلت هناك إمكانية أمام كل طرف للتخلص من التزامات العقد و ذلك باتخاذ مركز مضاد (Reversing position) على عقد مماثل، فلو أن المركز كان مركزا طويلا أي مركز المشتري فيمكن التخلص من التزامات ذلك المركز بأخذ مركز قصير أي مركز بائع على عقد مماثل و العكس لو أن المركز الذي أخذه المستثمر كان قصيرا". (2)

و عليه فإن العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين الطرف البائع و يطلق عليه صاحب المركز القصير (Short position) والطرف المشتري و يطلق عليه صاحب المركز الطويل (Long position)، و يقضي هذا الاتفاق تسليم أصل حقيقي أو أصل ورقي مثل الأسهم والسندات في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، بسعر يتفق عليه عند التعاقد.

و يجب على المتعاقدين أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقديا أو ورقة مالية حكومية تمثل نسبة ما بين 5-10% من سعر العقد، يطلق عليها الهامش

¹ : ضياء مجيد، مرجع سابق، ص-ص: 76-77.

² : منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 780.

المبدئي (Initial margin) و الغرض من هذا الهامش هو إثبات حسن النية لدى الطرفين كما تستخدم لأغراض التسوية اليومية.

و لتوضيح الفكرة نفرض أن دولة ما أبرمت عقدا مستقبليا لبيع البترول، التسليم بعد أربعة أشهر من الآن، على أساس سعر قدره \$30/برميل، و كان الطرف المشتري مؤسسة X، و قد دفع كل طرف للسمسار الذي يتعامل معه 5% من قيمة العقد، و لما كان العقد يتضمن 1000 برميل فإن الهامش الذي يدفع من قبل الطرفين هو \$1500، و منه فالدولة هي صاحبة المركز القصير والمؤسسة X هي صاحبة المركز الطويل و تاريخ التسليم هو جانفي و السعر المتفق عليه هو \$30.

1-2 أركان العقود المستقبلية: تتكون من خمسة أركان⁽¹⁾:

- السعر في المستقبل: و هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية، لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

- تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق الطرفان لإتمام عملية التبادل.

- محل العقد: يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه و شرائه بين طرفي العقد و الذي قد يكون بضاعة، أوراق مالية، مؤشرات، عملات...

- مشتري العقد: و هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.

- البائع: هو الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

3- عقود المبادلة : SWAP

"تعرف بأنها سلسلة من عقود اللاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...) و عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد عكس ما هو معروف في عقود الاختيار كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال للعقود اللاحقة التنفيذ، لذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ"⁽²⁾

¹ : محمد صالح حناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص: 369.

⁽²⁾ : محمد صالح حناوي، مرجع سابق، ص: 385.

و منه فإن عقد المبادلة هو أحد صور العقود الآجلة التي تستعمل من أجل تغطية المخاطر، كالتحوط من أخطار التغير في أسعار الفائدة أو التحوط من التغير المستقبلي لأسعار الصرف، كما هو بالنسبة لأي عقد فإن عقود المبادلة لها أركان هي: مشتري العقد، بائع العقد، سعر التنفيذ و تاريخ التنفيذ، و يتميز عقد المبادلة على أنه إلزامي لطرفي العقد و التسوية تتم بصفة دورية و من أهم عقود المبادلة نجد:

3-1 عقود مبادلة أسعار الفائدة: يعتبر أهم عقود المبادلة و أكثرها شيوعا يستعمل من طرف المؤسسات المالية للتغطية من مخاطر التغير في أسعار الفائدة.

3-2 عقود مبادلة البضائع: و هي عقود تستعملها المؤسسات بترتيبات منظمة لمبادلة الأسعار الثابتة بالمتغيرة و يتم ذلك عادة بوساطة البنك الذي يتعاقد مع البائع و بهذا تكون المؤسسة حددت السعر الذي تشتري به البضاعة في حين يتحمل البنك أعباء تغير السعر، و تتمثل أرباحه في الهامش بين السعر الذي حدده البائع و السعر الذي حدده المشتري.

3-3 عقود مبادلة العملات: و يستعمل من طرف المؤسسات التي تستعمل العملة الصعبة في نشاطها للتغطية من المخاطر المحتملة للتقلبات المستقبلية في أسعار الصرف.

المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية

تعد سوق رأس المال سوقا واسعة و ضخمة، و ذلك لاحتوائها عددا كبيرا من الأعوان الاقتصاديين و تعتبر المؤشر الحقيقي للاقتصاد الوطني، ذلك من خلال حركة التعاملات التي تتم فيها، كما يعتبر سوق الأوراق المالية من أهم الأسواق المالية، و هذا نظرا للدور الكبير الذي تلعبه في تعبئة الأموال المدخرة و استثمارها بمعدلات عالية و درجة خطورة أقل، كما تعمل على دفع عجلة الاقتصاد الوطني على عدة مستويات، مثل محاربة ظاهرة التضخم، و جلب الاستثمارات الأجنبية و غيرها، فهي بذلك تساهم في الانتعاش و النمو الاقتصادي، بالرغم من وجود عدة تصنيفات للأسواق المالية إلا أننا سنكتفي في هذا المبحث بالتصنيف التالي:

المطلب الأول : سوق الإصدارات

هي السوق التي تهم بإنشاء الورقة المالية لأول مرة، لذا تسمى بسوق الورقة الجديدة "Papier neuf" و هو السوق الذي تخلق فيه العلاقة بين المدخر و المستثمر لأول مرة أي من مصدر الورقة المالية و المكتب فيها لأول مرة، لذلك فهي سوق مالية تتم فيها تجميع المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة، لم تكن موجودة من قبل، و هي سوق تحتلقة مؤسسات مالية مختصة تعتبر وسيطا ماليا. تعرض فيه للجمهور أو الموظفين أو المستثمرين أوراقا ماليا للمؤسسة، وقد يكون هذا الوسيط المالي بنكا تجاريا أو بنكا استثماريا أو مؤسسة أشخاص تأخذ شكل مؤسسة تضامن أو توصية بسيطة أو توصية بسيطة بالأسهم.

السوق الأولية أو سوق الإصدار ليس لها مكان مادي يتقابل فيه عارضو الأوراق المالية مع طالبيها، إلا في جزء قليل الأهمية يتم في بورصة الأوراق المالية و هو المتعلق بإصدارات المشروعات التي سبق تسجيلها في البورصة.

و هذا ما سيتم توضيحه من خلال النقاط التالية:

- طبيعة و خصائص السوق الأولية؛
- دوافع الإصدار من طرف السوق الأولية؛
- أساليب تسويق الأوراق المالية في السوق الأولية.

1- طبيعة و خصائص السوق الأولية :

1-1 طبيعة السوق الأولية :

إن السوق الأولية هي تلك السوق التي تنشأ فيها العلاقة بين جهات تريد أن تتوسع في نشاطاتها و تحتاج إلى أموال، و جهات أخرى لديها فائض مالي معطل ترغب في توظيفه لكي يدر عليها عائدا مناسباً، و العلاقة هنا بين المقرض و المقترض تترتب عنها التزامات من طرف الجهات المقترضة بإصدار أوراق مالية و ضمان حقوق و امتيازات الجهة المقرضة.

ويتم تنشيط و تفعيل هذه السوق بواسطة أشخاص و هيئات مختصة تعمل كوسيط مالي بين الجهات المصدرة للأوراق المالية و المستثمرين وهذا الوسيط يمكن أن يكون بنكا من البنوك التجارية أو بنكا استثماريا أو وسيطا ماليا يعمل لحسابه الخاص، و يتخذ هذا الوسيط شكل مؤسسة، كما يجب على الهيئة المصدرة أن تتوخى الحذر عند اختيارها للوسيط المالي الذي ستتعامل معه، لأن نجاح إصدارها مرتبط بكفاءة و فاعلية ذلك الوسيط، كأن تختار بنكا يكون حجم أعماله كبيرا و له عدد كبير من الزبائن و لديه سمعة جيدة لدى الجمهور، مما يزيد من احتمال ترويج نسبة كبيرة من الأوراق المالية، و عند الإصدارات الضخمة فعلى المؤسسة أن تلجأ إلى بنك الاستثمار الرائد (Leader) و "الذي سيقوم بإعداد عقد مشاركة لمجموعة من بنوك استثمار تتولى شراء الأوراق المالية من المؤسسة المصدرة، بالإضافة إلى قيامها بالتعهد بتمويل كل أو جزء من الكمية المقاد لإصدارها، و يقوم البنك الرائد أيضا بإعداد عقد آخر مع مجموعة البع والتي تتولى الاتصال بالمستثمرين المحتملين و القيام بالبيع الفعلي، ومن ثم الحصول على العمولة المقررة"⁽¹⁾

يعني هذا العقد أن البنك يتبع استراتيجية الغرض منها التقليل من درجة الخطورة والإفلاس، و ذلك بنقل جزء من الخطورة إلى الجهات المتعاقد معها، و بالتالي في حالة فشل ترويج الأوراق المالية فإن البنك يبقى محافظا على توازنه المالي.

¹ : محمد صالح حناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 1997، ص-ص: 82-83.

و بنك الاستثمار يهتم بأربع مهام رئيسية⁽¹⁾:

أ- توجيه النصح و المشورة بشأن حجم الإصدار، مدى ملائمة توقيته، وما إذا كانت هناك وسائل تمويلية بديلة تكون أكثر ملائمة.

ب- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة، وما قد يتطلبه من اتصالات مع الجهات المعنية مثل لجنة الأوراق المالية و البورصة.

ج- التعهد بتصريف كل أو حد أدنى من الكمية المقرر إصدارها.

د- التوزيع الفعلي للإصدار ذلك ببيعه للجمهور أو عملاء البنك الذين تعودوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه.

أما بالنسبة للمستحقات المالية للوسيط المالي فإنها تأخذ شكلين:

- يقوم الوسيط بشراء الكميات المصدرة وإعادة بيعها بحيث يتفق مع المؤسسة المصدرة بشراء الإصدار بشرط حصوله على خصم من كل ورقة منها، و الوسيط يتحمل خطورة فشل ترويج الإصدار؛

- كما يقوم الوسيط المالي بالاتفاق مع المؤسسة المصدرة بأن يقوم بعملية البيع فقط، ويتحصل على عمولة عن ورقة مبيعة، و الباقي الذي لم يتم بيعه يعاد إلى المؤسسة و بذلك لا يتحمل أي خطورة.

1-2 خصائص السوق الأولية :

نظرا لأهمية السوق الأولية وانعكاسها على بورصة الأوراق المالية، وذلك نظرا لقوة الارتباط الموجود بينهما، فكلما اتسعت السوق الأولية ينتج عنها زيادة حيوية البورصة، ومنه فالعلاقة طردية بينهما.

و السوق الأولية تتمتع ببعض الخصائص منها :

- سوق كبيرة الحجم من حيث الأوراق المالية المعروضة من أسهم و سندات و أوراق أخرى؛

- تعتبر الممر أو المنفذ الوحيد لبورصة الأوراق المالية؛

¹ : منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص-ص: 87-88.

- تعتبر وسيلة اقتصادية فعالة، و ذلك لقدرتها على امتصاص الكتلة النقدية المعطلة وتحويلها إلى كتلة ذات إنتاجية و مردودية، مما يؤدي إلى انخفاض معدلات التضخم، و هذا يؤدي إلى تحسين الاقتصاد الوطني و انعكاس ذلك على الجانب الاجتماعي؛
- تعتبر كمحفز للمستثمرين من أجل استثمار أموالهم و تحقيق عوائد مناسبة بأقل خطورة، مع سهولة استرجاع أموالهم في أي وقت عن طريق طرحها في بورصة الأوراق المالية؛
- تعتبر أداة فعالة ترفع من كفاءة الإدارة، و هذا راجع إلى أن المؤسسة ستوظف جميع إمكانياتها المادية و البشرية لتحقيق أهدافها و أهداف المساهمين، إذ أن طبيعة الإصدارات تحتم عليها أن تستغل هذا المورد، مما يجعل كل فرد في المؤسسة يقدر حجم المسؤولية الموكلة له.

2- أساليب تسويق الأوراق المالية في السوق الأولية :

عند الإصدار الأول فإن الجهات المصدرة تتبع أسلوبين للترويج:

- **الأسلوب الأول:** هو الأسلوب المباشر، بحيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال مباشرة بالمستثمرين و المؤسسات المالية الضخمة لكي تباع لهم الأوراق المالية التي أصدرتها؛
- **الأسلوب الثاني:** و هو الأسلوب غير المباشر، و يتم عن طريق البيع بالمزاد و ذلك بدعوة المستثمرين لشراء الإصدار، حيث يقوم المستثمرون بتقديم عطاءاتهم محدد فيها الكمية المراد شراؤها و السعر الذي يريد أن يشتري به، و يتم قبول العروض المقدمة حسب السعر المقترح إلى غاية حصة السعر المحدد من طرف الجهة المصدرة.

"و يتم بيع و تسويق الأوراق المالية المصدرة لأول مرة، إما من خلال السوق العام المفتوح أو من خلال السوق المغلق أو المحدد و الذي يطلق عليه التسجيل على الرف".⁽¹⁾

1-2 السوق العام المفتوح:⁽²⁾

يخص السوق العام المفتوح المؤسسات الكبيرة الحجم كمؤسسات المساهمة التي تنشأ لأول مرة أو مؤسسات قائمة لقطاع خاص، أو مؤسسات قائمة لقطاع عام يتم تحويلها إلى مؤسسات القطاع الخاص، و يتطلب لبيع و تسويق الأوراق المالية لمثل هذه المؤسسات في السوق الأول المفتوح تقديم طلب تسجيل للجنة تسجيل الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية، و للتأكد من

¹ . حمد عثمان -عنايل- ميد، أسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص: 332.

² : المصدر نفسه.

صحة البيانات المدونة في طلب التسجيل، كسعر البيع أو ثمن شراء الورقة المالية، على أن يرفق الطلب بالميزانيات العمومية و الحسابات الختامية للسنوات الثلاث الأخيرة على الأقل، هذا إذا كانت المؤسسة المصدرة للأوراق المالية مؤسسة قائمة لكي يطلع عليها المستثمرون الراغبون في عملية الشراء، و لا يجوز لهذه المؤسسة المصدرة لأول مرة أن تدخل كمشتري لأوراقها المالية خلال فترة التسويق سواء في حالة البيع المباشر أو حالة العطاءات، و لكن يحق للمؤسسة المالية أو الوسيط المالي الذي يقوم بعملية التسويق شراء تلك الأوراق المالية، لكي يعيد بيعها مرة أخرى و يحصل على الفارق كربح للمؤسسة المالية.

2-2 التسجيل المغلق (التسجيل على الرف) :

إلى جانب كونه يعفي المؤسسة من رسوم التسجيل في كل مرة تلجأ فيها إلى طرح إصدار جديد، مما يعني تخفيض نصيب السهم من التكلفة الثابتة للتسجيل، كما يساهم التسجيل على الرف في تقليص الوقت الذي يمضي من اتخاذ قرار إصدار الجديد حتى طرح الإصدار إلى البيع وينخفض من شهرين أو أكثر إلى بضع ساعات.

كما يخلق منافسة أشد بين بنوك الاستثمار الراغبة في تولي شؤون الإصدار و يتيح ميزة أخرى و هي أنه إذا لم تستطع المؤسسة توزيع الكمية المصدرة فإنه يمكنها الانتظار ثم تحاول ثانياً وثالثاً.⁽¹⁾

المطلب الثاني: سوق التداول

بورصة الأوراق المالية أو كما يسميها البعض السوق الثانوية، السوق المنظمة، السوق الرسمية، سوق التداول، و مع تعدد التسميات إلا أن المفهوم واحد و العمل واحد و هو تداول الأوراق المالية بيعاً و شراءً.

و هذا ما سنتطرق إليه من خلال النقاط التالية:

1- مفهوم سوق التداول :

بورصة الأوراق المالية هي "سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة، و هي بذلك توفر المكان و الأدوات و الوسائل التي

¹ : منير ابراهيم هندي، المرجع السابق، ص-ص: 91-92.

تمكن المؤسسات و السماسرة و الوسطاء و الأفراد من تحقيق رغبتهم و القيام بعمليات التبادل أو المعاملات بيعا و شراء بسهولة و سرعة و يسر. (1)

و تعرف أيضا بأنها: "سوق مصغرة و خاصة من السوق المالية، تهدف إلى التسعير و التمويل، بها عرض و طلب، و وراء الطلب و العرض وسطاء، و الوساطة هنا تكون بين أشخاص ماليين و تعمل في إطار آليات معينة و زمان، و مكان و موضوعها الأوراق المالية" (2)

من خلال التعاريف السابقة نستطيع القول بأن بورصة الأوراق المالية هي أهم أسواق رأس المال من حيث حجم أعمالها و عدد المتعاملين بها، و أكثرها صرامة و ذلك لحساسيتها الكبيرة، حيث أن إنشاءها و تنظيمها يتم عن طريق مرسوم رئاسي، و يتم في البورصة تداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها و أشكالها، و هذا عن طريق وسطاء ماليين يطلق عليهم صناع السوق، و السعر في هذا السوق يتحدد آليا عن طريق قوى العرض و الطلب، و يعكس السعر كافة المعلومات المتاحة لدى المتعاملين، و زمان انعقادها يكون حسب حجم التعامل حيث كلما زاد هذا الحجم زاد عدد أيام الانعقاد كأن تنعقد مرتين أو ثلاث مرات في الأسبوع و يمكن أن تستمر على مدار السنة كما هو الشأن في بورصة نيويورك.

و تعتبر بورصة الأوراق المالية من الناحية القانونية شخصية اعتبارية عامة تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب الحكومة، مهمته مراقبة تنفيذ القوانين و اللوائح و يتدخل في حالة مخالفته هذه القوانين و التي نصر بالصالح العام. و تهدف بورصة الأوراق المالية إلى: (3)

- المساعدة في تعبئة الفائض الاقتصادي و إعادة تحريكه و توظيفه؛
- تأمين احتياجات المشروعات من الأموال و توفير السيولة؛
- توفير مجالات مناسبة لتوظيف الفائض المالية الاحتمالية قصيرة و متوسطة و طويلة الأجل وفقا لرغبات الاحتياجات الخاصة بكل فرد أو للسياسة الاستثمارية الخاصة بكل مؤسسة أو مشروع.

¹ : محسن أحمد الحضري، مرجع سابق، ص: 26.

² : مصطفى رشدي شبيحة، مرجع سابق، ص: 391.

³ : محسن أحمد الحضري، مرجع سابق، ص: 27.

2- دور بورصة الأوراق المالية في تقييم المؤسسات :

لا يخفى على أحد أن الوظائف و الخدمات التي تقدمها البورصة سواء على مستوى الاقتصاد الوطني أو على مستوى المؤسسات جعلت منها ركيزة الإصلاحات الاقتصادية، و وسيلة فعالة لبناء اقتصاد سوق قوي و متين، بحيث تفتح مجالات المنافسة فيما بين المؤسسات و هذه المنافسة تحفز كثيرا إدارة أي مؤسسة على العمل الجاد و إتباع الأساليب العلمية، مما ينتج عنه تحسن صورة نتائج المؤسسة لدى الزبائن وانعكاس ذلك على طلب أوراقها المالية، بحيث أن المتعاملين في البورصة يدركون جيدا أن أي مؤسسة مقيدة في البورصة يدل على قوتها و صحتها المالية، و هذا التقييد لا يكون عشوائيا بل يمر على عدة مراحل تفاوضية عسيرة، وفقا للشروط القاسية التي تضعها لجنة البورصة مثل مكانتها في الاقتصاد الوطني ومركزها المالي وشروط أخرى وهذا لأهمية هذه السوق و مدى تأثيرها على الاقتصاد الوطني.

و فيما يلي مثال بورصة نيويورك و عن الشروط التي تضعها كي تتقيد مؤسسة ما.⁽¹⁾

- أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته العام الماضي عن 2,5 مليون \$، و أن لا يقل عن 2 مليون \$ في السنتين السابقتين؛
 - أن لا تقل قيمة أصولها الملموسة عن 18 مليون \$؛
 - أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 \$؛
 - أن يملك، الجمهور حصة في رأس المال، لا تقل عن 1,1 مليون \$؛
 - أن يوجد 2000 مساهم على الأقل يملك كل واحد منهم 100 سهما أو أكثر.
- بالإضافة إلى هذه الشروط توجد شروط تكميلية أخرى منها:
- أن تكون للمؤسسة مكانتها على مستوى الاقتصاد الوطني؛
 - أن تكون لها مكانتها الجيدة و المستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها؛
 - أن تنتمي المؤسسة لصناعة لها فرصة التوسيع و النمو، و لها فرصة المحافظة على مكانتها في السوق.

¹ : منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 27.

3- أهمية بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني :

تستمد بورصة الأوراق المالية أهميتها من خلال الدور المتعدد الأوجه و الجوانب الذي تقوم به و تتمثل هذه الأهمية في كونها:

3-1 أداة نشاط غير محدودة في الاقتصاد : تعتبرالبورصة أداة لتحقيق الانتعاش الاقتصادي و ذلك عن طريق تخفيض معدلات التضخم بامتصاص الكتلة النقدية الزائدة و الراكدة و تحويلها إلى استثمار ذي مردود.

3-2. جذب فائض غير موظف: أي جذب رؤوس الأموال المعطلة و المكتنزة و تحويلها من رأسمال خامل إلى رأسمال موظف يحقق رغبات أطراف عديدة.

3-3. توظيف الأموال بفاعلية: و ذلك باستغلال الأموال في مشاريع ذات عوائد مجزية تعادل الخطر المتحمل.

3-4. توفير الموارد و الأموال للمشاريع: تعتبر أداة و قناة لضخ الأموال اللازمة للمشروعات من خلال إصدار الأسهم و السندات.

3-5. زيادة حيوية النشاطات: بإعادة بعث الحيوية في كل الأعمال، لكي تصبح حركتها تسير بمرونة و ديناميكية كبيرة.

3-6. تحسين كفاءة الإدارة: إذ أن إدارة المؤسسة تعمل جاهدة حتى لا تنخفض قيمة أسهمها في البورصة، و لا يأتي لها ذلك إلا بإتباع الطرق العلمية الحديثة في التسيير.

3-7. توجيه مجالات الاستثمار: يتم تفضيل و اختيار المستثمرين للاستثمارات حسب قيمة الورقة المالية، و منه فبورصة الأوراق المالية توجه المستثمرين نحو الاستثمارات ذات العائد المرتفع، و هذا تبعا للورقة المالية التي يكون الطلب عليها كبيرا.

3-8. ترشيد الإنفاق الاستثماري: و يتمثل هذا الترشيح في توجيه المستثمر نحو الاستثمارات ذات المشاريع المربحة.

3-9. أداة تحذير و تنبيه للمخاطر: تعتبر أداة تحذير و تنبيه للأفراد العاديين و تنبيه للمحترفين من المخاطر التي قد تلحق بهم، و ذلك من خلال نشر البيانات اليومية.

3-10. أداة إشباع للمستثمر الصغير و الكبير: بحيث تساعد المستثمرين الصغار الذين يملكون أموالا قليلة ولا يستطيعون إنشاء مشروعات، و في المقابل مساعدة المستثمرين الكبار أصحاب الأموال الضخمة و ذلك بمحاولة مضاعفة ثرواتهم.

و بعد هذه الدراسة لكل من السوق الأولية و بورصة الأوراق المالية نقدم فيما يلي تلخيصا لهما في شكل جدول مقارنة :

جدول رقم (01): مقارنة بين السوق الأولية و بورصة الأوراق المالية

بورصة الأوراق المالية	السوق الأولية
1- تتميز بكبر حجمها	1- تتميز بصغر حجمها.
2- عملية التداول دائمة و مستمرة	2- يتم طرح الورقة المالية في هذه السوق مرة واحدة فقط.
3- تحتوي على عدد أكبر من المتعاملين، ويمكنهم من مضاعفة معاملاتهم وتكرارها أكثر من مرة في اليوم الواحد.	3- عدد المتعاملين قليل، و يتم التعامل مرة واحدة فقط عند بداية الاكتتاب أو الطرح.
4- تتبع و ترصد المتغيرات و المستجدات التي تطرأ على قيمة الورقة المالية.	4- لا تزيد البيانات و المعلومات المقدمة عن نشرة الاكتتاب المصاحبة لطرح الورقة لأول مرة.

المصدر : محسن أحمد الحضري مرجع سبق ذكره، ص: 41.

المطلب الثالث : بورصة الجزائر

كانت الجزائر تعتمد على التخطيط المركزي في سياستها الاقتصادية و المالية إلى غاية حدوث الأزمة الاقتصادية و فشل نظامها المالي، فباتت الإصلاحات سبيلا لمعالجة هذا النظام، مما تطلب تأسيس سوق رأس المال بالجزائر.

1- لمحة تاريخية عن نشأة البورصة في الجزائر⁽¹⁾

تم تأسيس بورصة الجزائر في شهر ديسمبر 1990 برأسمال اجتماعي قدره 320000 دج تحت اسم "مؤسسة القيم المنقولة" تساهم فيها صناديق المساهمة الثمانية بحصص متساوية، و هذا استنادا للمادة 1 من القانون 03/88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988 المتعلق بصناديق المساهمة، وسميت "مؤسسة القيم المنقولة" تحاشيا لكلمة "بورصة"، التي لها دلالة إيديولوجية رأسمالية من جهة، و لانعدام النص القانوني الذي ينظم عمليات البورصة من جهة أخرى، لأن التشريع الساري المفعول آنذاك لم يتطرق لمثل هذه النشاطات، و بتاريخ 28 ماي 1991 ظهرت إلى الوجود ثلاثة مراسيم تنفيذية و هي على التوالي :

- المرسوم التنفيذي رقم 169/91 يتعلق بكيفية التعامل بالأوراق المالية؛
- المرسوم التنفيذي رقم 170/91 يتضمن إنشاء لجنة البورصة؛
- المرسوم التنفيذي رقم 171/91 يتعلق بتحديد أنواع الأوراق المالية و أشكالها، و شروط إصدارها.

و بصدر هذه المراسيم تم استبدال ما أطلق عليه في البداية "مؤسسة القيم المنقولة" لتصبح تسمى "بورصة القيم المنقولة"، إلا أن هذه الأخيرة مرت بفترة حرجة ناتجة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي، و كذا الدور غير الواضح لمهامها، ذلك أن السلطات العمومية آنذاك، لم تكن لديها نظرة واضحة عن أهمية عملها، و بقيت الأوضاع هكذا إلى غاية شهر فيفري من سنة 1992 أين رفع رأس المال الاجتماعي لبورصة الجزائر ليصبح 932000 دج و منذ هذا التاريخ و بورصة الجزائر الشغل الشاغل للحكومة، حيث أعيد النظر في قضية تنظيمها العديد من المرات من خلال جملة من المراسيم التشريعية و التنفيذية و التي من بينها :

- المرسوم التنفيذي رقم 08/93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المتمم و المعدل للأمر المتضمن قانون التجارة؛

- المرسوم التنفيذي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ديسمبر 1993 المتضمن النص الكامل المنظم لبورصة الجزائر؛

¹ : مرزوق مصطفى، كرومي صليح، بورصة الأوراق المالية و أفاق قيامها في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا في المالية، تخصص خزينة، المعهد الوطني للمالية، الجزائر، 1998، ص-ص: 147-148.

- القرار التنفيذي الصادر بتاريخ 27 ديسمبر 1995 المتعلق بتعيين أعضاء لجنة البورصة واستبدال اسم هذه الأخيرة بلجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة Cosob؛
- المرسوم التنفيذي رقم 08/96 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بنظام هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية؛
- النظام رقم 03/96 المؤرخ في 03 جويلية 1996 المتضمن بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و كذا واجباتهم؛
- النظام رقم 03/96 المؤرخ في 02 نوفمبر 1996 المتضمن تعيين رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- النظام رقم 03/97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتضمن القواعد الرئيسية لسير بورصة الجزائر.

و بصدر هذه القوانين تكون بورصة الجزائر قد استكملت شروط قيامها من الناحية التنظيمية و القانونية، و قد حدد لها مقرا بالغرفة الوطنية للتجارة و الصناعة بالجزائر العاصمة.

2- تنظيم و عمل بورصة الجزائر:⁽¹⁾

حتى يمكن التفاوض على الأوراق المالية و مبادلتها وفقا لقاعدة العرض و الطلب و بالتالي ضمان وظيفتها في النشاط الاقتصادي، فإن القوانين المذكورة أعلاه تطرقت بكل تفصيل إلى كيفية عمل بورصة الجزائر، و بتحديد البنية القاعدية المشرفة على تنظيم و تسيير البورصة، و كذلك قواعد و آليات التعامل فيها.

2-1 الهيئات المسيرة و المراقبة:

تتضمن البنية القاعدية لبورصة الجزائر على عنصرين أساسيين أسندت لهما وظائف بالغة الأهمية و يتعلق الأمر بما يلي:

أ- مؤسسة إدارة بورصة القيم المنقولة :

إن عبارة مؤسسة إدارة البورصة المنصوص عليها في المرسوم التشريعي رقم 10/93 هي عبارة عن مؤسسة مساهمة يكتب في رأسها الوسطاء الذين يتم اعتمادهم من قبل لجنة تنظيم

¹ : المرجع السابق، ص-ص: 149-151.

ومراقبة عمليات البورصة، و تمارس هذه المؤسسة وظائفها تحت وصاية اللجنة و من بين هذه الوظائف ما يلي :

- تسهر على احترام تطبيق تنظيمها و سيرها على شرعية العمليات المنجزة من قبل الوسطاء؛

- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة؛

- تقوم بإشعار اللجنة بكل إخلال أو مخالفة لقواعد البورصة، أو أي اتفاق ما بين متدخلين اثنين أو أكثر أو أي شذوذ من شأنه المساس بسلامة سوق البورصة؛

- تتخذ القرارات بشأن إدارة البورصة و تكون القرارات نافذة بمجرد وضعها تحت تصرف الجمهور؛

- تسيير نظام التفاوض بشأن أسعار الأوراق المالية و تحديدها؛

- تقوم بضبط نشرة الأسعار في البورصة بعد كل حصة من حصص التعامل.

و تجدر الإشارة إلى أن الجمعية التأسيسية لمؤسسة إدارة بورصة القيم المنقولة انعقدت في 21 ماي 1997 و حينها شكل أول مجلس لإدارتها يتكون من ممثلين عن البنوك و مؤسسات التأمين التي تم اعتمادها في عمليات البورصة.

ب- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (Cosob)

تمثل هذه اللجنة السلطة التنفيذية في سوق البورصة، و هذا ما هو معمول به في الدول التي تتواجد بها بورصات، أما في الجزائر فقد نصبت هذه اللجنة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 10/93 و تتكون هذه اللجنة من سبعة أعضاء وهم كما يلي:

- رئيس: يعين من قبل وزارة المالية؛

- قاضي: يقترحه وزير العدل؛

- عضو: يقترحه محافظ بنك الجزائر؛

- عضوان: يختاران لما لهما من خبرة في المجال المالي و المصرفي؛

- عضوان: يختاران من بين الأشخاص المعنوية المصدرة للأوراق المالية.

علما أن مدة صلاحية اللجنة هي أربع سنوات، و تتجدد التشكيلة ما عدا الرئيس كل سنتين، ولقد تم تعيين الدكتور : بوكرامي سيد علي رئيسا لها بصفة رسمية بقرار وزاري صدر في 02 نوفمبر 1996، أما فيما يخص مهام اللجنة فإنها تتلخص في ثلاث وظائف أساسية و هي :

- الوظيفة القانونية : تقوم اللجنة في إطار هذه الوظيفة بما يلي :
- تحديد شروط قبول الأوراق المالية في تسعيرة البورصة و شطبها؛
- شروط قبول اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و القواعد المهنية التي تطبق عليهم؛
- بإمكانها في حالة حصول طعن قضائي أن تأمر بتأجيل تنفيذ الأحكام التي من شأنها أن تؤثر سلبا على مجريات التعامل في البورصة.

- وظيفة المراقبة :

- تقوم اللجنة التي قبلت أوراقها المالية في البورصة بأنها تقيدت بالأحكام التشريعية و التنظيمية السارية عليها؛
- تأمر هذه المؤسسات بنشر استدراكاتها إذا ما لوحظت حالات سهو في الوثائق المقدمة، كما يمكن للجنة القيام بتحقيقات لدى المؤسسات للتأكد من وضعيتها المالية، و ذلك عن طريق مداولة خاصة، بهدف المحافظة على أموال المدخرين؛
- قيام رئيس هذه اللجنة في حالة وقوع عمل مخالف للنظام الداخلي للبورصة و من شأنه أن يضر بحقوق المستثمرين بوضع حد للمخالفة و إبطال أثرها؛
- لا يمكن أن انعقد أي اجتماع في البورصة إلا تحت مراقبة اللجنة و تتدخل كلما اقتضت الضرورة و ضمان استمرارية السير الحسن لسوق البورصة.

- الوظيفة التأديبية و التحكيمية :

تنشأ لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، غرفة تأديبية و تحكيمية، تتكون حسب المادة 51 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 من أربعة أعضاء.

و تتجلى مهام هذه الغرفة في دراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين و اللوائح السارية في سوق البورصة، و تتدخل لفض هذه النزاعات والتي غالبا ما تقع بين الوسطاء في عمليات البورصة، و بين الوسطاء و مؤسسة إدارة البورصة، أما فيما يخص العقوبات التي تحكم بها فتمثل في : الإنذار، التوبيخ، وقف النشاط كله أو جزء منه مؤقتا أو نهائيا، سحب الاعتماد

أو فرض غرامات مالية حدد مبلغها حسب المادة 55 بـ : 100,000 دج أو مبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه.

3- شروط قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر:

"ينبغي على المؤسسة التي ترغب في قبول الأوراق المالية وتسجيلها في جدول أسعار بورصة الجزائر أن تتوفر فيها جملة من الشروط، و التي تنقسم إلى نوعين، شروط عامة وشروط خاصة".⁽¹⁾

1-3 الشروط العامة : و تتمثل هذه الشروط فيما يلي :

- يجب أن يتم إصدار القيم المتداولة من طرف المؤسسة ذات أسهم طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري؛
- تقديم تقدير يتضمن أصول المؤسسة، يعده أحد أعضاء هيئة المحاسبين؛
- على المؤسسة أن تبرر وجود هيئة للرقابة الداخلية تكون محل تقييم من طرف محافظ الحسابات في تقريره حول الرقابة الداخلية للمؤسسة؛
- عليها أن تنشر قوائمها المالية المصادق عليها للسنتين الماليتين السابقتين للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛
- يجب أن تكون المؤسسة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي سبقت سنة طلب القبول؛
- يجب تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة؛
- إذا كان لابد من التوقف أو التخلي عن بعض عناصر الأصول قبل دخولها في البورصة، فالمؤسسة ملزمة بإعلام مؤسسة إدارة البورصة بهذا الشأن،
- لا يمكن للقيم التي تمس رأس المال أن تقبل في سوق السندات إلا إذا كانت أوراق رأس المال المتعلقة بها في ذاتها مقبولة في البورصة.

¹ : حوليات لجنة مراقبة عملية البورصة، رقم 1، 1998، ص-ص: 15-16.

2-3 الشروط الخاصة : و تتحدد حسب طبيعة الورقة المالية المصدرة:

أ- الشروط الخاصة بالأسهم : و توجد عدة شروط منها:

- توفر رأسمال أدنى يقدر بمبلغ مائة مليون دينار 100.000.000 دج؛
 - يجب أن تقوم بنشر عدد من الأوراق يمثل 20% عل الأقل من رأسمالها الاجتماعي؛
 - أن توزع الأسهم على ثلاثمائة مساهم على الأقل يوم الإدخال كآخر أجل.
- ب- الشروط الخاصة بالسندات : توجد شروط منها:

- نسبة القرض تعادل على الأقل مبلغ 100.000.000 دج يوم الإدخال؛
- فيما أن أوراق القرض الصادرة عن الدولة لا تخضع لشروط تحديد الحد الأدنى؛
- توزيع السندات على المدخرين.

المبحث الثالث : تداول الأوراق المالية في البورصة.

بما أن بورصة الأوراق المالية عبارة عن حاجة إلى سلعة للتعامل بها فكانت سلعة هذه السوق هي الأوراق المالية و يتم تداولها عن طريق عمليتي البيع و الشراء، و عملية عقد الصفقات ينفذها الوسطاء المليون الذين يعتبرون من أهم الفاعلين في بورصة الأوراق المالية وهذا نظرا للخدمات الكبيرة و التي يقدمونها لزبائنهم.

و سيتم التطرق إلى ما سبق من خلال المحاور التالية:

- أساليب قيد و تداول الأوراق المالية؛

- إجراءات التعامل على الأوراق المالية؛

- الفاعلون في بورصة الأوراق المالية.

المطلب الأول : أساليب قيد و تداول الأوراق المالية.

تتم عملية قيد و تداول الأوراق المالية عن طريق الاكتتاب، و هي المرحلة الأولى ل يتم بعدها قيد هذه الأوراق المالية في جداول البورصة.

1- تداول الأوراق المالية :

يتم تداول هذه الأوراق بأساليب مختلفة، و يقصد بتداول الأوراق المالية عمليات الاكتتاب في السوق الأولية، بحيث أن هذا التداول يسمح بمرور الأوراق المالية إلى التداول في بورصة الأوراق المالية، و من بين هذه الأساليب نجد:

1-1 عملية الاكتتاب المحدود :

المصدرة لفتح رأسمالها للاكتتاب لفئات المجتمع و الغرض منها هو التمويل.

ولو نجحت المؤسسة التي طرحت أوراقها المالية في الاكتتاب المحدود في تغطية الاكتتاب بالكامل، الأمر الذي يتطلب قيد هذه الأوراق في البورصة، و لذلك يجب على المؤسسة أن تكلف سمسارا من الأعضاء العاملين بالبورصة بتقديم طلب قيد رسمي يوضح فيه خصائص الورقة، و يدعى السمسار لحضور اجتماع لجنة الجدول و هي لجنة فرعية تابعة للجنة التسجيلات لبحث الطلب، و إذا تمت الموافقة عليه يعرض طلب المؤسسة على لجنة التسجيل النهائي في البورصة، و التي تحدد شروط الإعلان عن الأوراق المالية التي يسمح تداولها في البورصة في جريدتين

صباحيتين رئيسيتين يوميتين، و بهذا يتم خلق سوق حرة لتداول الأوراق المالية، وفقا لشروط و قوانين بورصة الأوراق المالية.⁽¹⁾

2-1 عملية الاكتتاب المباشر:

هو من الطرق الشائعة في الاكتتاب، وفي هذه الحالة يقوم السمسار كعضو عامل في البورصة بمساعدة أحد بيوت الإصدار بالاتفاق مع عدد من كبار المستثمرين على شراء الأوراق المالية المصدرة لإحدى المؤسسات التي تتميز بخصائص إدارية و تمويلية جيدة، و بمجرد تنظيم عملية الاكتتاب يقدم السمسار طلبا لبورصة الأوراق المالية، يمر بنفس إجراءات القيد و الاكتتاب المحدود...⁽²⁾

3-1 عملية الاكتتاب العام :

حيث يتم بيع الأوراق المالية للجمهور، فإذا كانت المؤسسة المصدرة للأوراق المالية مسجلة في البورصة، فإن الاكتتاب أو الإصدار العام يتم عن طريق أحد السماسرة العاملين بالبورصة للاتفاق على حجم و شكل الإصدار، وهل من الأفضل للمؤسسة إصدار أسهم عادية أو ممتازة أو سندات، و الشروط الواجب توفرها و الحقوق الخاصة بحملة الأوراق المالية المصدرة، ثم تتخذ كافة إجراءات التصريح بالإصدار من قبل البورصة و الإعلان عنه، حتى يصبح الاكتتاب نافذا.⁽³⁾

2- قيد الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية :

بعد عملية الاكتتاب و القيام بالإجراءات القانونية اللازمة، تتم عملية قيد الأوراق المالية، بمعنى إعطاء الضوء الأخضر لتداول الورقة المالية. و تكون عملية التنفيذ وفق شروط معينة على شكل جداول و هي: الجداول الرسمية و الجداول غير الرسمية.

1-2 الجداول الرسمية:

تقيد فيها الأوراق المالية التي توفر على كافة شروط القيد بالبورصة، و يتم بالنسبة للمؤسسات عن طريق طلب يقدم إلى لجنة التسجيل بالبورصة، و هي محددة زمنيا بسنة ابتداء من

¹ : محمد عثمان اسماعيل حميد، مرجع سابق، ص : 61.

² : المرجع السابق، ص : 62.

³ : المصدر نفسه.

قفل الاكتتاب العام، و في حالة عدم المرور بالاكتتاب العام، فقد حددت بثلاثة أشهر بعد الإعلان عن الميزانيات المالية للسنوات الثلاث الأخيرة.

2-2 الجداول غير الرسمية :

تقيد فيها الأوراق المالية التي تستوف شروط القيد بالبورصة، كما تقيد فيها المؤسسات التي لم تطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام، و تقدم في المقابل طلب مرفوقا بميزانية عامة لسنة واحدة، و تقيد في هذا الجدول أيضا المؤسسات التي أصدرت شهادات مؤقتة لحين طبع أوراقها المالية دون دفع قيمتها كليا.

المطلب الثاني : إجراءات التعامل على الأوراق المالية.

تم إجراءات التعامل على شكل عقد صفقات ينفذها الوسطاء الماليون بناء على الأوامر التي يصدرها زبائنهم.

و سنتطرق إلى هذه الفكرة من خلال النقطتين التاليتين:

- عمليات البيع و الشراء داخل البورصة؛

- أساليب الصفقات داخل المقصورة.

1- عمليات البيع و الشراء داخل بورصة الأوراق المالية :

تم عمليات البيع و الشراء داخل مكان مخصص يسمى "المقصورة" (°)، عن طريق وسطاء. و يتم عقد الصفقات بأسلوبين مختلفين هما: (1)

- أسلوب المناادة،

- أسلوب لوحات العرض.

1-1 أسلوب المناادة :

حيث يقوم السماسرة و مندوبوهم بالنداء بصوت مرتفع لإتمام صفقات البيع و الشراء، دون الإفصاح عن نواهم الحقيقية، كونهم بائعين و مشترين للحصول على أعلى سعر للورقة المالية التي ينادي عليها، إلى أن يتقدم أحد السماسرة بالمقصورة للاتفاق على سعر الورقة، و تتم الصفقة إذا كان أحدهم بائعا و الآخر مشتريا، و لا تتم إذا كان الاثنان بائعين أو مشترين.

* : المقصورة : هي مكان يجتمع فيه الأعضاء العاملون في البورصة، و لا يسمح للبائعين و المشترين دخولها إذ يخصص لهم مكان خارج المقصورة للانتظار فيه.

(1) محمد عثمان حميدة، مرجع سابق، ص: 64.

2-1 أسلوب لوحات العرض:

حيث يقوم السمسار قبل افتتاح الجلسة بعشر دقائق بتسليم الموظف المختص في وضع جداول الأسعار على لوحة العرض، و هي أسعار الأوراق التي يتعامل فيها لكي يدونها بطريقة ظاهرة وواضحة على لوحات العرض المنتشرة على جانبي المقصورة، و يكون لهذه الأوراق المالية حق الأولوية في التعامل عليها داخل المقصورة، و يشترط لصحة التعاقد على الصفقات أن تكون الكمية المشتراة مساوية للكمية المباعة.

و لا يجوز لسمسار آخر أن يبيع نفس الورقة المدونة على لوحة العرض إلا للمشتري الذي دون سعر الشراء على لوحة العرض، سواء بسعر أقل أو أعلى من المحدد للبيع أو الشراء على لوحة العرض لأنها تعبر عن الأوامر المحددة لسعر التنفيذ.

2- أساليب إجراء الصفقات داخل المقصورة :

يقصد بهذه الأساليب تلك الأوامر الصادرة من طرف الزبون و الموجهة إلى وسيطه المالي، لأن هذا الوسيط لا يعقد الصفقة إلا إذا تلقى الأوامر، و تتخذ هذه الأخيرة مواصفات تتحدد من حيث حجم الأوامر و الحدود الزمنية و أنواع الأوامر.

2-1 حجم الأوامر:

و هو ذلك الحجم الذي يأمر به المستثمر السمسار بأن يشتريه أو يبيعه، و يكون هذا الحجم على شكلين:

- الطلبية الدائرية (كسرية) بحيث يكون العدد متكون من 100 أو أحد مضاعفاتها،
- الطلبية الصغيرة (غير كسرية) و هي التي يتراوح عددها من 01 إلى 99، و في حالة ما إذا قام المستثمر بإعطاء أمر ذي حجم مزيجي، فإنه يقسم إلى دائري و صغير.
- فإذا افترضنا أن المستثمر أمر السمسار بشراء أو بيع 520 ورقة فإنه يقسمها إلى 500 ورقة دائرية و 20 ورقة صغيرة، و هذا التقسيم راجع إلى تكلفة الورقة المالية داخل الطلبية الدائرية من مثيلتها في الطلبية الصغيرة، و ذلك لسببين :

أ- نصيب الورقة المالية من العمولة داخل الطلبية أكبر منه في الطلبية الصغيرة.

ب- في أن سعر الورقة المالية داخل الطلبية الدائرية يضاف له عادة نسبة إضافية.

2-2 الحدود الزمنية :

هي تلك الحدود التي يشترطها المستثمر على السمسار، ويجب على هذا الأخير أن يبذل قصارى جهده للالتزام بها، و هذه قد تكون يومية أو أسبوعية أو شهرية، و في حالة انقضاء الحد الزمني المحدد و لم ينفذ السمسار الأمر اعتبر ملغيا.

3-2. أنواع الأوامر:

يمكن التمييز بين العديد من الأوامر التي يصدرها الزبون إلى وسيطه المالي و هي :

أ- الأوامر المحددة للسعر:

يقصد بها تلك الأوامر التي يكون فيها السعر هو الفاصل في عقد الصفقات، أي أن المستثمر يعطي أوامر لوسيطه المالي يقول له فيها: "إذا وصل سعر الورقة المالية قيمة معينة نفذ الصفقة"، و نميز في هذا النوع من الأوامر الأنواع التالية:

- أوامر السوق:

و هي أكثر أنواع الأوامر شيوعا و هنا يصدر المستثمر أمرا للسمسار لشراء أو بيع عدد محدد من الأوراق فوراً. و هنا يكون السمسار ملتزما ببذل أقصى جهده للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حالة أمر الشراء و أعلى الأسعار في حالة البيع) في وقت صدور الأمر، و المستثمر في هذه الحالة يكون شبه متأكد من تنفيذ الأمر.⁽¹⁾

- الأوامر المحددة:

و هنا يتم النص على سعر محدد بواسطة المستثمر عند إصدار الأمر للسمسار، فإذا كان الأمر المحدد خاصا بالشراء فإن السمسار سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه، و إذا كان الأمر المحدد خاصا بالبيع فإن السمسار سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه، و المستثمر في هذه الحالة لا يكون متأكدا من إمكانية تنفيذ الأمر.⁽²⁾

¹ . عبد صالح عماري، مرجع سابق، ص: 23.

² : المرجع السابق، ص: 24.

ب - الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

و هي تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفاصل في تنفيذ الأوامر، و نميز في هذا النوع من الأوامر الأنواع التالية:

- أوامر محددة بيوم واحد: و هي تلك الأمر الذي يصدره المستثمر إلى سمساره ويظل ساري المفعول ليوم واحد، أي أن السمسار يجب عليه أن ينفذ الأمر في وقت قدره يوما واحدا من افتتاح البورصة إلى غاية إغلاقها، و تصلح مثل هذه الأوامر إذا كانت الحالة الاقتصادية تمر بحالة عدم الاستقرار؛

- أوامر محددة بأسبوع أو شهر: و هي تلك الأوامر التي يصدرها المستثمر إلى سمساره وتظل سارية المفعول لأسبوع أو شهر.

وللإشارة فإن مدة أسبوع لا تحسب على أساس أسبوع كامل بل تحسب إلى غاية العطلة الأسبوعية، فمثلا إذا أصدر المستثمر أمرا يوم الاثنين فإنه يظل ساري المفعول إلى غاية يوم الخميس، و نفس الشيء إذا كانت شهرا؛

- الأمر المفتوح: و يقصد به الأمر الذي يظل ساري المفعول إلى غاية تنفيذ الأمر أو إلغائه.

ج - الأوامر التي تجمع بين السعر و وقت التنفيذ:

يقصد بها الأوامر التي تجمع بين سعر محدد و مدة زمنية محددة، و نميز في هذا النوع من الأوامر الأنواع التالية: (1)

- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة:

يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر.

- الأمر المفتوح في حدود سعر معين:

يقصد بالأمر المفتوح في حدود سعر معين الأمر الذي لا يحدد فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل السعر في السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

(1) : منير إبراهيم هندي، مرجع سابق ص-ص: 130-133.

د- الأوامر الخاصة: و نميز فيها الأنواع التالية :

- أوامر الإيقاف: و يقصد بها تلك الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة حدا معينا، فمثلا إذا اشترى مستثمر سهما بـ 1200 دج، و وصل سعر السهم إلى 1400 دج، فيأمر المستثمر سمساره ببيعه إذا وصل السهم في حدود 1300 دج.

- أوامر إيقاف محدودة: تعالج أوامر الإيقاف المحددة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حال استخدام أوامر الإيقاف المحددة، يضع المستثمر حدا أدنى لسعر البيع و حدا أقصى لسعر الشراء.

- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: في هذه الأوامر تعطى الحرية التامة للسمسار في إبرام الصفقات حسب ما يراه مناسبا، حيث ينفذ الصفقة دون انتظار الأوامر من زبونه، و يتوقف تطبيق هذا النوع على كفاءة و أمانة السمسار.

المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية.

يعتبر المتدخلون في البورصة همزة وصل بين العارض و الطالب، و يشترط فيهم أن يكونوا حامللي العضوية في البورصة، وهذه العضوية يتم الحصول عليها عن طريق دفع مبلغ مالي من حسابهم الخاص، فعلى سبيل المثال بورصة نيويورك تشترط دفع نصف مليون دولار للحصول على هذه العضوية، و بهذا الصدد يوجه خمسة أنواع من الوسطاء وهم:

1- السماسرة الوكلاء:

السمسار الوكيل هو شخص يحمل عضوية البورصة ويعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة، كما قد يعمل تاجرا لحسابه الخاص، و لبيوت السمسرة مصدرين للسيطرة على هؤلاء الأعضاء، فهناك السيطرة المباشرة و التي تنشأ من جراء قيام بيت السمسرة رسم العضوية و يظل القرض قائما دون الحاجة إلى سداد قيمته طالما ظل السمسار في خدمة بيت السمسرة.

2- سمسرة المقصورة:

هم عبارة عن سمسرة مستقلين عن بيوت السمسرة و يعملون لحسابهم الخاص، ومن ثم يدفعون عضوية البورصة من حسابهم الخاص، و يقدمون خدماتهم مقابل عمولة و عندما يكون السوق نشيطا فإنهم يقدمون خدماتهم لباقي السمسرة و ذلك تفاديا لحدوث اختناقات والتعطلات في المعاملات.

3- تجار المقصورة:

يطلق على تجار المقصورة، اسم المضاربين، كما يطلق عليهم اسم التجار المسجلين و هم يشبهون سماسرة المقصورة ذلك لكونهم يدفعون رسم العضوية من أموالهم الخاصة، غير أنهم يختلفون عنهم في أنهم يعملون لحسابهم فقط، بمعنى أنهم لا ينفذون عمليات لحساب الجمهور أو لحساب السماسرة، بل ينتهزون الفرص السانحة للبيع أو الشراء داخل مقصورة السوق على أمل تحقيق الربح.⁽¹⁾

4- المتخصصون:

يعتبر المتخصصون من أهم الوسطاء، و أطلق هذا الاسم نظرا لتخصصهم في نوع معين من الأوراق المالية، و يدفعون رسم العضوية من رأسمالهم الخاص، و المتخصص يجمع بين نشاطين، فيكون سمسارا إذا قام بتقديم خدمات أو تاجرا إذا عمل لحسابه الخاص، و يعمل المتخصصون بطريقة تجعل عمل البورصة منظما و متوازنا، فإذا كان العرض أكبر من الطلب فإنه يقوم بتخفيض سعر الورقة باعتباره محتكرا للورقة المالية و ذلك لجذب المشترين الجدد، وفي حالة العكس فإنه يقوم بإخراج ما لديه من أوراق لمواجهة هذا الطلب أو يرفع من السعر بغرض تحقيق توازن السوق، وليس لأجل تحقيق الأرباح.

5- تجار الطلبات الصغيرة:

و هم أولئك التجار الذين يقومون بشراء طلبيات ثم يقسمونها إلى طلبيات صغيرة، وذلك لمواجهة الطلب من هذه الأخيرة، و تكون لهم عمولة أكبر نسبيا بالقياس مع التجار الذين يبيعون الطلبيات الكبيرة.

¹ : المرجع السابق، ص : 103.

و ختاماً لهذا الفصل يمكن القول بأن السياسة المالية لأي مؤسسة تركز على مدى القدرة في التوفيق بين مصادر السيولة و مجالات استخدامها، و لا يتم هذا إلا بوجود أسواق مالية تحسن استغلال و توجيه هذه المصادر.

وعند النظر في هرم الأسواق المالية فإننا نجد بورصة الأوراق المالية هي التي تقوم بتقديم خدمات كبيرة للاقتصاد الوطني باستقطابها و ذلك بإعطائهم عائداً مناسباً و درجة خطورة أقل مع خلق ثقافة مالية لدى فئات المتعاملين، بالإضافة إلى السهولة التي يجدها المستثمر في الدخول أو الخروج في أي وقت شاء.

و يركز نجاح بورصة الأوراق المالية على جملة من العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية و الثقافية، إضافة إلى عوامل أخرى تتعلق بإدارة مؤسسة بورصة الأوراق المالية، باعتبارها في حكم أي مؤسسة أخرى، فإن لم تستغل إمكانيتها بشكل أمثل ولم تحسن التسيير فمصيرها الزوال.

ومنه فالأمر لا يتوقف في إنشاء بورصة الأوراق المالية فقط، بل لابد من المتابعة الدائمة لأعمالها و تدعيم نشاطها.

الفصل

الثاني

الفصل الثاني: دور التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية.

يواجه المستثمر في الأوراق المالية مصاعب عديدة تكمن في كيفية استخدام موارده المالية في توظيفات مجزية و بدرجة كفاءة عالية، و لعل من أهم هذه المصاعب هي تحديد متى و ما هي الأوراق المالية التي يشتريها و التي يتخلى عنها؟
يجيب التحليل الأساسي على هذه الأسئلة و على أسئلة أخرى أهمها: هل يمكن إعطاء قيمة حقيقية أو محورية لورقة مالية ما؟
و بتحديد هذه القيمة الحقيقية يصبح قرار الاستثمار أمرا يسيرا، و هذا ما سنتطرق إليه في هذا الفصل من خلال :

- المبحث الأول: تقييم الأوراق المالية؛
- المبحث الثاني: أنواع التحليل المستعملة في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية؛
- المبحث الثالث: التحليل الأساسي و تغيرات أسعار الأوراق المالية.

المبحث الأول: تقييم الأوراق المالية

إن الاستثمار في الأوراق المالية عملية معقدة جدا و محفوفة بالمخاطر، ولعل ما يحفز المستثمرين هي العوائد التي ستدر بها عليهم استثماراتهم في المستقبل، لذا عليهم أن يقوموا بحساب هذه العوائد من خلال التقييم السليم للأوراق المالية التي سوف يستثمر فيها، و التي سنتطرق إلى طرق تقييمها من خلال المطالب التالية:

- المطالب الأول: تقييم الأسهم؛
- المطالب الثاني: تقييم السندات؛
- المطالب الثالث: تقييم المشتقات.

المطلب الأول: تقييم الأسهم

تحدد قيمة أي أصل مالي أو حقيقي بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المحتملة أن يحققها الأصل مستقبلا، لذا فإن التقييم الأكثر شيوعا للأسهم هو خصم التدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات و يقيم السهم حسب المعادلة التالية: ⁽¹⁾

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \dots\dots\dots (أ)$$

حيث :

P_0 : القيمة المحورية (الحقيقية) للسهم P_n : السعر السوقي في سنة n .

D_i : التوزيعات في السنة i r : معدل الخصم (بأخذ درجة مخاطره بالحسبان)

و منه قيمة السهم هي القيمة الحالية للتوزيعات مضافا إليها سعر البيع مخصوم كذلك و تختصر المعادلة (أ):

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \dots\dots\dots (ب)$$

و بما أن حياة المؤسسة تستمر إلى ما لا نهاية، فإن قيمة السهم تتحدد فقط بالتوزيعات و تصبح

المعادلة (ب) كما يلي :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \dots\dots\dots (ج)$$

و تبقى المعادلة (ج) صالحة من أجل الحالات التالية :

¹ : Patrick Navatte : Instruments et marchés financiers, Toulouse, Edition Management, 1992, P : 76.

1- حالة التوزيعات الثابتة أي : $D_1 = D_2 = \dots = D_t$

$$P_0 = \frac{D}{r} \dots\dots\dots (د)$$

2- حالة التوزيعات بمعدل نمو ثابت : في حال ما إذا كانت التوزيعات تزداد بمعدل نمو ثابت وليكن (g) تصبح معادلة التقييم (ج) كمايلي :

$$P_0 = \frac{D}{r - g} \dots\dots\dots (هـ)$$

أي أنه إذا كان هناك نمو في التوزيعات فإنها تخضع بمعدل عائد المطلوب (r) منقوصاً من معدل النمو (g)، و يكون معدل العائد المطلوب (r) كمايلي:

$$r = \frac{D}{P_0} + g \dots\dots\dots (و)$$

3- حالة النمو الذي لا يتسم بالثبات:⁽¹⁾

تمر دورة حياة مشاريع الأعمال عادة بعدة مراحل للنمو حيث تنمو هذه المشاريع في بداية حياتها الإنتاجية بمعدل نمو مشروع مع معدل نمو الاقتصاد، ثم تبدأ معدلات نمو المشاريع تتناقص (وفي بعض الحالات تكون معدلات سالبة) أو هكذا يتضح لو كان معدل النمو لا يتصف بالثبات فإن ذلك يعني أنه يحدث نمو في التوزيعات بمعدل معين في الفترة الأولى (فترة النمو الذي يزيد على المتوسط) ثم بمعدل مختلف في الفترة التالية، و لإيجاد القيمة المحورية في حالة التوزيعات ذات معدل نمو متغير لابد من إتباع الخطوات التالية:

أ- تقدير القيمة الحالية للتوزيعات ذات النمو المتغير؛

ب- إيجاد القيمة الحالية لسعر السهم في نهاية فترة النمو غير العادي و هذا للفترة التي يبدأ السهم عندها في التحول إلى سهم ذي معدل ثابت؛

ج- إيجاد القيمة المحورية أو الحقيقية للسهم و ذلك بجمع القيم المتحصل عليها في الخطوتين الأولى و الثانية.

و لتوضيح الفكرة السابقة نفترض أن معدل العائد المطلوب على استثمار أحد الأسهم هو (r = 13.6) هو سعر الخصم الذي سوف يتم استخدامه لخصم التدفقات النقدية، و يتوقع المستثمرون أن تمر المؤسسة المصدرة لهذا السهم فترة نمو غير عادية تستمر ثلاث سنوات يصل

(1) : د. محمد صاغ حناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000، ص: 202.

معدل النمو إلى 30% g_1 ويأتي ذلك فترة نمو عادية $g_2 = 8\%$ تبدأ بعد ثلاث سنوات و ذلك إلى ما لا نهاية، هذا و يبلغ آخر توزيع حصل عليها حامل السهم $D_0 = 1.17$ وحدة نقدية.

الخطوة الأولى : إيجاد قيمة التوزيعات لكل سنة من سنوات النمو غير العادي وفقا للمعادلة :

$$D_t = D_0(1 + g_1)^t$$

- التوزيعات في نهاية السنة الأولى : $D_1 = 1.17(1.30) = 1.521$

- التوزيعات في نهاية السنة الثابتة : $D_2 = 1.17(1.30)^2 = 1.977$

- التوزيعات في نهاية السنة الثالثة : $D_3 = 1.17(1.30)^3 = 2.570$

الخطوة الثانية : تمثل نهاية السنة الثالثة نهاية المرحلة الأولى (مرحلة النمو غير العادي) و بداية فترة النمو بمعدل عادي و ثابت، لذلك يمكن الاعتماد على المعادلة الخاصة بهذا النمط و لإيجاد القيمة المحورية و هي القيمة الحالية للتوزيعات من السنة الرابعة إلى ما لا نهاية و بالتالي فإن :

$$P_3 = \frac{D_4}{r - g_2} = \frac{D_3(1 + g_2)}{r - g_2} = \frac{(1.081)(2.570)}{0.136 - 0.081} = 50.521$$

و نلاحظ أن إجمالي التدفقات في نهاية السنة 03 هو $D_3 = 2.570$ و $P_3 = 50.521$ أي مجموعهما 53.091 وحدة نقدية.

الخطوة الثالثة : نقوم بجمع كل من $D_1, D_2, (D_3 + P_3)$ بعد خصم بمعدل $r = 13.6$ و تكون القيمة الحقيقية للسهم كما يلي :

$$P = \sum_{t=1}^3 \frac{D_t(1 + g_1)^t}{(1 + r)^t} + \sum_{t=3}^{\infty} \frac{D_3(1 + g_2)^{t-1}}{(1 + r)^t} \Rightarrow P = \frac{1.512}{1.136} + \frac{1.977}{(1.136)^2} + \frac{53.091}{(1.136)^3} = 39$$

و منه فقيمة السهم هي $P = 39$ وحدة نقدية.

المطلب الثاني : تقييم السندات

تحدد القيمة الحقيقية للأصول المالية و الحقيقية على حد سواء بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الأصل في المستقبل، وفي حالة السندات فإن التدفقات النقدية تشمل كل من مدفوعات الفائدة بالإضافة إلى القيمة الأصلية للسند ومنه:

1- تقييم السندات التي لها تاريخ محدد:

يقيم السند الذي له تاريخ محدد حسب المعادلة: ⁽¹⁾

$$B = \sum_{t=1}^n \frac{XA}{(1+r)^t} + \frac{A}{(1+r)^n} \dots\dots (أ)$$

حيث:

B: قيمة السند.

X: سعر الفائدة المدفوعة (Taux de coupon).

A: القيمة الاسمية للسند.

n: عدد السنوات.

r: معدل العائد المطلوب.

2- تقييم السندات القابلة للاستدعاء:

هناك حالات تصدر فيها الشركات سندات قابلة للاستدعاء قبل تاريخ الاستحقاق و عادة ما يكون سعر الاستدعاء أكبر من القيمة الاسمية و تعتبر هذه الزيادة علاوة تعويضا للمستثمر جراء تخليه عن السند و تقييم هذا النوع من السندات حسب المعادلة: ⁽²⁾

$$B = \sum_{t=1}^n \frac{XA}{(1+r)^t} + \frac{PC}{(1+r)^n} \dots\dots (ب)$$

حيث :

B: قيمة السند القابل للاستدعاء.

X: سعر الفائدة المدفوعة.

A: القيمة الأصلية للسند.

r: معدل العائد المطلوب.

PC: سعر الاستدعاء.

3- التغير الزمني لقيمة السندات:

يقصد بها تغيير قيمة السند نتيجة لتغير أسعار الفائدة في السوق، فإذا افترضنا أن سعر الفائدة في أصبح 10% و إذا استخدمنا نفس معطيات المثال السابق تكون قيمة السند:

¹ : Patrick Navatte, OP, Cit, P : 72.

² : محمد صالح حناوي، مرجع سابق، ص: 239.

$$B = \sum_{t=1}^{15} \frac{150}{(1.1)^t} + \frac{1000}{(1.1)^{15}} = 1368.31$$

و منه فالمستثمر يفضل أن يحصل على 150 دج لكل 1000 دج مستثمر من المؤسسة عوض 100 دج من السوق و منه نلاحظ:

- كلما ارتفع سعر الفائدة في السوق عن المعدل العائد المطلوب كلما انخفض السعر السوقي للسند، و يباع السند في هذه الحالة بخخص؛

- كلما انخفض سعر الفائدة في السوق عن معدل العائد المطلوب كلما ارتفع السعر السوقي للسند، و يباع السند في هذه الحالة بعلاوة؛

- تقترب القيمة السوقية للسند إلى القيمة الاسمية باقتراب تاريخ الاستحقاق؛

- تحقيق مكاسب (أو خسائر) رأسمالية يتوقف أساسا على أسعار الفائدة السائدة في السوق.

4- حساسية السند:

تعبّر عن التغير النسبي لقيمة السندات نتيجة لتغير أسعار الفائدة في السوق بنسبة 01%، حساسية 5- تعني انخفاضاً في قيمة السندات بـ 5% إذا ارتفعت أسعار الفائدة بـ 1% و تعطى

$$S = \frac{dP}{P} \div \frac{di}{i} \dots \text{(جـ)} \quad \text{الحساسية بالعلاقة: (1)}$$

حيث S : الحساسية.

dP/P : التغير النسبي للقيمة السوقية معبر عنها بواسطة المشتق للتغيرات الصغيرة.

P : السعر السوقي للسند.

i : سعر الفائدة في السوق.

di : تغير سعر الفائدة في السوق.

$$S = \frac{1}{P\%} \sum_{t=1}^n \frac{tF_t}{(1+i)^{n+1}} \dots \text{(د)}$$

يمكن تبسيط المعادلة لتصبح:

حيث :

F_t : التدفق النقدي للسند في زمن t.

t : عدد السنوات.

¹ : Pierre Genesse, Patrick Topsacalian, ingénierie financière, 2^{ème} édition, Edition Economica 2001, P : 145.

5- العمر الاقتصادي:

تعبّر عن مرونة السعر السوقي للسند إلى تغيير أسعار الفائدة في السوق، و يعبر عنها بحجم زمني أي عدد السنوات التي يسترجع فيها المستثمر أمواله الموظفة في السندات و يعطى بالعلاقة: (1)

$$D = S(1+i) \dots\dots\dots (هـ)$$

و لتوضيح فكرة كل من الحساسيات (S) و العمر الاقتصادي (D) نفترض سند سعره الاسمي 1000 و مدة استحقاقه 5 سنوات بمعدل فائدة سنوي 13% (Taux coupon) و معدل عائد مطلوب 12% المطلوب، حساب كل من S و D و قيمة السند B.

جدول رقم (02): الحساسية والعمر الاقتصادي للسند

السنة	التدفق النقدي	معدل خصم	القيمة الحالية	الترجيح	القيمة الحالية مرجعية
1	130	0.8929	116.077	1 X	116.077
2	130	0.7972	103.636	2 X	207.272
3	130	0.7118	92.534	3 X	277.602
4	130	0.6355	82.615	4 X	330.460
5	1130	0.5674	641.190	5 X	3205.960
المجموع			1036.056		4137.371

Source : Patrick Navatte, OP, Cit., P : 74.

$$D = \frac{4137.371}{1036.056} = 3.993 \approx 4 \text{ سنة}$$

$$S = \frac{D}{(1+i)} = \frac{3.993}{1.12} = 3.565$$

$$B = \sum_{t=1}^5 \frac{1000 \times 0.13}{(1.12)^t} + \frac{1000}{(1.12)^5} = 1036.05$$

- إذن القيمة المحورية للسند هي 1036.05 و هي أكبر من القيمة الاسمية و ذلك راجع إلى

أن معدل العائد المطلوب أقل من سعر الفائدة؛

- الحساسية $S = 3.56$ معناه إذا ارتفع سعر الفائدة في السوق 1% فإن سعر السند سينخفض

بـ 3.56% ؛

- العمر الاقتصادي $D = 4$ أي أن المستثمر سيرجع قيمة سند بعد أربع سنوات من شرائه.

¹ : Patrick Navatte, OP, Cit., P :73.

المطلب الثالث : تقييم المشتقات المالية.

هناك عدة أنواع من المشتقات المالية إلا أنه يمكن تقسيمها عموماً إلى نوعين أساسيين :
الخيارات و المستقبلات، و التي سنبين كيفية تقييمها من خلال هذا المطلب.

1- تقييم الخيارات : (نموذج بلاك و شولز، Black and Sholes)

هناك عدة نماذج لتقييم خيارات الشراء و البيع إلا أن نموذج "بلاك و شولز" ورغم صيغته الرياضية المعقدة يعتبر الأكثر استعمالاً من طرف الأخصائيين و المهنيين.

و يضع هذا النموذج الفرضيات التالية :⁽¹⁾

- لا توجد تكلفة للمعاملات كما لا توجد ضرائب؛
- معدل الفائدة الحالي من المخاطر ثابت (لا يتغير)؛
- تعمل أسواق رأس المال بشكل مستمر؛
- أسعار الأسهم التي يمكن تمثيلها في دالة متصلة، و بمعنى آخر لا توجد قفزات مفاجئة في أسعار الأسهم؛

- لا توجد توزيعات؛

- الخيار من النوع الأوروبي و ليس الأمريكي.

و في ظل هذه الافتراضات و ضع "بلاك و شولز" نموذجاً لتقييم كل من حق اختيار الشراء و البيع كما توضحه المعادلتان التاليتان :⁽²⁾

$$C_0 = S_0 N(d_1) - Ke^{-rt} N(d_2) \dots\dots (أ)$$

حق شراء (Call) :

$$P_0 = Ke^{-rt} N(-d_2) - S_0 N(-d_1) \dots\dots (ب)$$

حق البيع (Put) :

حيث :

$$d_1 = \frac{L_n \frac{S_0}{K} + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} \dots\dots (ج)$$

¹ : د. محمد صالح حناوي، مرجع سابق، ص 357-358.

² : Sébastien Bossu, Philippe Henrotte, Exercices de finance des marchés, Théorie de la Finance, Edition DUNOD Paris, 2002, P : 124.

$$d_2 = \frac{L_n \frac{S_0}{K} + \left(r + \frac{\delta^2}{2}\right)T}{\delta\sqrt{T}} = d_1 - \delta\sqrt{T} \dots (د)$$

و :

C_0 : قيمة حق الشراء.

P_0 : قيمة حق اختيار البيع.

$N(d_2)$ ، $N(d_1)$: القيم التراكمية للتوزيع الطبيعي المعياري d_1 ، d_2 معاملات.

K : سعر السهم في تاريخ الاستحقاق.

e : أساس اللوغاريتم النيبيري $e = 2.71$.

L_n : اللوغاريتم النيبيري.

r : معدل الفائدة الخالي من الخطر.

T : الفترة ما بين التعاقد و تاريخ الاستحقاق (نسبة من السنة).

δ : التذبذب في العائد السنوي (Volatilité)

ولتوضيح النموذج: ما هو السعر الحالي لخيار شراء (بيع) يستحق بعد 03 أشهر لسهم لا تعطي

توزيعات مع سعر التنفيذ 50 دج و هو نفسه السعر السوقي و بمعدل فائدة خالي من الخطر 10%

ومع معدل تغيير في عائد (volatilité) 30%؟

باستعمال جدول قانون التوزيع الطبيعي نجد :

$$d_1 = \frac{L_n \frac{50}{50} \left(10\% + \frac{30\%^2}{2}\right)^{\frac{1}{4}}}{30\% \sqrt{\frac{1}{4}}} = 0.241$$

$$d_2 = d_1 - \delta\sqrt{T} = 0.241 - 30\% \sqrt{\frac{1}{4}} = 0.091$$

$$C_0 = 50N(0.241) - 50e^{-10\% \times \frac{1}{4}} N(0.091) = 3.61 \text{ دج}$$

$$P_0 = 50e^{710\% \times \frac{1}{4}} N(-0.091) - 50N(-0.241) = 2.38 \text{ دج}$$

2- تقييم المستقبلات :

تعتبر المستقبلات أحد عقود المبادلات اللاحقة و يقيم هذا النوع من العقود كما يلي: (1)

$$F_{C_0} = S_0 - \frac{K}{(1+r)^T} \dots\dots\dots (هـ)$$

حيث :

F_{C_0} : قيمة العقد المستقبلي.

K : سعر التنفيذ.

S_0 : سعر الأصل في تاريخ الاستحقاق.

r : سعر الفائدة الحالي من الخطر.

T : الفترة ما بين تاريخ التعاقد و تاريخ الاستحقاق.

و لتوضيح كيفية تقييم المستقبلات:

نفرض عقد لشراء أصل مالي ما بعد 06 أشهر من اليوم سعر تنفيذ 5000 دج و سعر فائدة

خالي من الخطر 01% و السعر الحالي للأصل 5200 دج، أحسب قيمة العقد المستقبلي؟

$$F_{C_0} = S_0 - \frac{K}{(1+r)^T} = 5200 - \frac{5000}{(1.1)^{\frac{1}{2}}} = 224.81$$

إذن قيمة العقد المستقبلي هي : 224.81 دج.

¹ : Ibid, P: 42.

المبحث الثاني: أنواع التحليل المستعملة في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية عملية ذات مخاطر عديدة أهمها مخاطر تقلب الأسعار، لذلك يلجأ المستثمرون لأكثر من طريقة لاختيار الأوراق المالية التي يرغبون الاستثمار فيها، فبخلاف الطريقة العشوائية يوجد التحليل الأساسي و التحليل الفني، فالأول يركز على المؤسسة والمحيط الذي تتطور فيه، في حين يركز التحليل الفني على الأداء السوقي للأوراق المالية في الماضي من خلال معرفة الاتجاهات السعرية والتغيرات التي تحدث في الأسعار.

و ستم دراسة هذا المبحث من خلال :

- المطلب الأول : التحليل الأساسي؛

- المطلب الثاني : التحليل الفني؛

- المطلب الثالث : مقارنة بين التحليل الفني و الأساسي.

المطلب الأول : التحليل الأساسي

يرى هندي أن التحليل الأساسي (Fundamental Analysis) والذي يطلق على أصحابه بالأساسيين (Fundamentalists) "يعني تحليل البيانات و المعلومات المالية و الاقتصادية، بهدف التنبؤ بالربحية، و تمثيل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره منشأة"⁽¹⁾.

و يرى حماد بأن المدخل الأساسي يركز على " الظروف الاقتصادية مثل مستوى التوظيف والنمو الاقتصادي والظروف المالية مثل مستوى اتجاه تغيرات في أسعار الفائدة و يبحث هذا المدخل أيضا في مدى قدرة المنشأة على الكسب و ربحيتها و إمكانية نموها، و مصادر تمويلها، ويقارن المحللون الماليون الذين يستخدمون هذه الطريقة بين منشآت الصناعة الواحدة للتعرف على المنشآت التي تتمتع بوضع مالي أفضل و إمكانية نمو قوية، و يتم التركيز في ظل هذا المدخل على

¹ : د. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص : 159.

الأداء الاقتصادي للمنشأة و إمكانية تحسين وضعها النسبي في نطاق الصناعة التي تعمل بها، و تعتبر النسب و البيانات المالية و الملاحظات الذكية هي الأدوات الأساسية للمدخل الأساسي⁽¹⁾

في حين يرى حنفي "لكي يتم تحديد السعر المناسب لسهم أي مؤسسة فيجب على محلل الأوراق المالية- التنبؤ بالربح و التوزيعات للمؤسسة موضوع التحليل و يشكل هذا جوهر التحليل الأساسي و الذي يعني تحليل المحددات المؤثرة في سعر السهم كتلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، ولاشك أن نجاح المؤسسة في مجال النشاط الذي تنتمي إليه يحدد بالتوزيعات التي تدفع لحملة الأسهم، و السعر المطلوب لسهم في السوق، كما أن مستقبل المؤسسة مرتبط بالحالة الاقتصادية العامة، ذلك يجب عند تحليل قيمة المؤسسة أو الأسهم الأخذ في الحسبان البيئة و الظروف التي تعمل فيها المؤسسة، حيث نجد أن الظروف الاقتصادية العامة و ظروف الصناعة لها تأثير كبير على بعض الشركات عن الشركات الأخرى و ينعكس بالتالي على الأرباح"⁽²⁾

انطلاقاً من التعاريف السابقة و إن اختلفت بخصوص الجانب المهم للتحليل، إلا أن مضمونها واحد حيث أن التحليل الأساسي هو التحليل الذي يهدف إلى إيجاد السعر العادل لورقة مالية ما ابتداء من تحليل العوامل المؤثرة على سعرها، و إذا كانت هذه الورقة سهماً فإن العوامل التي تؤثر على سعر السهم هي نفسها العوامل التي تؤثر على الربحية المتوقعة للمؤسسة، و كذلك التوزيعات وتنقسم هذه العوامل إلى قسمين :

-العوامل الخارجية : و التي تتشكل في البيئة الاقتصادية العامة التي تعمل فيها المؤسسة كالسياسة المالية و النقدية.

الجانب الثاني من العوامل الخارجية يتمثل في الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة المصدرة ودرجة الخطورة التي تتعرض لها وعدد المنافسين و غيرها من العوامل.

- العوامل الداخلية : و تتمثل في المركز المالي للمؤسسة و إمكانية نموها في المستقبل وتحقيق أرباح إضافية من خلال تحليل قوائمها المالية.

¹ د. طارق، عبد العال، حماد، التحليل المالي و الأساسي للأوراق المالية، الدار المالية، الاسكندرية، 2002 ص 04

² د. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص : 256.

1- التدرج المنطقي للتحليل الأساسي :

يرى المحللون الماليون بأن هناك مدخلين بديلين للتحليل الأساسي الأول والذي يطلق عليه المدخل الكلي فالجزئي (Macro-Micro Approach) أو التحليل من الأعلى إلى الأسفل (Top Down Analysis) حيث بدأ هذا المدخل بتحليل الظروف الاقتصادية العامة كالنتائج المحلي الإجمالي والسياسة النقدية و يتبع ذلك بتحليل ظروف الصناعة و تأثيرها المحتمل على المؤسسة وأخيرا يقوم بتحليل ظروف المؤسسة و معرفة مكانتها داخل الصناعة التي تنتمي إليها.

وبالمقابل هناك مدخل ثاني حيث تكون فيه نقطة بداية التحليل هي ظروف المؤسسة ووضعها المالي خاصة، و يتبعه تحليل ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة ثم أخيرا تحليل الظروف الاقتصادية العامة، هذا التحليل يطلق عليه التحليل من الأسفل إلى الأعلى (Bottom-up analysis) أو أيضا (Micro-Macro Approach) لكن أي المدخلين أفضل و بالتالي يعطي نتائج أدق ؟

يرى فرانش "French" أنه لا توجد إجابة محددة على مثل هذا السؤال، ذلك أنه هناك من يعتقد أن المدخل الأول هو الأكثر ملائمة، فبمجرد معرفة الصناعة الواحدة نكون قد قطعنا أكثر من نصف الطريق نحو معرفة الهدف الذي نرجوه، إذ ما تبقى بعد ذلك لا يخرج عن كونه البحث عن أفضل منشأة داخل تلك الصناعة و هذه المشكلة سهلة، ذلك أن الاستدلال على منشأة جيدة داخل صناعة واحدة كشف عنها التحليل هو أيسر بكثير من محاولة الاستدلال على منشأة جيدة من صناعات عديدة لا نعلم عنها شيئا، في حين هناك من يعتقد أن المدخل الثاني هو الأكثر ملائمة على أساس أن إتباع المدخل الأول قد يؤدي إلى تخطي منشأة ما يكون الاستثمار فيها مربحا، ويحدث ذلك عندما يكون للمنشأة ظروفها الخاصة و المتميزة عن المنشآت الأخرى التي تعمل معها في ذات الصناعة، و أن الصناعة ذاتها استبعدت في المرحلة الثانية من التحليل⁽¹⁾

سنتبع في دراستنا مدخل التحليل من الأعلى إلى الأسفل كون المدخل الثاني يستغرق وقتا طويلا، وكما هو معلوم فإن الوقت يلعب دورا كبيرا في اتخاذ القرارات، فقد يتم الحصول على نتائج جيدة لكن بعد فوات الأوان، بالإضافة إلى الكم الهائل من المعلومات التي يجب التعامل معها بسرعة و إلا فقدت مصداقيتها و هو الانتقاد الذي نوجهه إلى المدخل الثاني.

¹ : منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 160.

المطلب الثاني : التحليل الفني

"أما مدخل التحليل الفني فلا يعنى بتحديد القيمة الحقيقية للسهم، و من ثمة لا يهتم بتجميع أو تحليل أي بيانات أو معلومات متاحة، ذلك أن اهتمامه ينصرف في الأساس إلى تتبع حركة الأسعار في الماضي، على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن منه تحديد التوقيت السليم لاتخاذ القرار الاستثماري، فحركة الأسعار في الماضي وفقا لهذا المدخل تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل"⁽¹⁾

"إن المحلل الفني يقوم بوضع قواعد فنية متعددة لتبادل من خلال ملاحظة تحركات الأسعار الماضية لسوق الأسهم الفردية، و تتناقض هذه الفلسفة بشدة مع افتراضات السوق الكفاء، و التي تذكر أن الأداء السابق ليس له تأثيرا على الأداء المستقبلي، أو قيم السوق، و هو يختلف عن التحليل الأساسي الذي يشمل اتخاذ القرارات الاستثمارية بناء على فحص المتغيرات الاقتصادية الأساسية و متغيرات المؤسسة و التي تؤدي إلى قيمة استثمار معين، و بعد ذلك يتم مقارنته بالسعر السائد في السوق لهذا الاستثمار (...)، فإن التحليل الفني يشمل البيانات السابقة للسوق مثل الأسعار و جدول التداول لتقدير السعر المستقبلي و إتخاذ القرار الاستثماري وفقا لذلك"⁽²⁾

و يعرف أيضا على "أنه مجموعة من الطرق التي تقترح استراتيجيات مفيدة ابتداء من معالجة المعلومات المتواصلة للأسعار في الماضي، إن هذه التقنيات تستعمل بشكل واسع لدى المهنيين في الأسواق المالية و لكنها تقابل بالرفض في العالم الجامعي والذي يعيب عليها غياب الجانب النظري و عدم الفعالية من الناحية التطبيقية"⁽³⁾

انطلاقا من التعاريف السابقة و إن اتفقت في نقاط و كملت بعضها في نقاط أخرى، فإن التحليل الفني عبارة عن مجموعة من التقنيات التي يستعملها المهنيون في الأسواق المالية للتنبؤ بحركة الأسعار، و تعتمد هذه التقنيات أساسا على حركة الأسعار في الماضي و كيفية تأثرها و استجابتها اتجاه كافة المتغيرات، و من ثمة محاولة إيجاد نمط أو منوال لهذه الحركة و بالتالي التنبؤ المسبق لما سوف تؤول إليه الأسعار و بالتالي اتخاذ القرار الاستثماري السليم، إلا أن هذه التقنيات لا تركز على قاعدة نظرية سليمة تجعل منها صالحة في كل مرة، فقد تتحرك الأسعار عكس ما تنبأ به

¹ : المرجع السابق، ص : 217.

² : د. طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص : 145.

⁽³⁾ : Jean-Laurent Viviani, Gestion de porte feuille, Edition DUNOD, Paris, 1997, P : 238.

المستثمر وهذا استنادا إلى قاعدة مفادها أن الأسعار في سوق رأس المال تتحرك عشوائيا (Processus Stochastique) و بالتالي هناك جزء من القرار الاستثماري مرتبط بالميل و التخمين الشخصي للمستثمر.

1- الافتراضات الأساسية للتحليل الفني :

بالرغم من الاختلاف بين المختصين في عدد الفروض التي يقوم عليها التحليل الفني، إلا أن معظمهم يتفقون على الفروض التي جاءت في دراسة شاملة قام بها روبرن ليفي عام 1966.⁽¹⁾ وهي:

1-1 إن القيمة السوقية للسهم تتخذ على أساس قوى العرض و الطلب؛

2-1 إن العرض و الطلب تحكمه عوامل عديدة بعضها رشيد و البعض الآخر غير رشيد، ومن بين تلك العوامل ما يدخل في نطاق اهتمام التحليل الأساسي و من بينها أيضا ما يتعد عن هذا النطاق مثل مزاج المستثمرين والتخمين و غيرها؛

3-1 يعطي السوق-آليا و بصفة مستمرة- وزنا لكل متغير من متغيرات التي تحكم العرض

و الطلب؛

4-1 أنه باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإن أسعار الأسهم

تميل إلى التحرك في اتجاه معين على ذلك فترة قصيرة من الوقت؛

5-1 إن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى التغير في العلاقة بين العرض

و الطلب، و إن التغير في تلك العلاقة مهما كانت أسبابه يمكن الوقوف عليه من خلال دراسة ما يجري داخل السوق نفسها.

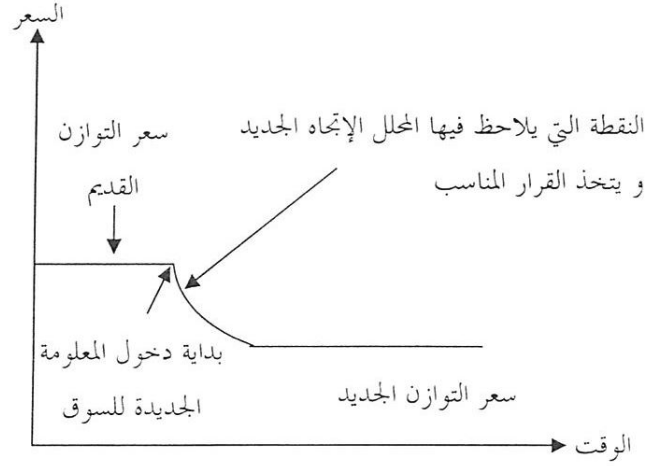
كما سبق و أن ذكرنا فإن التحليل الفني يتناقض و كفاءة السوق و هذا ما تبينه بعض الفروض السابقة الذكر، و إن كان الفرض الأول و الثاني مقبولين لدى الأغلبية كون أن سعر أي ورقة أو سلعة أو خدمة يتحدد بقوى العرض و الطلب والذين يتأثران بالعديد من العوامل، وإن كانت العوامل غير الرشيدة لا يمكن تحديدها و لا التحكم فيها بحكم طبيعتها الشخصية و الذاتية، بالإضافة إلى أن العوامل الرشيدة أو المنطقية هي التي يكون تأثيرها طويل الأجل.

و الاعتراض الأساسي والاختلاف الكبير يكمن في الفرض الرابع و ذلك عن سرعة تغير أسعار الأسهم حيث يحصل هذا التغير في فترة زمنية طويلة نسبيا، كون عند ورود معلومات

¹ : د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص : 258.

جديدة فإنها تنتقل أولاً من مديري المؤسسة ثم إلى المتعاملين الكبار ثم تأخذ طريقها إلى المستثمرين العاديين و هذا الانتقال يأخذ وقتاً طويلاً قبل أن يحدث التغير في أسعار لينتقل إلى سعر التوازن الجديد سواء بالصعود أو الهبوط و الشكل الموالي يوضح ذلك :

شكل رقم (03) : سرعة تغير أسعار الأسهم.



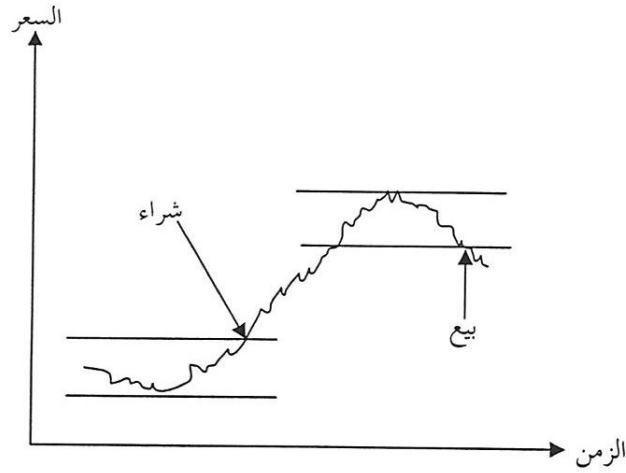
المصدر: د. طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 152

2- أدوات التحليل الفني :

هناك العديد من الأدوات التي تستعمل في التحليل الفني للتنبؤ بحركة الأسعار إلا أننا سنهتم بالأساليب الأكثر شيوعاً.

1-2 استراتيجية المصفاة (Stratégie de Filtre): هي أداة مفادها أنه في حالة غياب معلومات جديدة فإن السعر يتقلب حول سعر التوازن و في حالة انخفاض السعر هبوطاً أو نزولاً بصفة واضحة معناه أنه وردت معلومة هامة إلى السوق، و بالتالي يجب الشراء عندما يرتفع السعر والبيع عندما ينخفض، و لكن المشكل في هذه الطريقة هو عرض المصفاة أي ما هو الحد الذي يسمح 'تقلب السعر حول سعر التوازن؟ إلا أنه كلما زاد عرض المصفاة كلما كانت عمليات الشراء و البيع قليلة متأخرة كما هو موضح في الشكل التالي:

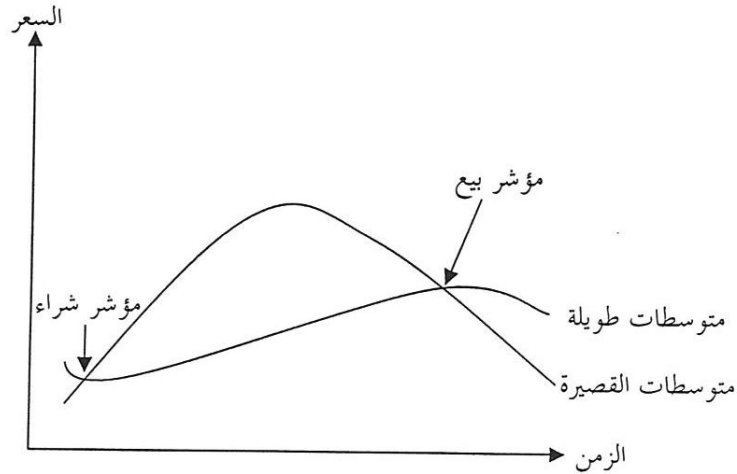
شكل رقم (04) : إستراتيجية المصفاة.



Source : Jean-Laurent Viviani, OP, Cit, P : 239.

2-2 المتوسطات المتحركة : الغرض من حساب المتوسطات المتحركة هو إزالة التقلبات الطفيفة التي تعطي مؤشرات خاطئة، و هي تقنية الشراء عندما يقطع منحنى المتوسطات القصيرة (01-10 أيام) منحنى المتوسطات المتحركة الطويلة من الأسفل و تقنية البيع عندما يقطع منحنى المتوسطات القصيرة منحنى المتوسطات المتحركة من الأعلى كما يوضح الشكل الموالي :

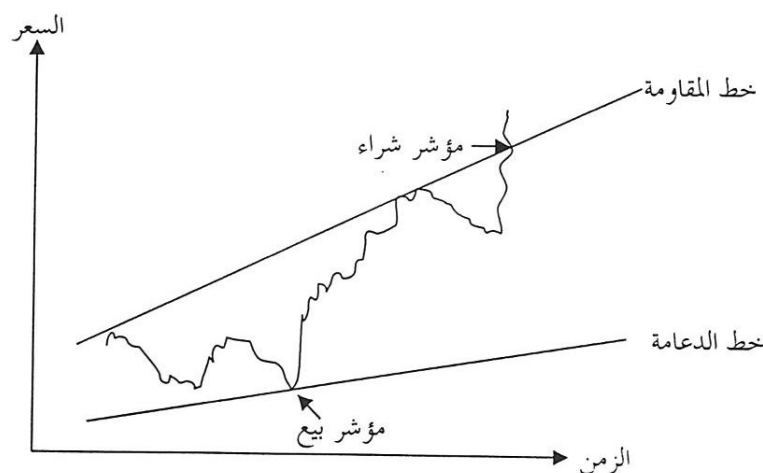
شكل رقم (05) : المتوسطات المتحركة.



Source : Jean -Laurent, Viviani, OP, Cit, P : 235.

2-3 خطوط الدعامة و المقاومة : تنشأ المؤشرات في هذه التقنية عندما تتحرك الأسعار إلى مستويات قياسية ارتفاعا أو هبوطا، حيث ينشأ مؤشر الشراء عندما يخترق السعر خط المقاومة، وحين يخترق السعر خط الدعامة يعبر عن مؤشر بيع كما هو موضح في الشكل التالي :

شكل رقم (06) : خطوط الدعامات والمقاومة.



Source : Jean –Laurent, Viviani, OP, Cit, P : 240.

4-2 استراتيجيات القوة النسبية : القوة النسبية هو المدخل الإحصائي الأكثر شيوعاً في التحليل الفني، و من الاستراتيجيات نجد (Le Momentum) و هو مؤشر يقيس سرعة هبوط أو سرعة صعود الأسعار مقارنة بتحركات السوق ككل و يحسب من خلال مقارنة آخر سعر بسعر ماضي (عموماً 05 أيام) و يعطي بالعلاقة: ⁽¹⁾

$$M_5 = P_t - P_{t-5}$$

حيث:

Le Momentum : M_5

P_t : السعر في الزمن t .

P_{t-5} : السعر في الزمن $t-5$.

في حالة M_5 مرتفع فهو عبارة عن مؤشر شراء و عندما ينخفض فهو مؤشر بيع.

هناك علاقات تدخل ضمن استراتيجيات القوة النسبية كحاصل قسمة سعر السهم مع متوسط الصناعة و غيرها.

¹ : Jean –Laurent, Viviani, OP, Cit., P : 241.

المطلب الثالث : مقارنة التحليل الفني و الأساسي

1- الهدف المشترك للتحليل الفني و الأساسي :

هناك طريقتان مختلفتان لتحليل الأوراق المالية، فطريقة التحليل الأساسي التي تشمل تحليل متغيرات أساسية تعيش فيها المؤسسة، ابتداءً بالمتغيرات الاقتصادية العامة مروراً بمتغيرات الصناعة وإلى متغيرات تخص المؤسسة نفسها، كل هذه المتغيرات تؤثر على القيمة المستقبلية للمؤسسة في حيث يتجاهل هذا التحليل التقلبات القصيرة الأجل التي تطرأ على السعر السوقي للأوراق المالية باستمرار، و بالعكس فإن التحليل الفني يتجاهل عوامل أساسية كثيرة تدخل في تحديد القيمة الحقيقية لأي ورقة مالية، في حين يركز التحليل الفني على تحرك الأسعار في الماضي و منه التنبؤ بما ستؤول إليه الأسعار في المستقبل من خلال الأداء و إحجام التداول و تدفقات الأموال و ميول المستثمرين.

و هكذا تعمل كل من الطريقتين إلى تحقيق هدف واحد هو الإجابة على سؤاليين مهمين وحل المشاكل التي تواجه كل المستثمرين و هي:

- ما هي الأوراق المالية التي يشتريها أو يبيعها؟ Quel ?

- ما هو التوقيت المناسب للقيام بذلك ؟ Quand ?

2- أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي و التحليل الفني:

الجدول التالي يلخص بمجمل الاختلافات بين التحليل الفني و الأساسي :

جدول رقم (03): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي و الفني.

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
1- المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة و ظروف الصناعة و ظروف المنشأة	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية و حجم التداول و غيرها)
2- الهدف	- تقييم العوائد و المخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار و الإقراض. - تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظة المستثمر.	دراسة متغيرات السوق في الماضي و الدورات و ذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
3- الافتراضات	1- إن سوق رأس المال كفئ على الأقل في شكله الضعيف. 2- يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع	1- تتخذ القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض و الطلب. 2- العوامل التي تحكم العرض و الطلب بعضها

	في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.	منطقي و البعض الآخر غير منطقي. 3- أن السوق أفضل متنبأ لنفسه. 4- أن التحرك من سعر التوازن لآخر يستغرق بعض الوقت. 5- أن سوق رأس المال غير كفؤة
4- مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	1- عوامل اقتصادية عامة مثل الناتج الوطني، أسعار الفائدة، الصرف، النفقات الرأسمالية. 2- عوامل متعلقة بالصناعة: مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة المنافسة، الجوانب الاقتصادية و التكنولوجية. 3- عوامل متعلقة بالمؤسسة مثل : القوائم المالية، تقارير مجلس الإدارة، تقارير مراقب الحسابات و الملاحظات.	عوامل السوق نفسها مثل : أسعار الأوراق المالية، حجم التداول، عدد الصفقات و حجمها، سلوك المستثمرين، عمليات البيع على المكشوف، التوقيت الزمني، اتساع السوق، الجو النفسي.
5- أدوات التحليل الرئيسية	1- المؤشرات الاقتصادية العامة. 2- دورة حياة الصناعة. 3- التنبؤ بحالات النمو. 4- تحليل ظروف المنافسة. 5- تحليل التطورات التكنولوجية. 6- القوائم المالية. 7- تحليل السلاسل الزمنية. 8- التحليل الرأسي للقوائم المالية. 9- تحليل النسب. 10- تحليلات خاصة.	1- مؤشرات ميل المستثمرين (نفيسة) 2- مؤشرات تدفقات الأموال. 3- مؤشرات هيكل السوق.
6- حدود استخدامها	1- تحتاج إلى جهد و تكلفة أكبر نسبيا مقارنة بالتحليل الفني. 2- توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي يعدها المؤسسة. 3- صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.	1- وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب. 2- يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ. 3- تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى التطوير لتناسب الظروف البنية المتغيرة.

المصدر : د. طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص-ص: 253-255.

المبحث الثالث : التحليل الأساسي و تغيرات أسعار الأوراق المالية.

في هذا المبحث ستعتمد على مدخل من الأعلى إلى الأسفل أي سندرس كيفية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية ابتداء من تحليل الظروف الاقتصادية العامة ثم تحليل ظروف الصناعة وأخيرا تحليل ظروف المؤسسة من خلال المطالب التالية.

- **المطلب الأول :** تحليل الظروف الاقتصادية؛

- **المطلب الثاني :** تحليل ظروف الصناعة؛

- **المطلب الثالث :** تحليل ظروف المؤسسة.

المطلب الأول : تحليل الظروف الاقتصادية :

ستتم دراسة و تحليل الظروف الاقتصادية من خلال العناصر التالية :

1- الناتج المحلي الإجمالي :

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات الاقتصادية التي تعطي و بشكل واضح الحالة التي يمر بها الاقتصاد و يعبر على مدى انتعاش أو انكماش الاقتصاد "و الذي يهمنا هو معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي حيث أن زيادة 01% في هذا المعدل قد تؤدي إلى معدل نمو 10 % لصالح المؤسسات الوطنية"⁽¹⁾

"كذلك يشير "بيرس ورولي" (Pearce & Roley) إلى أن تأثير التقارير عن حجم الناتج القومي يمكن أن يكون لها تأثير إيجابي، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي (Real Economic Activity) يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم و تؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها"⁽²⁾

والجدول الموالي يوضح أثر نمو الناتج المحلي الفعلي لبعض الدول الواعدة على العائد السوقي للسهم في عام 1995.

¹ : Anne Emmanuelle, Dognon Remy, Investir en Bourse avec les clubs d'investissement, Paris, Edition DUNOD 2001, P . 93.

² : د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 166.

جدول رقم (04): تأثير الناتج المحلي الفعلي على عائد الأسهم.

العائد السوقي للسهم عام 1995.			
الدولة	معدل نمو إجمالي الناتج المحلي	بالعملة المحلية	بالدولار
هونج كونج	+ 4.5	+ 19.7	+ 19.8
اندونيسيا	+ 6.8	+ 5.1	+ 1
ماليزيا	+ 8.8	+ 1.3	+ 1.7
سنغافورة	+ 9	+ 1.7	+ 1.4
المكسيك	+ 8.4	+ 5.3	+ 3.7
تركيا	+ 9.5	+ 48.5	+ 1.3

المصدر: د. عبد الغفار حنفي، المرجع السابق، ص 258.

نلاحظ من الجدول السابق أن كل زيادة في معدل نمو إجمالي الناتج المحلي يصاحبها زيادة في العائد السوقي للسهم، أي زيادة الطلب عليه، و من هنا نلمس التأثير الكبير لهذا المؤشر على المؤسسة و القيمة السوقية لأسهمها. لذا يجب دراسته على مدى السنوات الماضية و محاولة التنبؤ بقيمة نموه في المستقبل.

2- السياسة النقدية:

يقصد بالسياسة النقدية الأهداف التي يضعها البنك المركزي لتحقيق الاستقرار في الاقتصاد و تحقيق العمالة الكاملة " و يسعى البنك المركزي إلى تحقيق تلك الأهداف الاقتصادية من خلال تنظيم عملية تقديم الائتمان والنقود و الائتمان للمساعدة في رفع مستوى الدخل و العمالة فإنه يتبع سياسة نقدية "هينة" أما عندما يرغب في تقليص المعروض من النقود و الائتمان للمساعدة في مواجهة التضخم فإنه يتبع سياسة نقدية صارمة"⁽¹⁾.

ويوجد لدى البنك المركزي أكثر من طريقة للتأثير على العروض، و تعمل هذه الطرق بشكل أساسي على تقييد قدرة البنوك التجارية على منح القروض منة خلال:

¹ : د. طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص-ص : 11-12.

1-2 نسبة الاحتياطات : يجب على البنوك التجارية أن تحتفظ باحتياطات إجبارية تعد ضمانا على الودائع التي تحصل عليها و يحدد البنك المركزي النسبة المئوية التي تحتفظ بها مقابل تلك الودائع حيث :

- زيادة في نسبة الاحتياطات تؤدي إلى نقص الاقتراض، و بالتالي نقص في المعروض من النقود؛

- انخفاض في نسبة الاحتياطات تؤدي إلى زيادة الاقتراض، و بالتالي زيادة في المعروض من النقود.

2-2 سعر الخصم : هو سعر الفائدة الذي يقدم به البنك المركزي القروض إلى البنوك التجارية.

- زيادة في سعر الخصم تؤدي إلى انخفاض نسبة الاقتراض، و بالتالي انخفاض المعروض من النقود؛

- انخفاض في سعر الخصم تؤدي إلى زيادة في نسبة الاقتراض، و بالتالي زيادة المعروض من النقود.

2-3 عمليات السوق المفتوحة : و يقصد بها "شراء أو بيع الأوراق الحكومية (وخاصة أذون الخزينة) من قبل البنك المركزي، حيث يتمكن البنك المركزي من خلال شراء و بيع تلك الأوراق المالية من تغيير المعروض من النقود المتداولة و احتياطات البنوك التجارية، و يجوز للبنك المركزي شراء و بيع الأوراق المالية في أي وقت و بأي كمية، و من ثم فإنه يستطيع أن يؤثر على كمية وسائل الدفع (أي المعروض من النقود) و الائتمان وقت ما شاء"⁽¹⁾ و من هنا نلمس تأثيرين لسياسة البنك المركزي هما :

أ- التأثير الأول: عندما يشتري البنك المركزي أوراقا مالية حكومية فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع أسعار تلك الأوراق، فيؤدي ذلك إلى تحول المستثمرين إلى شراء الأوراق المالية للشركات مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار و بالتالي انخفاض عوائدها.

و يحدث عكس ذلك عندما يبيع البنك المركزي الأوراق الحكومية حيث يعمل ذلك على خفض أسعارها و زيادة أسعار الفائدة، مما يؤدي إلى تحول المستثمرين إلى شراء الأوراق المالية

¹ : المرجع السابق، ص : 13.

الحكومية و بالتالي انخفاض أسعار الأوراق المالية للشركات فيؤثر ذلك على أسعارها بالانخفاض وعوائدها بالزيادة.

ب- التأثير الثاني: إن كل أصول و استثمارات المؤسسة يجب تمويلها من خلال مصادر التمويل وهذا قد يؤثر على تكلفة التمويل للمؤسسة، فالتشديد في منح القروض يرفع من تكلفة التمويل و بالتالي تتأثر الأرباح سلبا مما يؤثر سلبا كذلك على أسعار الأوراق المالية للمؤسسة، بالإضافة إلى كون الصرامة في منح القروض قد يؤدي بالأفراد إلى طلب عوائد أكبر على استثمارات حقوق الملكية لأن لهم البديل في توظيف أموالهم في أدوات الدين.

و عليه، فعلى المستثمر معرفة السياسة النقدية التي ينتهجها البنك المركزي، و يمكن معرفة ذلك من خلال معرفته تغيرات الاحتياطي النقدي للدولة و احتياطات البنوك وذلك من خلال تصريحات البنك المركزي أو من الصحف المختصة.

3- السياسة المالية:

إن للسياسة المالية التي تتمثل أساسا في وسائل التمويل و الإنفاق الحكومي أي الإيرادات والنفقات، حيث تعد الجباية القسم الأكبر من الإيرادات كما هو الحال بالنسبة للجزائر ودول أخرى، و منه سنركز في هذه النقطة على كيفية تأثير أسعار الأوراق المالية بالسياسة المالية: إذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المؤسسات فإن هذا من شأنه أن يترك أثرا إيجابيا على أرباحها الصافية و هو ما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة.

"غير أن لتخفيض الضريبة آثاره السلبية التي تتمثل في نقص موارد موازنة الدولة، مما يضطر الحكومة إلى اللجوء إلى التمويل بالعجز (Deficit Financing) أي إصدار المزيد من أوراق البنكنوت، و هو ما يتسبب عادة في حدوث التضخم وتأمل الحكومة أن يكون التأثير الإيجابي لتخفيض الضريبة و المتمثل في زيادة أرباح المنشآت أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح و الناجم عن حدوث تضخم، وإذا ما حدث ذلك تكون النتيجة المتوقعة هي اتجاه صعودي في حركة أسعار الأسهم، أما إذا حدث العكس وكانت الآثار سلبية لتخفيض معدل الضريبة أكبر من تأثيرها الإيجابي حينئذ يتوقع أن تتجه الأسعار نحو الهبوط".⁽¹⁾

¹ : د. منير إبراهيم هدي، مرجع سابق، ص : 162.

كما يجب على المحلل الأساسي الانتباه إلى الإعفاءات التي تستفيد منها بعض المؤسسات، فهناك مؤسسات تحصل على إعفاءات لأنها تعمل من مناطق جغرافية معينة أو أخرى تستفيد من إعفاءات لأنها تعمل في صناعات معينة تريد الدولة تطويرها، هذه الإعفاءات يترتب عنها زيادة أرباح هذه المؤسسات و بالتالي زيادة التوزيعات التي تقدمها و بالتالي تتجه أسهم هذه المؤسسات إلى الارتفاع.

و عليه، فعلى المستثمر أو المحلل الأساسي كما هو الحال بالنسبة للسياسة النقدية أن يتوقع التغيرات التي تطرأ على السياسة المالية و بالتالي يتخذ خطوات مبكرة تمكنه من تحقيق أرباح، لهذا الغرض على المحلل أن يهتم اهتماما كبيرا بسياسات البنك المركزي و الحكومة و طبيعة المسؤولين واتجاهاتهم السياسية والاقتصادية.

4- أسعار الفائدة:

هناك أوراق مالية كالسندات طويلة الأجل، و الأسهم الممتازة لبعض المؤسسات كمؤسسات المرافق العامة، تتأثر بالتغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة، فعند ارتفاع هذه الأخيرة يصبح الاستثمار في الأدوات ذات العائد الثابت كالسندات غير جذاب، لأن المستثمر يقوم ببيع ما لديه من سندات و يوظف أمواله في الأوعية الاستثمارية التي يزداد تدفق دخلها مع مستوى أسعار الفائدة و هذا ما يدفع أسعار السندات و الأوراق المالية من نفس النوع إلى الانخفاض.

و نفس التأثير نجده فيما يخص الأسهم العادية للبنوك و المؤسسات التي تنتج السلع المعمرة، فبالنسبة للبنوك عند ارتفاع أسعار الفائدة يزيد من تكلفة الأموال التي يحصل عليها المودعين مما يؤثر سلبا على أرباحها و بالتالي انخفاض أسعار أسهمها، و هذا ينطبق على شركات المرافق العامة كشركات الإسكان، ففي حالة ارتفاع أسعار الفائدة فإن مستهلكي هذه السلع يؤجلون الشراء حتى تعود الأسعار إلى الانخفاض و بالتالي فإن هذه الشركات تتأثر نتيجة لتأثر مبيعاتها و بالتالي تنخفض أسعار أسهمها.

5- التضخم:

نعني بالتضخم ارتفاعا مستمرا في المستوى العام للأسعار ويحدث هذا عندما يكون مستوى الطلب العام على السلع و الخدمات أكبر من الطاقة الإنتاجية، ولعل تقارير معدل التضخم لها أثر

على أسعار الأوراق المالية، فعند ارتفاع هذا المعدل فإنه يؤثر على أسعار الفائدة بالارتفاع و بالتالي على المستثمر أن يتجنب الأوراق المالية الحساسة لأسعار الفائدة.

"فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على تلك الأسعار و ذلك لسببين أحدهما مباشر و الآخر غير مباشر (Pearce & Roley):

السبب المباشر يتمثل في أن التقارير تحمل في طياتها المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، و هو ما يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية، و انخفاض قيمتها السوقية بالتبعية.

أما السبب غير المباشر فمرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلاً من تكلفة إحلالها، في فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك على انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة و انخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية"⁽¹⁾

بصفة عامة تعتبر النقاط السابقة أهم العوامل الاقتصادية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، حيث نلاحظ أن هناك ارتباط بين هذه العوامل خاصة و بين السياسة النقدية و أسعار الفائدة و بين أسعار الفائدة و معدلات التضخم.

المطلب الثاني: تحليل ظروف الصناعة.

يدرك المحللون الأساسيون أهمية تحليل ظروف الصناعة في معرفة الفرص الاستثمارية المربحة و عادة ما تتم دراسة ظروف الصناعة للإجابة على بعض الأسئلة أهمها :

- هل هناك اختلاف في العوائد بين مختلف الصناعات؟
 - هل يستمر تقديم معدلات عائد مرتفعة لصناعة ما لفترة زمنية معينة؟
 - هل يستمر الأداء الجيد لمؤسسة داخل صناعة معينة مع مرور الزمن؟
 - هل يوجد اختلاف في درجة المخاطرة بين الشركات في نفس الصناعة و بين الصناعات داخل الاقتصاد، و هل تتغير هذه الدرجة مع مرور الزمن؟
- للإجابة عن هذه الأسئلة يجب على المحلل الأساسي أن يقوم بتعريف الصناعة و تصنيفها و يختار الأدوات المناسبة لتحليل ظروفها.

¹ المرجع 11، ص 165-166

1- **التعريف بالصناعة:** التعريف بالصناعة عادة ما يكون بتعريف المنتج الذي تقدمه كالصناعات الغذائية أو الصناعات التحويلية و غيرها، لكن مع التطور الذي يشهده العالم و التنوع الكبير في الإنتاج أصبح من الصعب إعطاء تعريف بالصناعة على أساس المنتج لهذا فعلى المحلل الأساسي أن يعطي مفهوما للصناعة على أساس هدف التحليل.

2- **تصنيف الصناعة :** بعد التعريف بالصناعة يجب على المحلل الأساسي تصنيفها و التصنيف الأكثر شيوعا هو الذي يصنفها إلى صناعات متنامية، صناعات مربحة بالدورات، صناعات دفاعية و صناعات متدهورة.

1-2 **الصناعات المتنامية :** هي تلك الصناعات التي معدل نموها يتطور بوتيرة أكبر من تطور نمو الاقتصاد كالصناعات الالكترونية و الحاسوب و الصناعات المرتبطة بالهندسة الوراثية.

2-2 **الصناعات المرتبطة بالدورات :** هي التي تتأثر بحالة الاقتصاد الوطني فهي تزدهر في فترات انتعاش الاقتصاد و تنخفض مع حالات الكساد، و عموما هي صناعات المنتجات المعمرة كصناعة السيارات و الإسكان.

3-2 **الصناعة الدفاعية :** و هي الصناعات التي تزدهر مع ازدهار الاقتصاد و تنكمش بمعدل أقل في فترات الكساد و الانكماش، و من الأمثلة عن الصناعات الدفاعية نجد صناعات الأغذية و صناعات الدواء و غيرها.

4-2 **الصناعات المتدهورة :** و هي الصناعات التي يكون معدل نموها أقل من معدل نمو الاقتصاد ككل مثل الصناعات التقليدية و الحرفية كصناعة الأواني النحاسية.

3- **اعتبارات تحليل ظروف الصناعة :** هناك اعتبارات يجب على المحلل الأساسي أن يضعها نصب عينيه ويدركها إدراكا تاما هي :

1-3 **ظروف المنافسة :** يقصد بها المنافسة في المستقبل داخل الصناعة، و إمكانية دخول منافسين جدد و هل توجد موانع أو حواجز لدخول الصناعة أم لا؟

هناك ثلاثة موانع رئيسية هي : تمييز منتجات الصناعة، و مزايا مطلقة في التكاليف، و مزايا الحجم الكبير، و على المحلل الأساسي أن يدرس خطر السلع البديلة.

2-3 **حجم العرض و حجم الطلب :** على المحلل الأساسي أن يقدر حجم كل من العرض و الطلب على منتجات الصناعة حيث، أن المعلومات المتحصل عليها تمكنه من معرفة هل أن

الصناعة قادرة على تغطية هذه الزيادة في الطلب أم لا، ففي حالة عدم القدرة على تغطية الزيادة في الطلب فهو مؤشر على دخول منافسين جدد، و بالتالي زيادة العرض الذي يؤثر سلبا على ربحية المؤسسة وعلى أسهمها بالتبعية.

3-3 تأثير اللوائح الحكومية : يقصد بها الشروط التي تضعها الحكومة أو تفرضها على نوع معين من الصناعات، و يختلف هذا التدخل حسب أهمية الصناعة، ففي صناعة الكهرباء و الغاز مثلا تضع الدولة حدا للأسعار مما يؤثر سلبا على ربحية المؤسسات التي تعمل في هذه الصناعة بصفة خاصة، و تحد من نمو الصناعة عامة إلا أنه يوجد جانب إيجابي للتدخل الحكومي يكمن في أن الحكومة قد تمنح مساعدات مالية لهذه المؤسسات أو خصم ضريبي، لذا على المحلل الأساسي أن يهتم بكل هذه الجوانب و يقارن ما تحصل عليه الصناعة من امتيازات و ما تقدمه من تنازلات و أثر ذلك على أداء المؤسسات و أسعار أسهمها.

4- أدوات تحليل ظروف الصناعة :

إن الأدوات الأكثر شيوعا هي دورة حياة الصناعة، و التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة والتنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة.

4-1 دورة حياة الصناعة : تعبر دورة حياة الصناعة عن المراحل التي تمر بها الصناعة منذ نشأتها إلى زوالها أو استمرارها، و لعل هناك تشابه بين مراحل حياة المنتج و حياة الصناعة وهي لدى أغلب الاقتصاديين أربع مراحل :

أ- مرحلة الظهور (الانطلاق): هي مرحلة ظهور منتج جديد أو صناعة جديدة، و تتميز هذه المرحلة بقلّة المبيعات و ذلك لعدم التأكد بشأن المنتج من حيث إدخال التحسينات كما تتميز بقلّة الأرباح ذلك لما يصحب هذه المرحلة من حملات إعلانية للتعريف بالمنتج و رغم قلّة المنافسة في هذه المرحلة إلا أنه قد تحقق المؤسسة خسائر.

ب- مرحلة النمو السريع: تتميز هذه المرحلة بزيادة حجم المبيعات و تزداد معه الأرباح، كما تتميز هذه المرحلة بأن معدل نموها أكبر من معدل نمو الاقتصاد، وفي نهاية هذه المرحلة تتسم بدخول منافسين جدد مما يؤدي إلى التشبع النسبي للسوق.

ج- مرحلة النضج: تتسم هذه المرحلة بمعدل نمو لا يتجاوز معدل نمو الاقتصاد، كما تتميز باشتداد المنافسة السعرية مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح كما يتوفر للصناعة قدر كبير من السيولة.

د- مرحلة الاستمرار أو الزوال: تتميز هذه المرحلة باستقرار عدد الوحدات المباعة، كما تتميز هذه المرحلة بمعدل نمو أقل من معدل نمو الاقتصاد، و في هذه المرحلة هناك صناعات تزول كون منتجاتها تتعرض للتقادم.

و عليه، على المحلل الأساسي أن يعرف المراحل التي تمر بها الصناعة المراد دراستها، ومن الواضح أن الاستثمار في المرحلة الأولى و الأخيرة محفوف بالمخاطر حيث تكون العوائد قليلة مما يؤثر سلبا على أسعار الأوراق المالية للمؤسسات التي توجد في هاتين المرحلتين.

2-4 التنبؤ بالطلب على الصناعة : حيث تستعمل طرق رياضية و أخرى بيانية للتنبؤ بالطلب على المنتجات ابتداء من الطلب في السنوات الماضية، ومن أهم الطرق الرياضية و أكثرها استعمالا الانحدار المتعدد الذي يعطي لنا العلاقة بين المبيعات (المتغير التابع) بجملة من العوامل (المتغيرات المستقلة) كالسعر والدخل و غيرها.

3-4 التنبؤ بربحية الصناعة: كما هو الحال بالنسبة للتنبؤ بالطلب على المنتجات فالتنبؤ بمستقبل الربحية يكون من خلال تحليل الانحدار أو الرسوم البيانية، لكن لابد من توافر البيانات التاريخية فيما يخص ربحية الصناعة.

المطلب الثالث : تحليل ظروف المؤسسة.

تعتبر مرحلة تحليل ظروف المؤسسة أهم مرحلة في التحليل الأساسي، لذا فإن الكثير من المحللين الأساسيين يولونها أهمية كبيرة.

1- أهمية المعلومات :

تعتبر المعلومات عصب القرارات الاستثمارات فبدونها تعتبر كل القرارات عشوائية قد تؤدي بصاحبها إلى نتائج سلبية وتأتي هذه الأهمية للعلاقة الموجودة بين المنافع التي يتحصل عليها أصحاب رأس المال و المخاطر التي يتعرضون لها، فأصحاب الأسهم العادية في حالة تحقق ربح يحصلون على مستحقاتهم بعد تسديد فوائد القروض والأسهم الممتازة وفي حالة الإفلاس يكونون

أول من يتحمل الخسارة، لذلك تكون الحاجة للمعلومة ملحة لأصحاب حقوق الملكية خاصة الوضع المالي و هيكل رأس المال، لذا على المؤسسة المدرجة في البورصة أن تفصح عن المعلومات (*) حين يعد الإفصاح الكافي أهم المبادئ لإعداد القوائم المالية، و ذلك على أن يشمل إعداد القوائم المالية ملاحظات ومعلومات إضافية لتجنب التضليل و لعل أهم الجوانب التي يتم الإفصاح عنها السياسات و المبادئ و الطرق المحاسبية المستعملة في إعداد القوائم الأطراف والصفقات الهامة والأحداث المستقبلية بإضافة الالتزامات المحتملة.

وعلى المحلل الأساسي أن يحاول الحصول على هذه المعلومات من المصادر التالية:

- التقارير المالية المختلفة للمؤسسة (السوية، و ربع سنوية)؛
- تصريحات مسؤولو المؤسسة؛
- البيانات التي تنشرها الصحف المختصة؛
- تقارير و تحليلات مؤسسات الخدمات الاستثمارية كبيوت السمسة.

2- أدوات تحليل ظروف المؤسسة :

2-1 تحليل القوائم المالية : يهتم المحلل الأساسي عادة بنوعين من القوائم المالية الميزانية وقائمة الدخل، حيث يهدف تحليل هاتين القائمتين إلى مقارنة هذه القوائم من عام إلى آخر ودراسة التغير و أثره على المؤسسة، كما تتم مقارنة بنود الميزانية ذاتها سواء بقيم مطلقة أو نسب مئوية كما ينبغي مقارنة القيم المتحصل عليها مع متوسط الصناعة أو مع المؤسسات الرائدة في الصناعة و لكي يكون التحليل أكثر دقة فيمكن الاعتماد على عدد أكبر من السنوات حتى يكون لها اتجاهها معنا باستخدام السلاسل الزمنية والأرقام القياسية، حيث يمكن عرض هذه الأرقام بطريقة سهلة للفهم.

2-2 النسب المالية: و تعتبر النسب المالية أكثر أدوات التحليل استعمالا و تصنف هذه

الأدوات إلى خمس مجموعات: (1)

(*) : تجد في الملحق (01) المعلومات التي تم الإفصاح عنها في البورصات العالمية.

¹ : Stéphane Griffiths, Gestion financière, Edition CHIHAB- EYROLLES, Alger, 1996. P 69.

أ- نسب السيولة: و تقيس قدرة المؤسسة على أداء الالتزامات قصيرة الأجل باستعمال النقدية أو الأصول المتداولة، وتعتبر هذه النسب مؤشرا على إمكانية الإفلاس في حالة عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بهذه الالتزامات و من أهم هذه النسب نسبة التداول و نسبة التداول السريع.

ب- نسب الاقتراض: وهي النسب التي تقيس درجة المديونية و مدى اعتماد المؤسسة على الأموال المقترضة في تمويل احتياجاتها وعلى المحلل الأساسي أن يدرس الجوانب الإيجابية والسلبية لزيادة هذه النسبة، لأن كما هو معروف أن الأموال المقترضة أقل تكلفة مقارنة بالمصاريف الأخرى نظرا للوفرات الضريبية التي تمنحها وهو الجانب الإيجابي، كما أنها تزيد من خطر الإفلاس و هو الجانب السلبي و من أهم هذه النسب نسبة القروض إلى الأصول و نسبة القروض إلى حقوق الملكية.

ج- نسب التغطية: هي النسب التي تقيس مدى قدرة المؤسسة على تغطية التكاليف الثابتة بصفة عامة و تغطية فوائد القروض بصفة خاصة، وهي كذلك مؤشر مهم للإفلاس التي قد تتعرض لها و من أهمها معدل تغطية الفوائد و معدل تغطية التكاليف الثابتة.

د- نسب النشاط: تقيس كفاءة إدارة الأصول أي الاستفادة من الأصول بصورة فعالة، ومنه فعدم الاستعمال الكامل لأصول المؤسسة من شأنه أن يضيع فرص بيع و التي تؤثر سلبا على ربحية المؤسسة و بالتالي القيمة السوقية لأسهمها ومن أهم نسب النشاط نجد معدل دوران المخزون ومعدل دوران الأصول المتداولة.

هـ- نسب الربحية: تقيس قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح جراء المبيعات و كذلك تقيس الأرباح على كل دينار مستثمر ومنه فنسب الربحية تعد مقياسا على كفاءة الإدارة في التحكم بالتكاليف و من أهم نسب الربحية الهامش المحمل للربح، هامش صافي ربح العمليات والقوة الإيرادية.

2-3 تحليل العائد: يعد تحليل العائد أمرا بالغ الأهمية لارتباطه المباشر بالاستثمار في الأسهم

و يتم دراسة العائد و تحليله من خلال:

أ- ربحية السهم:

تعد ربحية السهم من أهم النسب التي تقيس العائد و تحسب بالعلاقة: (1)

¹ . Didier Vltrac, Tout savoir sur la bourse, Edition GUALINO, 2001, P : 181.

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم}}$$

هذا في رأسمال بسيط، ففي حالات أخرى يتكون رأس المال فيها من أسهم ممتازة، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم وغيرها وكلها أوراق لها نصيب من الأرباح حالها حال الأسهم العادية، إذن ففي وجود هذه الأوراق فإن ربحية السهم ستخفض و ذلك لزيادة في عدد الأسهم (Diluted EPS)

و يرى "Didier Vitrac" بأنه على المحلل الأساسي أن يتنبه إلى الزيادة المحتملة في عدد الأسهم و تأثيرها السلبي على ربحية السهم و يعد الحالات التي يزداد بها عدد الأسهم إلى :

- زيادة رأس المال: و ذلك نتيجة لإصدار أسهم جديدة التي لها الحق في التوزيعات خاصة في حالة عدم زيادة الأرباح لما يوافق الزيادة في رأس المال.

- وجود سندات قابلة للتحويل: تتأثر ربحية السهم عندما يقوم أصحاب السندات بتحويلها إلى أسهم مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم و بالتالي تتأثر ربحية السهم، كما أنه قد يكون لهذه العملية أثر إيجابي كون أن التحول من السندات إلى الأسهم معناه تحول ديون المؤسسة إلى أموال خاصة و بالتالي لا يترتب عليها مصاريف مالية (فوائد السندات) و هذا يؤدي إلى زيادة الأرباح.

- وجود صكوك الاكتتاب و الخيارات: و هي أوراق لها نفس التأثير مثل السندات القابلة للتحويل حيث أن صكوك الاكتتاب تعطي لحاملها الحق في الاكتتاب في أسهم جديدة، أما الخيارات فعادة ما تمنح لمديري المؤسسة و في حالة ممارستهم لحقهم فسيؤدي إلى زيادة عدد الأسهم و بالتالي انخفاض قيمة ربحية السهم⁽¹⁾

كما أنه توجد حالات تزداد بها ربحية السهم آليا مثل زيادة في صافي الأرباح بنسبة أكبر من زيادة عدد الأسهم، أو حالة شراء المؤسسة لأسهمها مما يؤدي إلى تقلص عدد الأسهم المكونة لرأس المال.

¹ : Ibid, P : 183.

و منه فعلى المحلل الأساسي أو المستثمر أن يتنبأ بالوقت الذي قد تقوم به المؤسسة أو أصحاب هذه الأوراق بممارسة حقهم.

ب- مضاعف الربحية

يعتبر مضاعف الربحية $PER^{(*)}$ أحد المؤشرات قيمة المؤسسة و هو يقيس عدد المرات التي يمكن من خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم بواسطة ربحية السهم، وتستخدم هذه الأداة في المقارنة بين مختلف الأسهم، القطاعات الاقتصادية و حتى الأسواق المالية و يعطى بالعلاقة: ⁽¹⁾

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

حيث يعتبر PER مرتفع بصفة عامة عن فرصة للبيع، في حين أن الاعتماد على PER كوسيلة وحيدة للاستثمار استراتيجية مخفوفة بالمخاطر حيث:

- يتأثر PER بشكل كبير بمستوى الأرباح المعلنة و التي يمكن للمؤسسة أن تتحكم فيها.
- إهماله لدرجة المخاطرة التي تنتمي إليها المؤسسة.
- السعر السوقي عادة ما يعكس معلومات متاحة لكافة المستثمرين، أي استبعاد تحقيق أي عوائد غير عادية.

و الجدول التالي يلخص العوامل التي يتأثر بها PER:

¹ : Ibid, P : 190.

* : Price to Earning Ratio

جدول رقم (05) : العوامل التي يتأثر بها PER

العوامل	التأثير على PER
- نتائج ثانية	تأثير سلبي
- نتائج متصاعدة	تأثير إيجابي
- قطاع في انكماش	تأثير سلبي
- قطاع في نمو	تأثير إيجابي
- معلومات ذات مصداقية و خبرة	تأثير إيجابي
- معلومات عشوائية	تأثير سلبي
- هيكلية ميزانية واضحة	تأثير إيجابي
- هيكلية مختلة	تأثير سلبي
- سرعة التداول في البورصة	تأثير إيجابي

Source : Didier Vitrac, OP, Cit., P : 193.

- و نظرا لحساسية هذا المؤشر فعلى المستثمر الرشيد أن يقارنه بـ :⁽¹⁾
- مقارنة مضاعف السعر بمتوسط المضاعف في القطاع الذي تنتمي المؤسسة؛
 - مقارنة مضاعف السعر بمتوسط المضاعف في السوق؛
 - مقارنة المضاعف بالمضاعف المتوقع في ضوء احتمالات النمو المستقبلي للمؤسسة؛
 - مقارنة المضاعف بمتوسط المضاعف للسنوات السابقة.

ج- نسبة التوزيعات المدفوعة Dividend Pay out-Ratio :

و تحسب هذه النسبة كما يلي:⁽²⁾

أرباح الأسهم المدفوعة للأسهم العادية	نسبة التوزيعات المدفوعة =
صافي الربح بعد الضريبة - أرباح الأسهم الممتازة إن وجدت	

¹ : طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 255.² : المرجع السابق، ص: 256.

و تقيس هذه النسبة الجزء الموزع لحملة الأسهم العادية و هو يعبر عن مدى سخاء المؤسسة تجاه مساهميها، وتختلف هذه النسبة من قطاع إلى آخر فقد نجد هذه النسبة منخفضة في قطاعات الصناعة لما تحتاجه من تمويل لاستثماراتها و ترتفع في قطاعات النشاطات المالية و العقارية، فإذا كان المستثمر مضارباً فقد يهتم بالمؤسسات ذات نسبة توزيعات عالية و إذا كان كبار المستثمرين فقد يساند الأرباح المحتجزة العالية لإعادة استثمارها و التي ستعود عليه بأرباح أكبر.

د- نسبة ملكية المؤسسات المالية: و تقاس بالعلاقة التالية:⁽¹⁾

$$\text{نسبة ملكية المؤسسات المالية} = \frac{\text{عدد الأسهم المملوكة للمؤسسات}}{\text{عدد أسهم المؤسسة}}$$

و يقصد بالمؤسسات المالية صناديق الاستثمار و شركات التأمين و البنوك و التي توجه جزءاً من مواردها المالية لشراء الأسهم، ويفضل العديد من المستثمرين شراء أسهم المؤسسات التي تنخفض فيها هذه النسبة.

هـ- غلة التوزيعات : Dividend Yield

و هو يعبر عن المستوى الفعلي لنصيب السهم من التوزيعات و يعطى بالعلاقة التالية:⁽²⁾

$$\text{غلة التوزيعات} = \frac{\text{نصيب السهم من التوزيعات}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

وتتوقف أهمية النسبة وفقاً إلى حجم المستثمر، فإذا كان من صغار المستثمرين فإنه يفضل شراء الأسهم التي تتسم بارتفاع غلة التوزيعات، أما كبار المستثمرين فإنهم يفضلون شراء أسهم المؤسسات الواعدة حتى ولو كانت الغلة منخفضة. و هذا لأن أسعار أسهم المؤسسات التي ترجع فيها نسبة ملكيته المؤسسات المالية عادة ما تكون قريبة من قيمتها الحقيقية بسبب كفاءة القرارات الاستثمارية التي تتخذها تلك المؤسسات، ومن ثمة لا تتاح للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية ملموسة.

¹ : منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص-ص : 193-194.

² : د. هيد الغفار شلبي، الإدارة المالية مدخل القرارات، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 1997، ص : 116.

2-4 تحليل المخاطرة: طالما أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على ضوء العائد و المخاطرة معا، كان من الضروري على المحلل الأساسي أن يتعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، حيث يعرف و يسير المخاطرة على أنها "فرصة تكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة"⁽¹⁾ و هو تعريف لا يختلف فيه اثنان، لكن الجانب الذي يهمنا هو الجانب الكمي أو القياسي للمخاطرة الذي سنتطرق إليه لاحقا.

أ- أنواع المخاطرة: تنقسم المخاطر إلى نوعين :

- المخاطر المنتظمة: و تتمثل في المخاطر العامة نتيجة التقلبات التي تطرأ على البنية الاقتصادية، السياسية و الاجتماعية التي تمس السوق ككل.

- المخاطر غير المنتظمة : و هي المخاطر الخاصة التي تنفرد بها ورقة مالية معينة مثل الأخطاء الإدارية، دعاوى قضائية، التي تتسبب في قلب عوائد المؤسسة و يمكن القضاء على هذا النوع من المخاطر بالتنوع (la diversification) و تنقسم إلى :

- مخاطر النشاط: يقصد بها درجة تذبذب في ربحية المؤسسة نتيجة لتغير حجم المبيعات، نتيجة لارتفاع حجم التكاليف الثانية أو ما يسمى بالرفع التشغيلي و يحسب كما يلي:⁽²⁾

$$\text{درجة رفع تشغيلي} = 1 + \frac{\text{تكاليف ثابتة}}{\text{صافي ربح العمليات}}$$

- المخاطر المالية : هي المخاطر التي تنشأ جراء استعمال المؤسسة لمصادر تمويل تدفع تكاليف ثابتة (فوائد) و يسمى بدرجة الدفع المالي : و تحسب بالعلاقة التالية:⁽³⁾

$$\text{درجة الدفع المالي} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{صافي ربح العمليات} - \text{أعباء التمويل الثابتة}}$$

ب- التعبير الكمي للمخاطرة : يطلق على اللفظ بيتا (β) عن المخاطر الراجعة لتقلب السوق ككل و التي جاء بها الباحث الأمريكي "شارب" (Sharp) والذي خلص أن المخاطرة

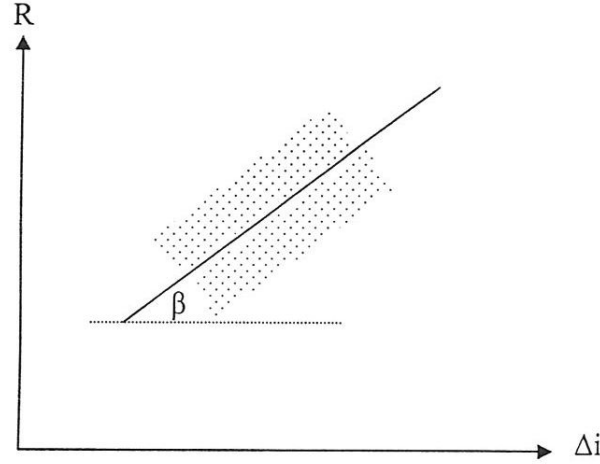
¹ : طارق عبد العال، مرجع سابق، ص : 123.

² : منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص : 197.

³ : المرجع السابق، ص : 199.

المرتبطة بأي سهم هي التقلب في عوائده (Volatilité)، وباستخدام الطرق الإحصائية فإننا نجد علاقة ما بين $(R, \Delta i)$ حيث R يمثل العائد و Δi التغير في العائد، ويمكن رسم خط الانحدار كما هو موضح في الشكل الآتي :

شكل رقم (07) : العلاقة بين R و Δi



Source : André Kovacs, comprendre la bourse, édition Hommes et techniques, 1985, P 54.

و باستعمال طريقة المربعات الصغرى يمكن إيجاد معادلة الارتباط.⁽¹⁾

$$R = \alpha + \beta \Delta i$$

حيث :

R : العائد

α : ثابت

β : درجة المخاطرة

Δi : التغير في العائد

من الشكل السابق يتبين أن هناك علاقة طردية بين R و Δi ، أي كلما زاد العائد زاد التذبذب فيه، أي أن تحمل درجة مخاطرة أكبر تعطي عائداً أكبر و نلاحظ ما يلي :

- السهم الذي $\beta = 1$ معناه أن العائد عديم التذبذب مقارنة بالسوق و المخاطرة في السهم تساوي المخاطرة في السوق.

¹ : André Kovacs, OP, Cit., P : 55.

- السهم الذي $1 > \beta$ (أقل من واحد): يعني أن عائد السهم يتذبذب بدرجة أقل من السوق و يكون السهم ذو خطورة قليلة.
- السهم الذي فيه $1 < \beta$ (أكبر من واحد): أي أن عائد السهم يتذبذب بدرجة أكبر من السوق، وينطوي السهم في هذه الحالة على درجة مخاطرة عالية.

و ختاماً لهذا الفصل يمكن القول أنه يخضع تسعير الأوراق المالية من الناحية الاقتصادية لنفس العوامل و الشروط التي يخضع لها تسعير و البضائع و الخدمات، فهناك جملة من العوامل الخاصة لهذه الأوراق بالإضافة إلى عوامل أخرى مرتبطة بالسوق تتداخل للوصول إلى تحديد سعر معين لورقة مالية ما، و يعتبر التحليل الأساسي أحسن وسيلة لتحديد هذا السعر، كما أن التحليل الفني يعتبر مكملاً للتحليل الأساسي و ليس بديلاً له نظراً للاختلاف في المنهج و أدوات التحليل الرئيسية و في الأهداف التي يصبو لها كل تحليل.

الفصل

الثالث

الفصل الثالث : دراسة مؤسسة الرياض و دخولها البورصة

سنتناول في هذا الفصل تطور مؤسسة الرياض منذ نشأتها و حتى عملية الادخار العيني وإصدارها للأسهم، كما سنتناول كيفية تمويل المشاريع الاستثمارية لمؤسسة الرياض - سطيف بواسطة إصدارها للأسهم، إذ تعتبر مؤسسة الرياض - سطيف ذات أهمية بالغة في الاقتصاد الوطني، وذلك لتخصصها في إنتاج المنتجات التي يعتمد عليها المواطن الجزائري في غذائه الأساسي، و هي مادة السميد و الفرينة بالإضافة إلى مختلف العجائن الغذائية، حيث تحتل الريادة في عالم الصناعات الغذائية، كما تعتبر من بين أهم المؤسسات التي تساهم في تمويل الخزينة العمومية من ناحية الجباية و هي مؤسسة طموحة نظرا لبرنامجها الاستثماري المسطر في ظل انفتاح السوق وتحرير التجارة الخارجية، و هو ما سهل عليها عملية الحصول على التمويل و بأسعار تنافسية، وبالتالي تخفيض تكاليف الإنتاج.

و مع دخولها استقلالية المؤسسات، تحررت من الوصاية و مركزية القرارات و تحولت بموجبه إلى مؤسسة ذات أسهم، و قد جنت من وراء ذلك نتائج إيجابية و مشجعة للغاية، واستطاعت التعايش مع نظام اقتصاد السوق الذي يحتم عليها تحسين النوعية و تخفيض التكاليف من أجل ضمان حصة في السوق.

و لعل الشيء الملفت للانتباه هو إقحامها للسوق المالية، و ذلك بإصدارها للأسهم، الأمر الذي يدل على صحتها المالية، و الهدف من هذه العملية هو الحصول على سيولة كافية لتمويل المشاريع الاستثمارية التي تنوي إنجازها على أرض الواقع.

و سنقوم بمعالجة هذا الفصل من خلال المباحث الثلاث الآتية :

- معلومات عامة حول مؤسسة الرياض - سطيف؛
- تحليل الوضعية المالية لمؤسسة الرياض - سطيف؛
- دراسة تأثير الأسهم على المشاريع لمؤسسة الرياض - سطيف.

المبحث الأول : معلومات عامة حول مؤسسة الرياض -سطيڤ

و سنركز في هذا المبحث أولا على مراحل تطور مؤسسة الرياض - سطيڤ ثم دراسة الهيكل التنظيمي و أخيرا دراسة الإدارة المالية للمؤسسة.

المطلب الأول : مراحل تطور مؤسسة الرياض -سطيڤ.

1- لمحة تاريخية عن نشأة مؤسسة الرياض -سطيڤ :⁽¹⁾

أنشئت المؤسسة الجهوية للصناعات الغذائية من الحبوب و مشتقاتها عام 1983، نتيجة لإعادة الهيكلة التي خضعت لها مؤسسة « SEMPAC » سنة 1982. و في سنة 1990 تحولت مؤسسة الرياض سطيڤ بموجب قانون استقلالية المؤسسات إلى مؤسسة ذات أسهم برأسمال اجتماعي يقدر بـ : 100 مليون دج مقسمة إلى 1000 سهم بقيمة اسمية 100.000 دج للسهم الواحد لصالح كل من :

- صندوق الصناعات الغذائية بـ: 350 سهما؛
- صندوق الصناعات المختلفة بـ: 250 سهما؛
- صندوق المناجم و المحروقات و الري بـ: 200 سهما؛
- صندوق الخدمات بـ: 200 سهما.

و في سنة 1993 ارتفع رأسمالها الاجتماعي إلى 850 مليون دينار مقسمة إلى 8500 سهما بقيمة اسمية 100.000 دج للسهم الواحد. و في 04 ماي 1994، تم تحويل رأسمالها الاجتماعي كليا لصالح صندوق الصناعات الغذائية الزراعية.

و بمقتضى المرسوم رقم 95/25 المتعلق بتسيير رؤوس أموال الدولة، تقرر في 28 أفريل 1998 تحويل جميع الأسهم من صندوق الصناعات الغذائية الزراعية إلى المؤسسة القابضة العمومية الغذائية الصناعية (AGRO-ALIMAN HOLDING) و بتاريخ 29 أفريل ارتفع رأسمالها الاجتماعي إلى 4 مليار دج مقسمة إلى 4 ملايين سهم بقيمة اسمية 1000 دج للسهم لصالح المؤسسة القابضة، و حاليا يبلغ رأسمالها الاجتماعي إلى 5 مليار دج مقسمة إلى 5 ملايين سهم بقيمة اسمية 1000 دج،

1 : المذكرة الإعلامية، رياض سطيڤ، 1998، ص 11

حيث 1000.000 سهم أي (20% من المجموع) هي لصالح المستثمرين و الباقي (4000.000 سهم) لصالح المؤسسة القابضة العمومية الغذائية الزراعية، و في أكتوبر 1997 قامت المؤسسة الرياض - سطيف بإنشاء عشر مؤسسات مساهمة برأسمال اجتماعي يقدر بـ : 2.525 مليار دج، و هي مقسمة كالتالي :

- 7 شركات مساهمة خاصة بصناعة الحبوب؛
- 1 مؤسسة مساهمة لنقل البضائع؛
- 1 مؤسسة للفلاحة الصحراوية؛
- 1 مؤسسة للصيانة و التحقيق الصناعي برأسمال اجتماعي يقدر بـ 3.5 مليون دج.

1-1 مراحل التطور :

مرت مؤسسة الرياض سطيف بثلاث مراحل هي :

أ- (1983-1992) تنظم على شكل وحدات إنتاجية (UP) و وحدات متعددة اقتصادية ولائية (EPEW).

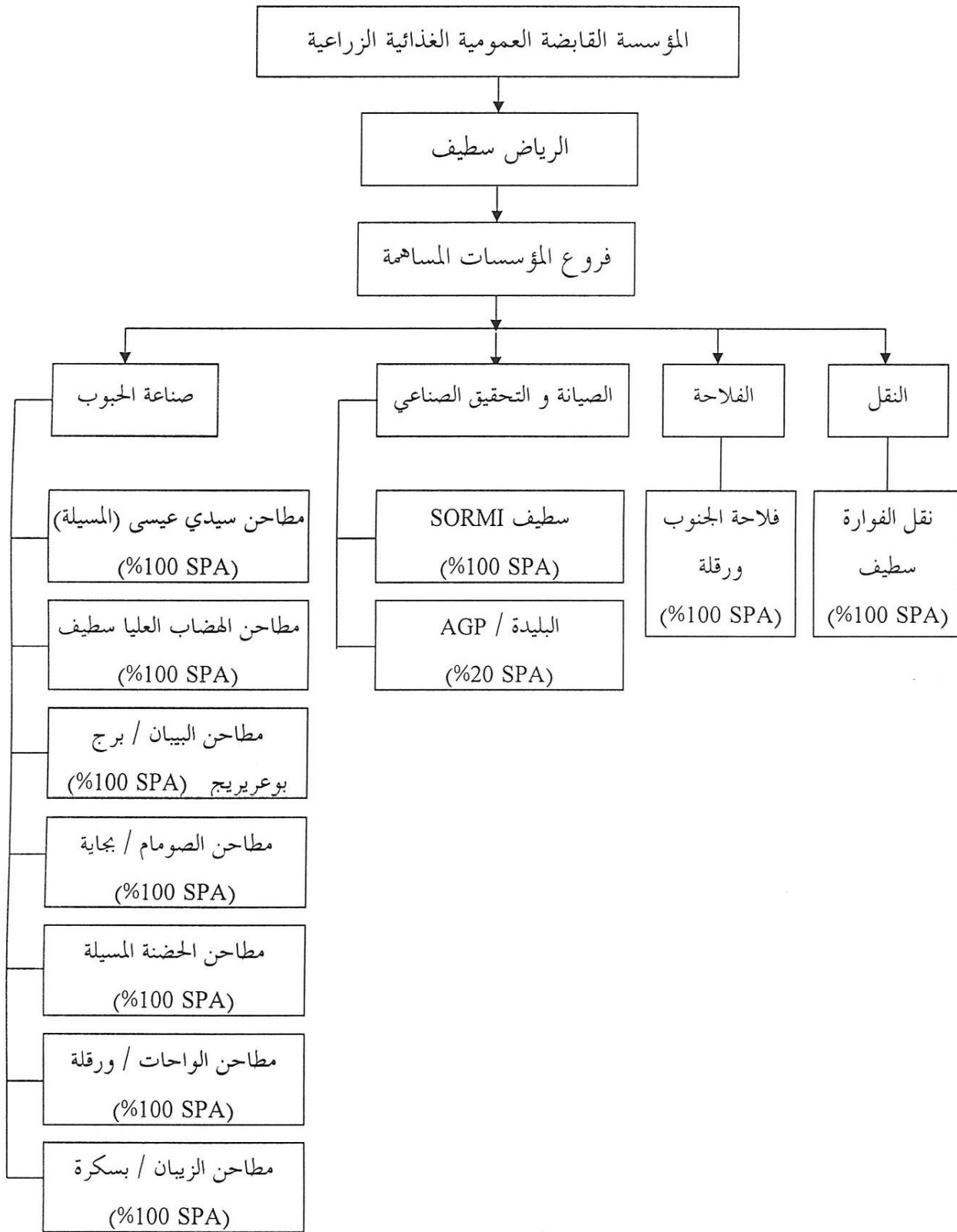
ب- (1992-1997) تنظم شكل وحدات و مركبات و تسويق (UPC et CPC) و ذلك بدمج (UP et UPEW).

إنشاء وحدات مدعمة : وحدة الأشغال و الصيانة، وحدة النقل، وحدة الفلاحة.

ج- (1997 إلى يومنا هذا): تم تحويل الوحدات و المركبات إلى فروع و شركات ذات أسهم، بالإضافة إلى التنازل عن شبكة التوزيع لفائدة عمال المؤسسة.

وبعد إنشاء المؤسسة القابضة العمومية الغذائية الزراعية بتاريخ 20 جوان 1998، أصبحت هيكلية مؤسسة الرياض - سطيف و فروعها على الشكل التالي:

شكل رقم (08): هيكلية مؤسسة الرياض - سطيف و فروعها.



Source : Notice d'information, ERIAD Sétif, p : 13.

1-2 مهام مؤسسة الرياض - سطيف :

تلعب مؤسسة الرياض سطيف دورا هاما في تموين السوق المحلية بالمنتجات الغذائية ذات الجودة العالية بالإضافة إلى الخدمات التي تقدمها لزبائنها و العائلات، و قد قامت بتسطير برنامج لزيادة الإنتاج و منه مواجهة الطلب المتزايد، حيث ارتفعت الطاقة الإنتاجية في سنة 1997 إلى 19.500 قنطار/يوم للقمح الصلب و اللين و 530 قنطار/يوم للعجائن الغذائية و ذلك في سنة 1983 إلى 42.000 قنطار/يوم للقمح الصلب و اللين و 800 قنطار/يوم للعجائن الغذائية.

و عليه تلخص مهام مؤسسة الرياض سطيف في :

- استغلال و تسيير و تنمية وحدات إنتاج السميد و الدقيق و العجائن الغذائية والكسكسي و الخمائر و أغذية الأطفال و الخبز الصناعي و البسكويت؛
- استغلال و تسيير و تطوير الوحدات الاقتصادية (التوزيع، النقل، التخزين و الصيانة)؛
- الحفاظ على القدرات الإنتاجية و التجارية للمؤسسة عن طريق الصيانة.

2- دخول مؤسسة الرياض - سطيف إلى البورصة:

إن تحضير ملف دخول البورصة يتشكل أساسا من تكوين المذكرة الإعلامية (Notice d'information) الواجب تشكيكه طبقا للقانون 96-02 المؤرخ في 22 جوان 1996 و المتعلق بالمعلومات الخاصة و التي تصدرها الشركات و الهيئات التي تقوم بعرض علي للاذخار و ذلك بإصدار القيم المنقولة حسب الأمر 97-03 المؤرخ في 30 نوفمبر 1997، و الذي يأمر بتطبيق القانون السابق (96-02)، حيث أقيمت عدة اجتماعات بين ممثلي لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (C.O.S.O.B) و مسؤولي مؤسسة الرياض - سطيف؛ و ذلك برفقة الوسيط في عمليات البورصة (المرشد المالي)، و في 20 جوان 1998 أصدرت (C.O.S.O.B) موافقتها للقيام بعرض علي للاذخار و ذلك تحت تأشيرة تحمل رقم 98-01 المؤرخة في 27 جوان 1998 و في 27 جوان 1998 و بعدها قامت مؤسسة الرياض - سطيف بإصدار 1000.000 سهم بقيمة اسمية 1000 دج.

و بسعر إصدار 2.300 دج، و بعلاوة إصدار 1300 دج للسهم، و انطلقت مرحلة الاكتتاب

بتاريخ 02 نوفمبر 1998 و انتهت في 15 ديسمبر 1998.

المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي لمؤسسة الرياض سطيف :

ينقسم الهيكل التنظيمي لمؤسسة الرياض سطيف إلى :

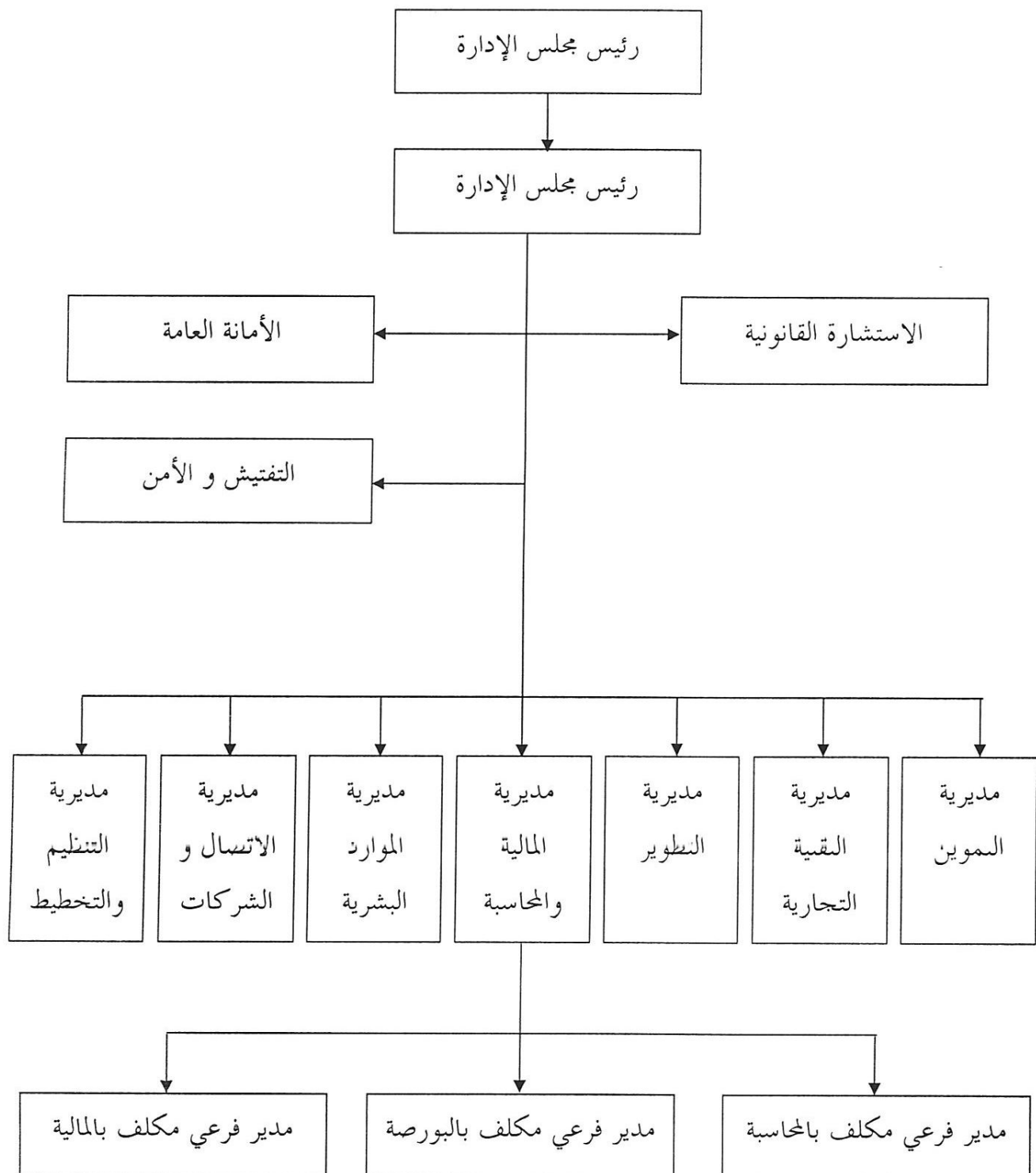
1- الإدارة العليا و تتكون من :

- مجلس الإدارة؛
- الإدارة العامة؛
- الهيئات الاستثمارية.

2- الإدارة الوسطى : و تتكون من سبع (07) مديريات :

- مديرية التموين؛
- المديرية التقنية التجارية؛
- مديرية الموارد البشرية؛
- مديرية التطوير؛
- مديرية المالية و المحاسبة؛
- مديرية الاتصال و الشراكة؛
- مديرية التنظيم و التخطيط.

شكل رقم (09) : الهيكل التنظيمي لمؤسسة الرياض - سطيف.



Source : Ibid, p : 39.

يتضح لنا من خلال الهيكل التنظيمي السابق بأنه هيكل تنظيمي كلاسيكي و غير مواكب لتطور المؤسسة، بدليل أن خلية الأمن و التفتيش كان المفروض أن تظهر في الإدارة الوسطى ولكنها موجودة ضمن الإدارة العليا، و رغم التطور الذي شهدته الساحة الدولية و الوطنية في مجال التسويق، إلا أن المؤسسة مازالت تعمل بالمفهوم الضيق لتسويق منتجاتها و المتمثل في المصلحة التجارية.

و نظرا لوجود عدد ضخم من وسائل النقل في حظيرة المؤسسة فإنها تقوم بعملية التموين و التوزيع بوسائلها الخاصة. إلا أنه لا توجد مصلحة خاصة بالإمداد، والتي تسمح لها بالتنظيم و التخطيط و الرقابة الجيدة لعمليات التدفق المادي (التوريد، التوزيع) وبالتالي تخفيض التكاليف، و قد اكتفت بمصلحة التموين فقط.

و الشيء الإيجابي في هذا الهيكل هو وقوع جميع المديرات في نفس المستوى مما يسمح بالاتصال الفعال و التنسيق الدائم لأجل تحقيق أهداف المؤسسة.

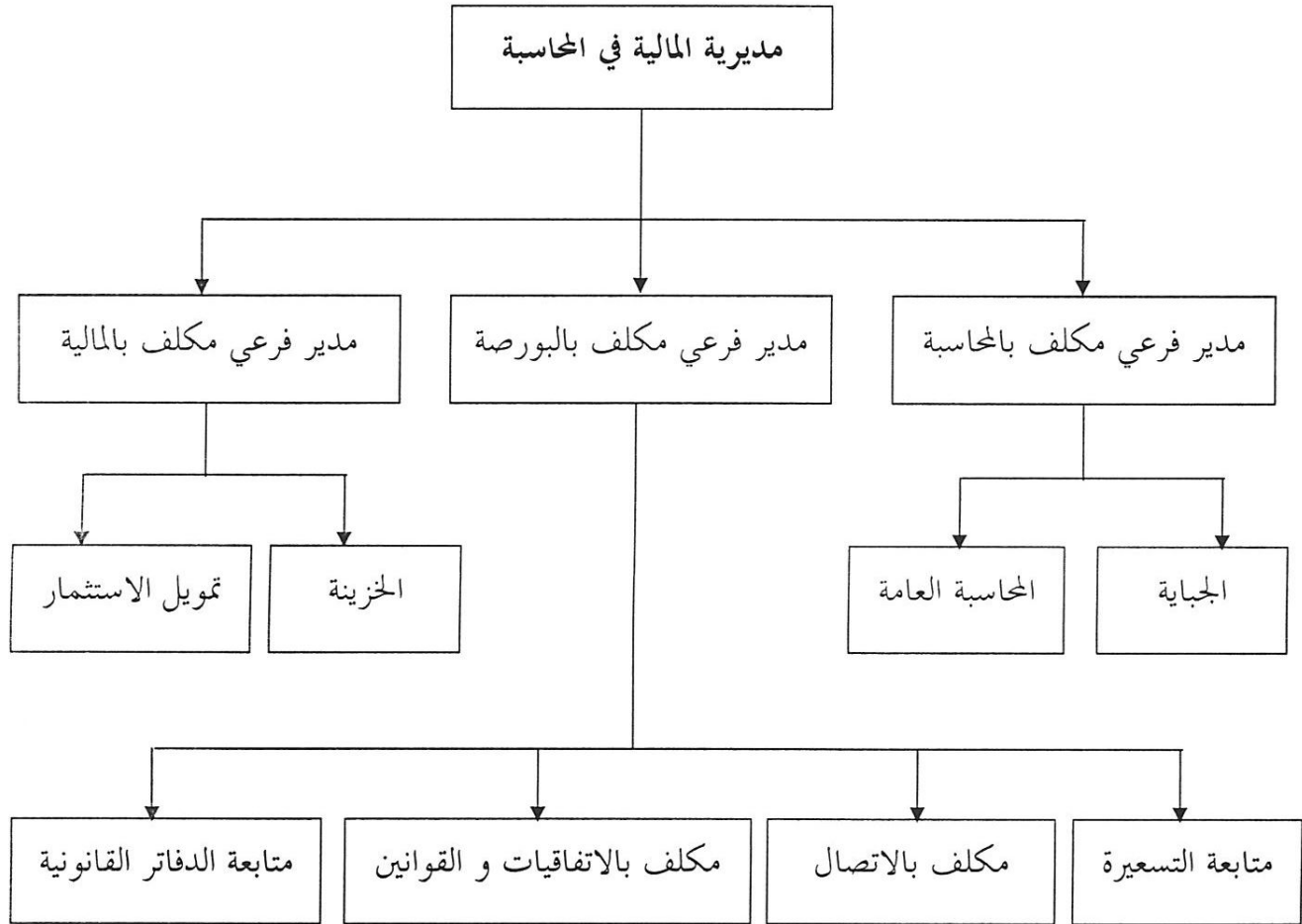
المطلب الثالث: الإدارة المالية لمؤسسة الرياض - سطيف :

تحتل الإدارة المالية لمؤسسة الرياض - سطيف مكانة هامة، حيث تعتبر القلب النابض لها، و ذلك راجع لعبء المهمة الملقاة على عاتقها و المتمثلة في عمليات التخطيط المالي، تعظيم ثروة الملاك، تخطيط عمليات التدفق النقدي...إلخ.

و حسب مخطط نشاط 2000 فإن الهيكل التنظيمي للإدارة المالية حدث له تغيير طفيف، فقد تم تحويل خلية البورصة التي كانت تحت وصاية الرئيس المدير العام إلى مديرية المالية و المحاسبة، و تحولت من خلية بورصة إلى مديرية فرعية مكلفة بالبورصة.

و الشكل التالي يوضح لنا ذلك :

شكل رقم (10) : الهيكل التنظيمي للإدارة المالية لمؤسسة الرياض - سطيف :



المصدر : مديرية المالية و المحاسبة.

و حسب المعلومات المقدمة فإنه كان من المفروض أن يطرأ على هذا الهيكل تعديل و ذلك بإضافة مصلحة المحاسبة التحليلية، حيث وكلت المهمة لخبير محاسبي من أجل وضع و تصميم نظام المحاسبة التحليلية لجميع فروع المؤسسة، و أمضت معه عقدا بتاريخ 20 ديسمبر 1999، و كان من المقرر أن ينتهي من إعداد تقريره نهاية سنة 2001. و بوضع نظام المحاسبة التحليلية كان الطاقم الإداري الساهر على تسيير المؤسسة يهدف إلى تحقيق الأهداف التالية :

- اعتبارها كوسيلة فعالة لاتخاذ القرارات؛

- تخفيض التكاليف؛

- إبعاد المنتجات التي تحقق الخسارة.

1- مهام الإدارة المالية :⁽¹⁾

1-1 مهام مدير المالية و المحاسبة : و تتمثل في :

- التوقيع على جميع الوثائق الإدارية و التجارية (الشيك و الأوراق التجارية) لأنه مفوض من الرئيس المدير العام؛
- يمثل المؤسسة لدى جميع البنوك التي تتعامل معهم المؤسسة؛
- يقدم حصيلته السنوية للرئيس المدير العام؛
- يقترح السياسة التقديرية؛
- يقوم بمراقبة الميزانية المحاسبة للمؤسسة.

1-2 مهام مدير المحاسبة : و تتمثل في :

- إعداد الميزانية و التصريحات الجبائية السنوية؛
- معالجة وثائق توطيد^(*) الفروع؛
- يسك يومية الفروع و مراجعتها.

أ- مهام مصلحة الجبائية :

- يقدم التصريحات الجبائية الشهرية لدى مصلحة الضرائب؛
- متابعة التزامات الجبائية مع مصلحة الضرائب؛
- اقتراح التعليمات و الإجراءات المتعلقة بالجبائية.

ب- مهام مصلحة المحاسبة العامة :

- يسك دفاتر اليومية و حسابات الأستاذ؛
- القيام بترحيل رصيد حسابات الأستاذ إلى الميزانية الختامية.

1-3 مهام المدير الفرعي المكلف بالبورصة :

- متابعة حركة الأسهم المتداولة في بورصة القيم المتداولة و البحث عن الأسباب في حالة انخفاض أسعار الأسهم؛

¹ : مديرية المالية و المحاسبة.

* : توطيد (Consolidation) و يقصد به إدماج حسابات الفروع مع حساب المؤسسة الأم.

- إصدار قراراته إلى السمسار لشراء أو بيع الأسهم داخل البورصة (ذلك طبقاً للمادة 75 من القانون التجاري، التي تسمح للمؤسسة بالتعامل على أسهمها بيعاً و شراءً)؛
- التحضير لعقد الجمعيات العامة؛
- تحضير عمليات العقود مع المساهمين؛
- إعداد التقارير الشهرية؛
- إعداد شهادات الأسهم.

1-4 مهام المدير المالي :

- مراقبة خزانة الفروع؛
 - تقديم حصيلة سنوية إلى الإدارة المالية و المحاسبة؛
 - إعداد ميزانية التدفقات النقدية (Cash Flow).
- أ- مهام مصلحة الخزينة :
- تسيير الملفات البنكية (الكشوفات، الأرصدة البنكية)؛
 - اتخاذ إجراءات تحصيل الأموال عند الزبائن؛
 - مراقبة تغيرات حركة الخزينة الشهرية؛
 - تقديم حصيلته السنوية إلى المدير المالي.
- ب- مصلحة تمويل الاستثمارات :
- تسيير الملفات البنكية المتعلقة بالتمويل؛
 - مراقبة تاريخ استحقاق القروض؛
 - تقديم طلب القروض المتعلقة بالحيازة على الاستثمارات؛
 - متابعة حركة الديون و الحقوق المتعلقة بمشاريع الاستثمارات؛
 - متابعة و حساب اختلاف سعر الصرف و ذلك من أجل مراقبة حركة الديون بالعملة الصعبة،
 - محاسبة المشاريع الاستثمارية للفروع.

المبحث الثاني : الوضعية المالية لمؤسسة الرياض - سطيف :

لتقييم و تحليل هذه الوضعية لابد من اللجوء إلى التحليل المالي و هو أحد فروع التسيير المالي، و كما نعلم أن التحليل المالي هو مجموع إجراءات المعالجة و الاستغلال للمعطيات المحاسبية للمؤسسة و هدفه لا ينحصر في استعراض مختلف التقنيات (مؤشرات التوازن، النسب المالية،...) و إنما في توظيفها كأساس لتقدير الخطر و بالتالي تسهيل عملية اتخاذ القرار، و سنتناول في هذا المبحث العناصر التالية :

- دراسة الميزانية و تحليله؛
- تحليل الوضعية المالية بواسطة النسب.

المطلب الأول : الميزانية:

تستعمل الميزانيات المحاسبة للدراسة و التحليل أيضا، و هذا لأن الميزانية هي عبارة عن صورة شاملة للمؤسسة في لحظة ما، بحيث تبين ما تملكه من أصول و ما عليها من ديون، و الفرق بينهما يمثل ذمتها أو حالتها الصافية، كما تعتبر جردا حقيقيا للمؤسسة يتم إعداده في جدول من جانبين (أصول و خصوم).

1- الميزانية الختامية لسنوات 1996-1998:

الجدول التالي يبين لنا وضعية الميزانية الختامية بمؤسسة الرياض سطيف، في كل من سنوات

1996، 1997 و 1998.

جدول رقم (06): الميزانية الختامية لسنوات 1996-1998:

الأصول				الوحدة : 10 ³ دج	
رقم الحساب	إسم الحساب	1996	1997	1998	
	2- الاستثمارات :				
20	مصاريف إعدادية	101.628	161.85	9.230.920,9	
21	قيم معنوية	1.567	193.000	193.000	
22	أراضي	30.699	435.278	438.713,11	
21	تجهيزات الإنتاج	6.673.591	6.706.266	10.811.772,21	
25	تجهيزات اجتماعية	82.194	159.122	185.012,82	
26	حيوانات إعادة إنتاج	34	34	33,7	
27	إستثمارات قيد الإنجاز (غير مخططة)	6.839	13.343	9.009,69	
28	إستثمارات قيد الإنجاز (مخططة)	1.138.130	1.009.374	320.284,86	
	مجموع الاستثمارات	8.034.652	8.678.267	8.092.294,54	
	3- المخزونات				
30	بضاعة	71.591	46.129	25.942,68	
31	مواد و لوازم	1.476.658	1.458.976	1.449.026,16	
32	حيوانات	5.486	--	--	
33	منتجات نصف مصنعة	5.884	3.068	8.330,25	
35	منتجات تامة الصنع	347.890	151.743	495.144,86	
36	فضلات و مهملات	73	154	967,65	
37	مخزونات لدى الغير	119.862	225	1.626,93	
	مجموع المخزونات	2.027.444	1.660.295	1.948.468,42	
	الحقوق				
40	حسابات خصوم المدينة	21	315	117,07	
41	حقوق شبه جبائية	2.486.468	3.638.882	2.835.658,77	
42	حقوق الاستثمار	638.869	1.437.521	2.243.572,55	
43	حقوق المخزونات	611.233	169.423	77.688,99	
44	حقوق الشركاء و الشركات الحليفة	--	450	29.000	
45	سلفات على الحساب	143.093	33.310	84.263,2	
46	سلفات الاستغلال	252.751	457.723	646.525,003	
47	الزبائن	306.838	372.210	1.080.897,74	
47	أموال رهن الإشارة	1.720.116	2.818.363	4.896.977,75	
	النتيجة	6.159.389	7.928.188	11.198.075,094	
	مجموع الأصول	16.221.485	18.266.750	21.238.838,066	

الوحدة: 10 ³ دج				
الحصص				
رقم الحساب	اسم الحساب	1996	1997	1998
	1- الأموال الخاصة :			
10	رأس المال الاجتماعي	850.000	4.000.000	5.000.000
12	علاوات المساهمين	--	--	1.300.000
13	الإحتياطيات	546.446	1.372.581	1.871.497,21
14	تدعيم الاستثمارات	13.796	11.697	10.598.7
15	فرق إعادة التقييم	4.178.770	107.238	--
16	أموال خاصة أخرى	600.000	600.000	2.548.622,2
17	حسابات الوحدات المتعددة	--	--	--
18	نتائج رهن التخصيص	173.082	2.148.622	(68.992,4)
19	مؤونة الأعباء و الخسائر	462.639	17.610	192.288,4
	مجموع الأموال الخاصة	6.824.733	8.410.748	10.853.954,15
	5- الديون :			
50	حساب الأصول الدائنة	139	745	679,28
51	ديون شبه جبائية	3.359.946	3.324.274	3.414.395,45
52	ديون الاستثمارات	881.504	588.574	455.616,49
520	قروض سندية	1.296.337	1.296.337	1.296.337,32
53	ديون المخزونات	1.554.780	1.802.119	873.222,83
54	مبالغ محتفظ بها في الحساب	34.647	211.815	329.739,27
55	ديون منتجات الشركاء و الشركات الخليفة	--	150.000	520.000
56	ديون الاستغلال	88.768	1.234.744	1.414.693,91
57	تسبيقات تجارية	6.214	22.318	8.180,44
58	ديون مالية	302.997	177.431	456.908,89
	مجموع الديون	8.325.332	8.817.493	8.769.773,91
88	نتيجة السنة المالية الصافية	1.071.420	1.038.509	1.615.109,99
	مجموع الخصوم	16.221.485	18.266.750	21.238,066

Source : - Notice d'information, ERIAD Sétif, p : 23.

- Synthèse du rapport annuel, ERIAD Sétif, 1998, p : 20.

2- التغيرات على مستوى الميزانية :

1-2 تغيرات الأصول :

جدول رقم (07): تغيرات أصول المؤسسة بمؤسسة الرياض - سطيف لسنة 1998/97:

الوحدة: دج

البيان	السنوات	1997	1998	التغير	
				القيمة	النسبة (%) (*)
الاستثمارات		8.678.627.000	8.092.294.549	(-) 586.332.451	(-) 6,75
المخزونات		1.660.295.000	1.948.468.422	(+) 288.173.422	(+) 17,35
الحقوق		7.928.188.000	11.198.075.094	(+) 3.269.897.090	(+) 41.24
المجموع		18.266.750.000	21.238.838.066	(+) 2.972.088.066	(+) 16,27

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

(*) نحسب النسب كما يلي: قيمة التغير على قيمة الأصل لسنة 1997.

من خلال الجدول السابق

نلاحظ تطورا إيجابيا في الأصول بـ: 16.27 % و الجزء الكبير من الزيادة ناتج عن زيادة الحقوق و بالأخص حساب الزبائن، بحيث ارتفع بأكثر من 100 % مقارنة بسنة 1997، و هذا راجع لسياسة توسيع الائتمان التجاري المقدم للزبائن كما يلاحظ انخفاض طفيف في الاستثمارات.

2-2 تغيرات الخصوم :

جدول رقم (08): تغيرات الخصوم بمؤسسة الرياض سطيف لسنة 1998/97.

الوحدة: دج

التغير	1998	1997	السنوات	البيان
القيمة				
النسبة (%)				
(+) 15,34	1.290.486.191 (+)	10.853.954.156,02	8.410.748.000	الأموال الخاصة
(-) 0,54	47.719.048 (-)	8.769.773.916	8.817.493.000	الديون
(+) 55,52	576.600.993 (+)	1.615.109.933,98	1.038.509.000	النتيجة
(+) 16,27	2.972.088.066 (+)	21.238.838.066	18.266.750.000	المجموع

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

التعليق :

من خلال الجدول السابق نلاحظ تطورا إيجابيا، بحيث ارتفعت الأموال الخاصة بـ 15.34 % و ذلك راجع إلى عملية إصدار الأسهم، حيث تحصلت على موارد إضافية تقدر بـ 2.3 مليار دج. مع انخفاض طفيف للديون قدر بـ : 0.54 % حيث قامت بتسديد جزء من ديون الاستثمارات وديون المسروقات، و نلاحظ أيضا ارتفاع في النتيجة الصافية قار بـ : 55.52 %، و ذلك راجع لزيادة المبيعات، حيث ارتفع رقم الأعمال من 21 مليار دج إلى 22.5 دج، أي بنسبة 6.13 % و زيادة الأسعار التي كانت في مصالح المؤسسة.

المطلب الثاني : جدول حسابات النتائج:

يعتبر جدول حسابات النتائج و وثيقة شاملة تظهر عدة مستويات من النتائج و تجمع ثلاثة أصناف من حسابات التسيير، الصنف الأول يمثل أعباء النشاط (المجموعة 6)، والصنف الثاني يمثل نواتج النشاط (المجموعة 7)، أما الصنف الثالث فيمثل حسابات النتائج (المجموعة 8).

1- جدول حسابات النتائج لمؤسسة الرياض سطيف :

جدول رقم (09): جدول حسابات لمؤسسة الرياض - سطيف للسنوات 1996-1998.

رقم الحساب	إسم الحساب	1996	1997	1998
70	مبيعات بضاعة	3.067.335	2.418.907	506.023.67
60	بضاعة مستهلكة	(2.901.950)	(1.720.356)	(470.208,45)
80	الهامش الإجمالي	165.385	698.551	35.815,22
80	الهامش الإجمالي	165.385	698.551	35.815.22
71	إنتاج مباع	17.593.949	18.613.326	21.901.846,66
72	إنتاج مخزن	(123.474)	(158.620)	(317.165,05)
73	إنتاج المؤسسة لحاجتها الخاصة	67.063	124.442	171.037,95
74	تقديم خدمات	13.474	26.838	94.729,21
75	تحويل تكاليف الإنتاج	20.966	29.244	68.065,23
61	موارد لوازم مستهلكة	(13.690.170)	(14.863.083)	(17.154.317,63)
62	خدمات	(209.916)	(235.517)	(390.331,72)
81	القيمة المضافة	3.837.277	4.235.181	5.044.009,93
81	القيمة المضافة	3.837.277	4.235.181	5.044.009,93
76	تعويضات نسبية جبائية	317.763	151.146	196.776,49
77	إيرادات مختلفة	276.581	142.125	211.318,11
78	تحويل تكاليف الاستغلال	242.325	363.326	27.456,47
63	نفقات المستخدمين	(1.067.866)	(1.110.908)	(1.117.649,03)
64	ضرائب و رسوم	(291.608)	(400.544)	(471.152,55)
65	مصاريف مالية	(355.936)	(473.852)	(254.086,43)
66	مصاريف مختلفة	(33.720)	(45.215)	(44.332,24)
67	ضرائب و إتاوات شبه جبائية	(556.422)	(150.624)	(90.021,76)
68	مخصصات الإهلاكات و المؤونات	(494.694)	(897.887)	(986.452,80)
83	نتيجة الاستغلال	1.873.700	1.812.748	2.515.866,16
79	إيرادات خارج الاستغلال	1.180.605	1.522.222	600.850,10
69	مصاريف خارج الاستغلال	(1.441.257)	(1.606.213)	(826.645,13)
84	نتيجة خارج الاستغلال	(260.652)	(83.991)	(225.795,03)
83	نتيجة الاستغلال	1.873.700	1.812.748	2.515.866,16
84	نتيجة خارج الاستغلال	(260.652)	(83.991)	(225.795,03)
880	النتيجة الإجمالية للسنة المالية	1.613.048	1.728.757	2.290.071,13
889	ضرائب على أرباح الشركات	(541.628)	(690.248)	(674.961,13)
88	نتيجة السنة المالية	1.071.420	1.038.509	1.615.110

Source : - Notice d'information, ERIAD Sétif, p : 23.

- Synthèse du rapport annuel, ERIAD Sétif, 1998, p : 20.

2- جدول حسابات النتائج :

للتقيام بعملية تحليل جدول حسابات النتائج لمؤسسة الرياض - سطييف ستقوم بحساب بعض النسب و التعليق عليها.

جدول رقم (10): مؤشرات التسيير لمؤسسة الرياض سطييف (لستوات : 1998/97/96).

الطور	النسبة	1998	التطور	النسبة	1997	النسبة	1996	النسب	رقم المؤشر
(+) % 2,37	% 22,51	$\frac{5.044.009.936}{22.407.870.339}$	(+) % 1,57	% 20,14	$\frac{4.235.180.575}{21.032.232.533}$	% 18,57	$\frac{3.837.277.000}{20.661.284.000}$	$\frac{\text{القيمة المضافة}}{\text{رقم الأعمال}}$	1
(-) % 2,27	% 7,21	$\frac{1.615.109.993}{22.407.870.339}$	(-) % 0,24	% 4,94	$\frac{1.083.509.000}{21.032.232.533}$	% 5,18	$\frac{1.071.420.000}{20.661.284.000}$	$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال}}$	2
(+) % 0,92	% 4,99	$\frac{1.117.649.033}{22.407.870.339}$	(+) % 0,12	% 5,28	$\frac{1.110.907.568}{21.032.232.533}$	% 5,16	$\frac{1.067.866.000}{20.611.284.000}$	$\frac{\text{مصاريف المستخدمين}}{\text{رقم الأعمال}}$	3
31.832,57 (+) دج	362.755,29 دج	$\frac{1.117.649.033}{3.081}$	459.930,46 (+) دج	330.992,72 دج	$\frac{1.110.907.568}{3.357}$	284.992,26 دج	$\frac{1.067.866.000}{3.747}$	$\frac{\text{مصاريف المستخدمين}}{\text{عدد العمال}}$	4
1.007.734,37 (+) دج	7.272.921,20 دج	$\frac{22.407.870.339}{3.081}$	751.099,83 (+) دج	6.265.186,83 دج	$\frac{21.032.232.533}{3.357}$	5.514.087 دج	$\frac{20.661.284.000}{3.747}$	$\frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{عدد العمال}}$	5
375.537,37 (+) دج	1.637.134,03 دج	$\frac{5.044.009.936}{3.081}$	237.503,7 (+) دج	1.261.596,48 دج	$\frac{4.235.180.575}{3.357}$	1.024.093,14 دج	$\frac{3.837.277.000}{3.747}$	$\frac{\text{القيمة المضافة}}{\text{عدد العمال}}$	6
(-) % 4,07	% 22,16	$\frac{1.117.649.033}{5.044.009.936}$	(-) % 1,59	% 26,23	$\frac{1.110.907.58}{4.235.180.575}$	% 27,82	$\frac{1.067.866.000}{3.837.277.000}$	$\frac{\text{مصاريف المستخدمين}}{\text{القيمة المضافة}}$	7

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

من خلال النسب و القيم الناتجة في الجدول السابق يتبن لنا ما يلي :

المؤشر الأول:

نلاحظ تطوراً مستمراً لهذا المؤشر بحيث انتقل من 18,57 سنة 1996 إلى 22,51 سنة 1998، وهذا راجع إلى الزيادة المستمرة للإنتاج وذلك لزيادة الطاقة الإنتاجية على مستوى مطاحن سطيف و تقلت استفادات من تجديد تجهيزاتها، بالإضافة إلى الارتفاع المستمر للأسعار، حيث أن في سنة 1998 كل 1 دج مستثمر يعطي 22,51 دج.

المؤشر الثاني:

نلاحظ أن هذا المؤشر انخفض في 1997 مقارنة بـ 1996 ليعود و يرتفع في 1998، و هذا راجع إلى زيادة التكاليف في سنة 1997 مقارنة برقم الأعمال المحقق و خاصة مصاريف المستخدمين و المصاريف المالية، و ارتفعت النسبة في 1998 نظراً لانخفاض التكاليف مقارنة برقم الأعمال مما يؤدي إلى زيادة الربح الصافي.

المؤشر الثالث:

نلاحظ أن هذه النسبة ارتفعت في 1997 ثم انخفضت في 1998 و هذا رغم تقلص عدد العمال، و بالتالي فالسبب هو زيادة أجور المستخدمين بشكل ملحوظ.

المؤشر الرابع :

نلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين كتلة الأجور و عدد المستخدمين، و هذا ما يبينه الارتفاع المستمر لهذا المؤشر، و هو ما يدل على تحسن الأجور من سنة لأخرى و استعمالها كمحفز للعمال.

المؤشر الخامس :

نلاحظ أن هذا المؤشر في ارتفاع مستمر، مما يدل على زيادة إنتاجية العامل الواحد.

المؤشر السادس :

هذا المؤشر هو الآخر في ارتفاع مستمر، و هذا يدل على ارتفاع القيمة المضافة لكل عنصر في المؤسسة، و بالتالي نستخلص أن اليد العاملة المستغلة مؤهلة خاصة إذ علمنا أن المؤسسة خصصت مبالغ معتبرة من أجل التكوين و التدريب.

المؤشر السابع :

نلاحظ أن هذه النسبة في انخفاض مستمر، حيث كانت 27,82 % سنة 1996 لتصبح 22,16 % سنة 1998، و هذا يدل على زيادة القيمة المضافة أكبر من زيادة مصاريف المستخدمين.

المطلب الثالث : النسب المالية :

دون اللجوء إلى التحليل المالي الكامل للمؤسسة، فإنه يمكن استعمال بعض النسب التي تعبر عن الحالة المالية للمؤسسة، كما تسمح لأي مستثمر مرتقب أن يعتمد عليها في الاختبار بين الاستثمار المطروحة أمامه.

و فيما يلي هذه بعض النسب التي تساعد على التحليل.

1- نسبة تغطية الفوائد :

تبين النسبة مدى استطاعة مؤسسة الرياض - سطيف على تغطية تكاليف الفوائد السنوية (قروض سندية و قروض بنكية)، بواسطة العائد المتوفر، و ناتجها يمثل مرات التغطية. و العائد المتوفر هو : النتيجة الصافية + الضريبة على الأرباح + تكاليف الفوائد. أما نسبة تغطية الفوائد = العائد المتوفر / تكاليف الفوائد.

جدول رقم (11): جدول حساب نسبة تغطية الفوائد: لسنوات 1997/96/95.

الوحدة : دج

السنوات	1995	1996	1997
النتيجة الصافية (R.N)	288.630.000	1.071.420.000	1.038.509.000
الضريبة على أرباح المؤسسة (I.B.S)	275.558.000	541.828.000	690.284.000
تكاليف الفوائد (C.I)	198.466.000	355.936.000	473.852.000
العائد المتوفر	762.654.000	1.968.984.000	2.202.609.000
العائد المتوفر/تكاليف الفوائد	3,84	5,53	4,64

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من خلال النسب المبينة لثلاث سنوات 96/95 و 1997 نلاحظ أن المؤسسة تغطي لعدة مرات هذه التكاليف بحيث وصلت إلى حد خمس مرات في السنة، و منه فهي في صالح المؤسسة.

2- نسبة تسديد الديون :

هذه النسبة تشترط أن تكون التدفقات النقدية السنوية (Cash flow) تمثل 30% من الديون الكلية على الأقل.

و النتائج المتحصل عليها خلال ثلاث سنوات في مؤسسة الرياض سطيف هي كالاتي :

جدول (12): جدول حساب نسبة تسديد الديون : لسنوات 1997/96/95.

الوحدة : دج

البيان	السنة	1995	1996	1997
التدفقات النقدية		855.595.000	1.566.114.000	1.936.396.000
الديون الكلية		8.288.073.000	8.325.332.000	8.817.493.00
النسبة		% 10	% 19	% 22

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

نلاحظ أن النسبة في تطور مستمر، بحيث انتقلت من 10 % سنة 1995 إلى 22 % سنة 1997 فقد تضاعفت خلال سنتين، ولكن رغم هذا التطور إلا أن هذه تبقى دائما أقل مما يجب أن تكون عليه و هو 30 % كحد أدنى.

3- نسبة الاستقلالية المالية:

و هي النسبة الناتجة عن قسمة رأس المال الخاص / مجموع الديون و يجب أن تكون أكبر من واحد (1) صحيح حتى يمكننا القول أن المؤسسة مستقلة ماليا.

أما بالنسبة لمؤسسة الرياض - سطيف فقد تحصلنا على النتائج التالية:

جدول رقم (13): جدول حساب نسبة الاستقلالية المالية لسنوات 1997/96/95.

الوحدة : دج

البيان	السنوات	1995	1996	1997
رأس المال الخاص		850.000.000	850.000.000	6.525.000.000 (*)
الديون الكلية		8.288.073.000	8.325.332.000	8.817.493.000
رأس المال الخاص الديون الكلية		0,10	0,10	0,74

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

إن هذه النسبة تطورات بشكل ملحوظ خاصة في سنة 1997 و استمر هذا الارتفاع سنة 1998، لأن رأسمال المؤسسة ازداد، لكن خلال السنوات السابقة لاحظنا أن النسبة كانت دون الواحد، و بالتالي فالمؤسسة لم تحقق الاستقلالية المالية بعد.

4- نسبة قابلية التسديد :

تمثل هذه النسبة مجموع الأصول على مجموع الديون و من خلالها يمكن أن نحكم على المؤسسة إذا ما كانت تتمتع بقابلية للتسديد أم لا.

* : رأسمال سنة 1997 مضاف إليه رأسمان فروع المؤسسة.

و بالنسبة لمؤسسة الرياض سطيف فالنتائج لثلاث سنوات قبل دخولها البورصة كانت كما

يلي :

جدول (14): جدول حساب نسبة قابلية التسديد لسنوات 1997/96/95 :

الوحدة : دج

البيان	السنوات	1995	1996	1997
مجموع الأصول		12.916.594.000	16.221.485.000	18.266.750.000
مجموع الديون		8.288.073.000	8.325.332.000	8.817.493.000
مجموع الأصول/مجموع الديون		1,55	1,94	2,07

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

نلاحظ أن هذه النسبة هي الأخرى في تزايد مستمر و كلها أكبر من الواحد (1)، و هذا معناه أن المؤسسة تتمتع بقابلية تسديد كبيرة خاصة في سنة 1997، فالأصول تمثل 2,07 من الديون ومنه فهامش الاقتراض يساوي : $1 - 2,07 = 1,07$ أي 107 %.

المبحث الثالث : تأثير إصدار الأسهم على المشاريع الاستثمارية

تحتاج كل المشاريع الاستثمارية إلى مصادر تمويلية من أجل تحقيقها و إنجازها على أرض الواقع، و قد اختارت مؤسسة الرياض - سطيف طريقة إصدار الأسهم لتمويل بعض مشاريعها الاستثمارية.

و سنتناول في هذا المبحث العناصر التالية :

- تقييم أسهم الرياض - سطيف؛
- دراسة المشاريع الاستثمارية المراد تمويلها بالأسهم؛
- دراسة مدى تغطية إصدار السهم للمشاريع الاستثمارية.

المطلب الأول : تقييم أسهم الرياض - سطيف :⁽¹⁾

إن تقييم المؤسسة تم من طرف خبيرين خارجيين، و قد تمكنا من تحديد سعر السهم الواحد بـ 2300 دج، و هذا ما أتاح للمؤسسة موارد إضافية معبر عنها بعلاوات المساهمين و تقدر بـ 1,3 مليار دينار.

و إن تحديد سعر السهم يأخذ بعين الاعتبار ما يلي :

- المحافظة على فوائد المساهمين الحاليين و ذلك حسب القانون التجاري؛
- حماية فرائد المستثمرين المرتقبين و هذا من ناحية مردودية الاستثمار و التقليل من المخاطر؛

- جمع رؤوس الأموال اللازمة لرفع رأسمال المؤسسة.

و البحث عن القيمة الاقتصادية لسهم الرياض - سطيف دفع بنا إلى تعيين القيم و الطرق

التالية :

¹ : Notice d'information, ERIAD Sétif, p-p: 5-6.

1- القيمة المرتكزة على ممتلكات المؤسسة في 31-12-1997:

إن تعيين القيمة الرياضية للسهم تركز على إعادة تقييم الأصول الصافية و تحسب كما يلي:

رأس المال الإجمالي : 4.000.000.000 دج

الاحتياطي : 1.373.000.000 دج

فرق إعادة التقييم : 2.149.000.000 دج

النتيجة بعد الضرائب : 827.000.000 دج

مصاريف إعدادية : 170.000.000 دج

إعادة تقييم الأصول الصافية : 8.286.000.000 دج

إعادة تقييم الأصول الصافية

و نجد القيمة الرياضية للسهم كما يلي :

عدد الأسهم الحالية

و منه القيمة الرياضية للسهم في نهاية 1997 = $\frac{8.286.000.000}{4.000.000} = 2.070$ دج للسهم الواحد.

2- القيمة المرتكزة على رسملة النتيجة الصافية لسنة 1997 :

قدرات النتيجة الصافية للسنة المالية 1997 بعد الضريبة و توزيع الأرباح بـ 827 مليون دج.

النتيجة المالية الصافية

$$= \frac{827.000.000}{4.000.000} = 206,75 \text{ دج / سهم}$$

= النتيجة بالنسبة لكل سهم

عدد الأسهم

النتيجة بالنسبة لكل سهم

$$= \frac{206,75}{0,08} = 2580 \text{ دج / للسهم. ((1))}$$

= القيمة الاقتصادية للسهم

معدل التحصيل

3- القيمة المرتكزة على رسملة النتائج المستقبلية :

انطلاقا من النتائج التي تحصلت عليها مؤسسة الرياض - سطيف في السنوات الأخيرة من 1992 إلى 1997 تم تقدير النتائج المتوقعة لثلاث سنوات القادمة (1998، 1999، 2000)، فكانت النتائج المقدرة كما يلي :

1998	← 953 مليون دج،
1999	← 1.098 مليون دج،
2000	← 1.243 مليون دج.

المتوسط الحسابي لهذه النتائج = $\frac{1.243+1.098+953}{3}$ = 1.098 مليون دج.

1.098 مليون دج

النتيجة بالنسبة للسهم الواحد = $\frac{1.098}{4}$ = 274,5 دج للسهم الواحد.
4 ملايين سهم

و منه فالقيمة الاقتصادية للسهم = $\frac{274,5}{0,08}$ = 3.430 دج للسهم. ((2))

إن سعر الإصدار المقترح من طرف الخبراء هو المتوسط بين هذه القيم أخذا بعين الاعتبار الأهداف التالية :

- اكتتاب متكامل للسهم من طرف الجمهور و منه نجاح العملية (سعر إصدار معقول)؛
 - أحسن معدل مردود للسهم.
- لهذا قام الخبراء بإعطاء كل قيمة من القيم السابقة معاملا، بحيث تحافظ على الأهداف السابقة الذكر، و من هنا فإن سعر الإصدار يكون محدد أو محصورا بين القيمتين التاليتين :
- القيمة الرياضية > سعر الإصدار > القيمة الاقتصادية.
- و كانت المعاملات المستعملة كما يلي :
- القيمة الرياضية، معامل : 6.
 - القيمة الاقتصادية (1)، معامل : 3.

- القيمة الاقتصادية (2)، معامل : 1.

فأصبحت النتائج بعد الضريبة في المعامل كالتالي :

- القيمة الرياضية : $12.420 = 6 \times 2.070$ د.ج.

- القيمة الاقتصادية (1) : $7.740 = 3 \times 2.580$ د.ج.

- القيمة الاقتصادية (2) : $3.430 = 1 \times 3.430$ د.ج.

المجموع = 23.590 د.ج.

و منه القيمة المتوسطة = $\frac{23.590}{10} = 2.350$ د.ج.

و في الجمعية العامة العادية لمؤسسة الرياض - سطيف، و ذلك بتاريخ 22 سبتمبر 1998 قررت

تحديد سعر الإصدار بـ : 2.300 د.ج.

المطلب الثاني : المشاريع الاستثمارية المراد تمويلها بالأسهم :

إن برنامج التطوير الذي وضعته مؤسسة الرياض - سطيف، و الذي صادق عليه مجلس الإدارة خلال الاجتماع المنعقد في 22 نوفمبر 1998 كان من المفترض أن يدخل بعض التحسينات في الجانب التسييري والتقني، و هذا لرفع المجمع إلى المرتبة التي يجب أن يكون عليها، و ذلك لمسايرة و مواجهة المنافسة و محاولة تقديم منتج جديد للمستهلك.

و تمس هذه التحسينات كلا من الجانب التسييري و التقني.

1- الجانب التسييري:

أقدمت مؤسسة الرياض - سطيف على تحسين و إضافة بعض الوسائل و التقنيات في مجال التسيير، و ذلك بغرض مساعدة المسؤولين على اتخاذ قرارات صائبة و في الوقت المناسب، و كذلك سد بعض الثغرات الموجودة بمبكل المؤسسة، كالتبذير و انعدام الرقابة الداخلية، بالإضافة إلى إعادة النظر في بعض الإجراءات الإدارية و نظام المعلومات المعمول به، و كل هذا من خلال:

1-1 وضع نظام المحاسبة التحليلية للاستغلال:

أوكلت مهمة وضع المحاسبة التحليلية إلى خبير من خارج المؤسسة، و ذلك لأنها أرادت أن تستغل الموارد المتاحة أمامها استغلالا عقلانيا، و كان سيتم وضع النظام باتباع المراحل الثلاث الآتية:

أ- مرحلة التشخيص:

تعتمد هذه العملية على تقييم نظام المعلومات و نقاط الضعف الموجودة في كل من الفروع

التالية :

- مطاحن الهضاب العليا - سطيف؛
- مطاحن الحضنة - المسيلة؛
- مطاحن الزيبان - بسكرة؛
- الصيانة و التحقيق الصناعي - سطيف؛
- نقل الفوارة - سطيف.

ب- مرحلة وضع نظام المحاسبة التحليلية:

تعتبر أهم مرحلة لوضع هذا النظام و ذلك من خلال:

- تقسيم النشاطات إلى مراكز مسؤولية متجانسة؛
- تشفير معايير و مقاييس المحاسبة التحليلية؛
- تعيين التكاليف لكل نشاط أو عملية؛
- استعمال دليل المحاسبة التحليلية.

ج- مرحلة وضع هيكل التكاليف و متابعة المحاسبة التحليلية:

قامت إدارة المؤسسة من خلال المرحلتين السابقتين بإدماج هيكل التكاليف متبوعا بما يلي:

- إجراءات التسيير؛
- الوثائق الشاملة؛
- تحليل تكاليف كل مركز؛
- وضع التكاليف المعيارية؛

إن تحقيق هذا المشروع يكلف المؤسسة تكلفة إجمالية مقدرة بـ 20.000.000 دج.

1-2 وضع نظام تسيير اندماجي آلي :

كان الغرض من وضع هذا النظام هو توظيف إمكانيات و تقنيات تسييرية متناسب

وأهداف المؤسسة، ومن أجل هذا يجب عليها اتباع المراحل التالية :

أ- مرحلة التشخيص: و ذلك بهدف تحديد نقاط القوة و نقاط الضعف.

ب- مرحلة متعلقة بوضع شبكة محلية:

و هي خاصة بالمؤسسة الأم، و قد قدرت هذه الشبكة بـ 5.500.000 دج. بما فيها تكاليف التكوين.

ج- مرحلة متعلقة بوضع شبكة محلية:

و هي خاصة موجهة لمطاحن الهضاب العليا - سطيف. و تحتوي هذه الشبكة على الأنظمة التالية :

- نظام خاص بتسيير الإنتاج؛

- نظام خاص بتسيير الصيانة؛

- نظام خاص للمخزونات و التموين؛

- نظام خاص بتسيير الوظيفة التجارية؛

- نظام خاص بتسيير الموارد البشرية.

و قد قدرت تكاليف إنجاز هذه الشبكة بما فيها تكاليف لجنة الدراسة و التكوين بـ

18.000.000 دج.

جدول رقم (15): البرنامج الزمني لإنجاز نظام التسيير الآلي :

البرنامج المسطر	فترة الإنجاز
* الدراسة و التشخيص	الثلاثي الأول "1999"
* وضع الشبكة الداخلية للمؤسسة الأم	الثلاثي "1999"
* وضع شبكة محلية للفروع (مطاحن الهضاب العليا) : - نظام تسيير الإنتاج، - نظام تسيير الصيانة، - نظام تسيير التموين و المخزونات.	الثلاثي الثالث و الرابع "1999"
- نظام تسيير الوظيفة التجارية. - نظام تسيير الموارد البشرية.	الثلاثي الأول "2000"

Source : Plan de développement, ERIAD Sétif, 1998, p : 06.

1-3 تطوير وظيفة المراجعة:

فرض دخول مؤسسة الرياض - سطيف للبورصة تطوير نظام الرقابة الداخلية، وهذا لمراعاة الشفافية التامة في تعاملاتها و نشاطات التي تقوم بها، و أيضا حفاظا لممتلكاتها و سد الثغرات الموجودة، و ذلك من خلال:

- مراجعة مطابقة النشاط مع ما تم تسطيره؛

- مراجعة الفعالية (العمليات)؛

- مراجعة التسيير (الإستراتيجية).

و لمتابعة هذه الإجراءات قامت المؤسسة باستخدام خلية مراجعة في كل من الفروع و المجمع، وذلك بـ:

- تكوين و تدريب الموظفين بواسطة الملتقيات التي تقوم بشرح كل المفاهيم المتعلقة

بالمراجعة، بالإضافة إلى الحيازة على كتب تعالج موضوع المراجعة؛

- إعداد خطة للمراجعة؛

- وضع لجنة مراقبة؛

- تحديد برنامج مهمة المؤسسة؛

- وضع نظام التقييم.

و قد قدرت تكلفة تطوير وظيفة المراجعة بـ 8.000.000 د.ج.

1-4 ترقية المواصفات القياسية و الحصول على شهادة المطابقة « ISO : 9002 » :(*)

إن ترقية و تطوير المواصفات القياسية (La normalisation) هدفها هو الوصول إلى الجودة

الشاملة، وذلك عن طريق القيام بإجراءات تقييمية تعتمد على :

- اللائحة رقم (5) الصادر عن مجلس إدارة المؤسسة المنعقد في 22 نوفمبر 1998، و المتعلقة

بكيفية الحصول على شهادة المطابقة؛

- تعيين أقسام تهتم بالجودة في كل من المؤسسة الأم و الفروع؛

(*) : ISO : International Organization for Standardisation. (المنظمة الدولية للتقييس).

ISO : 9002 : أنظمة الجودة- نموذج لضمان الجودة في الإنتاج، التركيب و الخدمة.

قبول طلب المؤسسة المتعلق بالحصول على شهادة من طرف الجمعية الفرنسية لضمان الجودة « AFAQ »؛

- تعيين لجنة لقيادة مشروع الحصول على الشهادة؛
 - التكوين في مجال المواصفات القياسية و نظام الجودة.
- و سيتم تطبيق هذه العملية ابتداء من جانفي 2000، في حين قدرت تكلفة الحصول على هذه الشهادة بـ : 12.000.000 دج.

جدول رقم (16): البرنامج الزمني الخاص بعمليات الحصول على شهادة المطابقة :

البرنامج المسطر	فترة الإنجاز
- تأكيد الاتصالات مع الهيئات التي تمنح الشهادة	الثلاثي الأول "1999"
- إعداد دليل الإجراءات الخاص بالمؤسسة.	أفريل - ماي "1999"
- الإنطلاق في تكوين الدفعة الأولى.	الثلاثي الثالث "1999"
- تحمل أعباء مهمة مراجعة الجودة في إطار الإجراءات الخاصة بالحصول على الشهادة.	بداية "2000"

Source : Plan de développement, Op, Cit., p : 09.

1-5 ترقية و تطوير سياسة الاتصال :

إن بعث و تحقيق عملية العرض العلني للادخار حفزت المؤسسة على تبني سياسة اتصال متطورة و فعالة، و هذا من خلال ما يلي :

- إعطاء معلومات خاصة بالتسيير للمساهمين الجدد؛
 - إعطاء معلومات ملموسة خاصة بتطور المؤسسة و ذلك عن طريق وسائل الإعلام؛
 - إعطاء صورة حقيقية للمؤسسة عن طريق إصدار دورية شهرية خاصة بالمؤسسة.
- و فيما يلي هذا جدول يبين لنا الميزانية المالية التقديرية لهذه العمليات.

جدول رقم (17): الميزانية المالية التقديرية لعمليات الاتصال بمؤسسة الرياض سطيف (سنة 1999)
الوحدة : دج

رقم العملية	العملية	تكلفة العملية
1	دوريات داخلية	6.000.000
2	تكوين و تجمعات	5.000.000
3	الإعلانات الإخبارية	5.000.000
4	(SPONSORING)	5.000.000
5	معارض و تظاهرات	5.000.000
6	تهيئة محيط الفروع	10.000.000
7	عمليات أخرى مختلفة	2.000.000
المجموع		38.000.000

Source : Ibid, p : 10.

1-6 رفع و تحسين مستوى الموارد البشرية:

لقد قامت المؤسسة بتسطير عملية تكوين تدخل في إطار رفع مستوى مستخدميها من الجانب التسييري، و هذا بعد أن اعتمدت أنظمة تسييرية جديدة، و تمثل ذلك في وضع برنامج تكوين خلال سنة 1999، يستفيد منه 240 عاملا.

أما عن اختصاصات التكوين فكانت كما يلي:

- المحاسبة التحليلية؛

- إجراءات الجودة و شهادة المطابقة (ISO 9002)؛

- المراجعة؛

- التسيير الآلي و الاندماجي؛

- تقنيات الاتصال.

و فيما يلي هذا جدول يبين لنا برنامج هذا التكوين و تكلفته.

جدول رقم (18) : برنامج تكوين مستخدمي مؤسسة الرياض - سطيف (سنة 1999) :

الوحدة : دج

البيان	المحاسبة التحليلية		المراجعة	النظام الإندماجي للتسيير	تسيير و إتصال	رسكلة عمال المطاحن	المجموع
عدد العمال المستفيدين	30	50	50	50	80	30	240
تكلفة العملية	3.000.000	8.000.000	8.000.000	1.000.000	4.000.000	8.331.000	32.311.000

Source : Ibid, p : 11.

و بعد التطرق لكافة التحسينات التي كانت تنوي المؤسسة إحداثها على الجانب التسييري، هذا الآن جدول يشمل كل هذه العمليات و مقدار تكلفتها، مع تحديد فترة إنجازها.

جدول رقم (19): جدول إجمالي لعمليات برنامج تحسين الجانب التسييري لمؤسسة الرياض - سطيف.

الوحدة : دج

فترة الإنجاز	التكلفة المقدرة للنشاط (دج)			البرنامج
	المجموع	تكوين	تقديم خدمات	
نهاية 2000	20.000.000	3.000.000	17.000.000	وضع نظام محاسبة تحليلية
نهاية 1999	18.000.000	1.000.000	17.000.000	وضع نظام تسيير اندماجي - آلي
نهاية 1999	8.000.000	8.000.000	-	تطوير وظيفة المراجعة
السداسي الأول 2000	12.000.000	8.000.000	4.000.000	ترقية المواصفات القياسية و الحصول على الشهادة
خلال سنة 1999	38.000.000	4.000.000	34.000.000	ترقية سياسة الاتصال
2000/1999	96.000.000	24.000.000	72.000.000	المجموع

Source : Idem.

2- الجانب التقني:

فيما يخص الجانب التقني فقد اهتمت مؤسسة الرياض - سطيف أساسا بزيادة القدرة الإنتاجية، لبعض المطاحن و تحديث مكائنها، و قد اقتصرت الأشغال على مشروعات أساسيين هما:

1-2 الطاقة الإنتاجية :

و تم ذلك بمراكز معالجة القمح الصلب و القمح اللين (السميد و الفرينة). بمنطقة تقرت، عن طريق إضافة مطحنة و مسمدة جديدتين. بمركب بقدرة إنتاجية تقدر بـ : 3000 قنطار/يوم، وذلك إضافة إلى 3000 قنطار/يوم التي كانت تحقق سابقا و قد منحها ذلك عدة امتيازات جعلتها تقلل من مجموع التكاليف و نذكر منها وجود أهراء للمواد الأولية و كذلك خط للسكة الحديدية يمر بالوحدة إضافة إلى حسن الاستغلال بفضل كفاءة المستخدمين الإداريين.

و هذا المشروع كان سيحسن من إنتاجية هذا الفرع -مطاحن الواحات- إذ تتمكن من تغطية احتياجات السوق في كل من : مدينة الوادي، إيزي، ورقلة...

2-2 إنتاج العجائن الغذائية :

يتمثل هذا المشروع في إنتاج العجائن الغذائية بقدرة 1000 قنطار/يوم. بمطاحن الصومام، سيدي عيش كما هو الشأن في تقرت التي استفادت هي الأخرى من هذا المشروع و قد أعطاهما ذلك امتيازات تمثلت في رفع إنتاجية الفرع و إعطاء ميزة تنافسية للمنتجات و تحقق ذلك بفضل:

- تهيئة الأهراء الموجودة؛
- وفرة المواد الأولية و بالتالي التخفيض من تكاليف النقل؛
- وجود مستخدمين متخصصين في الإمداد؛
- وجود سوق معتبر لترويج المنتجات؛
- مرور خط السكة الحديدية بالوحدة.

بالإضافة إلى هذين المشروعين يوجد مشروع آخر يتمثل في عقد الشراكة مع مؤسسة خاصة تهم بتغليف منتجات العجائن الغذائية و ذلك للنوعية الرديئة للتغليف الموجودة بالمؤسسة.

و فيما يلي : حصيلة برنامج التطوير لمؤسسة الرياض - سطيف في شكل جدول.

جدول رقم (20): جدول تحصيلي لبرنامج تطور مؤسسة الرياض - سطيف.

الوحدة : 10³ دج

البرامج التطويرية	التكلفة المقدرة		المجموع	فترة الإنجاز
	تكوين	خدمات أو تجهيزات		
على المستوى التسييري				
- المحاسبة التحليلية	17.000	3.000	20.000	نهاية 2000
- النظام الآلي للتسيير	17.000	1.000	18.000	نهاية 1999
- تطوير المراجعة	-	8.000	8.000	نهاية 1999
- شهادة المطابقة ISO 9002	4.000	8.000	12.000	السداسي الأول 2000
- تطوير الاتصال	34.000	4.000	38.000	نهاية 1999
المجموع	72.000	24.000	96.000	
على المستوى التقني				
تطوير و تحديث وحدات الإنتاج	810.000	8.311	818.311	السداسي الأول 2001
المجموع	810.000	8.311	818.311	
زيادة القدرة الإنتاجية				
- في صناعة العجائن الغذائية سيدي عيش	953.107	-		السداسي الأول 2002
- تطوير مطاحن تقرت	725.322	-		السداسي الثاني 2002
- تطوير مطاحن برج بوعرييج	600.000	-		السداسي الثاني 2001
المجموع	2.278.429		2.278.429	
الشراكة				
- مشروع التغليف	328.500	-	328.500	
المجموع	328.500	-	328.500	
المجموع الكلي	3.488.929		3.521.240	

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

من خلال الجدول نلاحظ أن المؤسسة أعطت أهمية للجانب التسييري من خلال السرعة في فترات الإنجاز، كما أن المؤسسة عملت على زيادة القدرة الإنتاجية فخصصت مبلغ يقدر بـ : 2278929000 دج، خاصة على مستوى فروعها في الشمال، كما خصصت المؤسسة مبلغ 328500000 دج لحل مشكل التغليف بالشراكة مع الشركات الأجنبية.

المطلب الثالث : تأثير تكلفة رأس المال على المشاريع الاستثمارية :

قبل حساب نسبة مساهمة الأوراق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية، فإننا نستبعد أولا مصاريف الإصدار، إذ أن عملية إصدار الأسهم من طرف الرياض سطيف حملتها المصاريف التالية :⁽¹⁾

مصاريف تأشيرة المذكرة الإعلامية.....	1.725.000 دج.
عمولة الوسطاء الماليين.....	23.360.000 دج.
مصاريف متعلقة بالمؤسسة.....	1.500.000 دج.
مصاريف طبع الأسهم.....	6.000.000 دج.
مصاريف الاتصال و التسويق.....	115.000.000 دج.
مصاريف أخرى.....	500.000 دج
المجموع =	148.085.000 دج

الحصيلة الصافية من إصدار الأسهم :

قيمة الإصدار = $2.300 \times 1000.000 = 2.300.000.000$ دج.

الناتج الصافي = قيمة الإصدار - مصاريف الإصدار

= $2.300.000.000 - 148.085.000 = 2.151.915.000$ دج.

$$\frac{\text{مصاريف الإصدار}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{و منه تكلفة إصدار السهم الواحد}$$

$$= \frac{148.085.000}{1.000.000} = 148,085 \text{ دج.}$$

¹ : Notice d'information, ERIAD Sétif, 1998, p : 6.

1- نسبة التمويل بالأسهم للمشاريع الاستثمارية :

$\frac{\text{الناتج الصافي لإصدار الأسهم}}{\text{نسبة التمويل}} = \text{تكلفة الاستثمار}$

$$= \frac{2.151.915.000}{3.521.240.000} = 0,6112 \text{ أي } 61.12\%$$

$$\text{النسبة الباقية من التمويل} = 100\% - 61.12\% = 38.88\%$$

و هذه الأخيرة تمول عن طريق التمويل الذاتي، حيث كانت قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة الرياض

— سطيف لنشاط 1998 على الشكل التالي :

$$\text{الأرباح المحتجزة} = 225.817.102,63 \text{ دج.}$$

$$\text{الاهتلاكات و المؤونات} = 986.452.806,33 \text{ دج.}$$

$$\text{المجموع} = 1.212.269.908,99 \text{ دج}$$

$\frac{\text{قدرة التمويل الذاتي}}{\text{نسبة التمويل بالتمويل الذاتي}} = \text{تكلفة الاستثمار}$	$= \frac{1.212.269.909}{3.521.240.000} = 0,3442 \text{ أي } 34.42\%$
---	--

$$\text{و منه مجموع التمويل} = 61,21\% + 34,42\% = 95,54\%$$

$$\text{النسبة الباقية من التمويل} = 100\% - 95,54\% = 4,46\%$$

و عليه فإن الجزء الباقي و هو : 157.055.811 دج و الذي يمثل نسبة 4,46 % فإنه يمول بحصيلة

نشاط 1999، عن طريق اقتطاع القيمة الباقية من النتيجة الصافية المتحصل عليها، لأن البرنامج

الاستثماري المسطر يمتد على مدار خمس سنوات من 1998 إلى غاية 2003.

و بما أن مؤسسة الرياض — سطيف اعتمدت في تنفيذ مشروعها الاستثماري على عنصرين

تمويلين (الأسهم و التمويل الذاتي) و بنسبة أكبر على حصيلة إصدار الأسهم فإن نسبة الرافعة

المالية ستكون منخفضة جدا، و هذا ما يوفر للمؤسسة هامش أمان يتيح لها الفرصة في الاستفادة

من العروض (لأنها لم تستغل كل طاقتها الاقتراضية) في حالة وجود نمو في المستقبل.

2- الاقتراحات الاستثمارية :

و بعد التطرق لحساب نسبة التمويل بالأسهم، ننتقل الآن إلى دراسة تأثير قرار التمويل، و المتمثل في التمويل بالأسهم و التمويل الذاتي و ذلك على البرنامج الاستثماري أي على قرار الاستثمار. و سنقوم في البداية بحساب تكلفة الأسهم و تكلفة التمويل الذاتي ثم دراسة المقترحات الاستثمارية ثم حساب تكلفة رأس المال.

$$\text{معدل توزيع الأرباح في نهاية السنة} \\ \text{تكلفة الأسهم العادية الجديدة} = \frac{\text{معدل النمو} + 1 - \text{تكلفة الإصدار كنسبة مئوية}}{\text{معدل النمو}}$$

حيث أنه :

- بلغ معدل توزيع الأرباح على المساهمين 2,20% (*)، و قد تم حسابه كما يلي :
- توزيعات الأرباح بلغت 50,86 دج و سعر الإصدار هو 2.300 دج،
- و بقسمة الأول على الثاني نحصل على 0,022 أي = 2,2 %.
- تكلفة الإصدار كنسبة مئوية : بلغت تكاليف الإصدار الكلية 148.085.000 دج،
- إذن تكلفة إصدار السهم هي 148,085 دج.
- و منه نسبة تكلفة الإصدار هي كما يلي :
- $$\frac{148,085}{2.300} = 0,064 \text{ أي } 6,4 \%$$

- معدل النمو : بلغ الأرباح الصافية بإصدار الأسهم 13,5% ⁽¹⁾.

و عليه :

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{2,2\%}{0,046-1} + 13,5\% = 15,85\%$$

* : لمزيد من التفصيل ارجع إلى مشروع لوائح الجمعية العادية لمؤسسة الرياض سطيف، بتاريخ 20 سبتمبر 1999 اللاحقة الثالثة.

¹ : Conjoncture, revue d'information et d'analyse de l'économie Algérienne, N° 57, Août 1999, p : 8.

و يشير هذا المعدل المحصل عليه إلى أنه يجب على المؤسسة الرياض - سطيف أن تحقق معدل عائد على الاستثمار يساوي تكلفة يساوي الأسهم العادية، لكي تجعل من هذه الأموال أكثر قيمة أو بصيغة أخرى، تكلفة الأسهم العادية تعبر عن المعدل الواجب كسبه من الاستثمار، بحيث لا تتأثر قيمة الأموال المملوكة الموجودة أصلاً.

و لكي نحدد تأثير أسعار الأسهم بهذه التكلفة، فإننا نلجأ إلى حساب معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون، و ذلك حسب العلاقة التالية :

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \frac{\text{توزيعات الأرباح}}{\text{سعر السهم}} + \text{معدل النمو}$$

$$\begin{aligned} \text{و منه معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين} &= \frac{50,86}{2.3000} + 13,5\% \\ &= 2,2\% + 13,5\% \\ &= 15,7\% \end{aligned}$$

إذن فالمستثمرون يطلبون معدل عائد قدره 15,7 %، و هذا يوجب على المؤسسة الرياض - سطيف أن تحقق عائدا أكبر منه حتى تستطيع دفع معدل العائد المطلوب من وراء المشاريع الاستثمارية التي تم تمويلها بالأسهم.

وإذا حققت أرباحا تعادل تكلفة الأسهم العادية على الاستثمارات، فإنها ترتفع ربحية السهم عن العائد المتوقع، و بالتالي فإن أسعار الأسهم سترتفع هي الأخرى. و إذا حققت نسبة أقل من تكلفة الأسهم (15,85%)، فإن كل من ربحية السهم و التوزيعات ستخفض مما ينتج عنه انخفاض أسعار الأسهم.

و لمعرفة مدى تأثير قرارات التمويل على قرارات الاستثمار فإننا نلجأ إلى دراسة الاقتراحات الاستثمارية، و ذلك بأخذ ثلاث مشاريع كعينة و نقوم بدراسة تأثير رأس المال على المقترحات الاستثمارية.

و الجدول التالي يبين لنا تقييم هذه الاقتراحات الاستثمارية.

جدول رقم (21): تقييم الاقتراحات الاستثمارية :

الوحدة : 10³ دج

رقم المشروع	اسم المشروع	القيمة الحالية الصافية	معدل العائد الداخلي	فترة الاسترداد	تكلفة المشروع
1	مشروع تقرت (توسيع المطحنة)	1.856.024 (+)	18 %	سنتين	725.322
2	مشروع جيجل (توسيع المطحنة)	1.699.569 (+)	17 %	سني و نصف	
3	مشروع سيدي عيش (صناعة العجائن الغذائية)	3.448.000 (+)	25 %	سنتين	953.107

Source : Plan de développement, ERIAD-SETIF,1998, p : 16.

3- تكلفة رأسمال مؤسسة الرياض - سطيف :

بما أن عملية تمويل البرنامج الاستثماري لمؤسسة الرياض - سطيف تمت عن طريق حقوق

الملكية (الأسهم، التمويل الذاتي)، فإن تكلفة رأس المال (معدل الخصم)

تحسب على أساس هذين العنصرين : - تكلفة الأسهم العادية و تساوي 15,85 %.

- تكلفة التمويل الذاتي (*) و تساوي 15,70 %.

و عليه فالمتوسط المرجع لتكلفة رأس المال يكون على الشكل التالي :

* : تمثل تكلفة التمويل الذاتي في معدل العائد الواجب كسبه من الاستثمارات بحيث يكون مساويا لمعدل العائد الذي يتوقعه المستثمرون عن الأسهم و تمثل هذه التكلفة في تكلفة الأرباح المحتجزة، بينما نكلفه الإهلاك و المؤنات فإنما نستبعد لأنها محملة آليا على الأرباح المحتجزة و عليه فتكلفة هذه الأخير تساوي معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين (15,70%)

جدول رقم (22): التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس مال مؤسسة الرياض - سطيف.

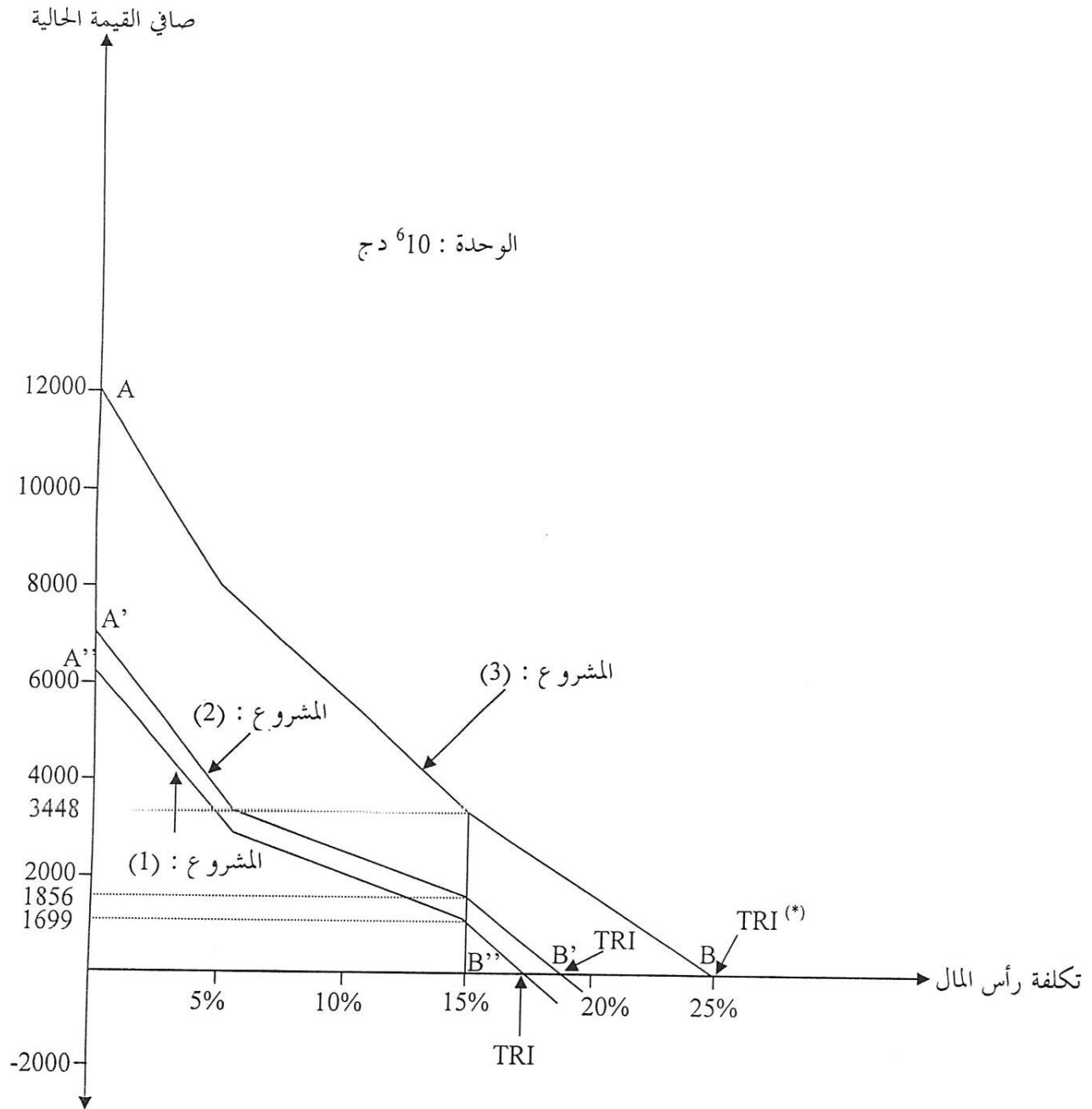
مصدر التمويل	نسبة التمويل	تكلفة مصدر التمويل	التكلفة المرجحة
الأسهم العادية	% 61,12	% 15,85	$5,4 = (15,85 \times 61,12)$
التمويل الذاتي	% 34,42	% 15,70	$9,6 = (15,7 \times 34,42)$
التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال	--	--	$15 = (% 9,6 + % 5,4)$

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

فمؤسسة الرياض - سطيف استعملت معدل 15 % لخصم التدفقات النقدية المتولدة عن المشاريع الاستثمارية، و تعتبر تكلفة رأس المال قاعدة أساسية لرفض أو قبول الاقتراحات الاستثمارية، وعليه فإن مؤسسة الرياض - سطيف ترفض كل مشروع يكون معدل عائده الداخلي أقل من تكلفة رأس المال. فالمشاريع الثلاثة معدل عائدها الداخلي أكبر من تكلفة رأس المال من وجهة النظر الاقتصادية المشاريع الثلاثة مقبولة.

و المنحنى البياني يبين لنا تأثير تكلفة رأس المال على الاقتراحات الاستثمارية :

الشكل رقم (11) : تأثير رأس المال على الاقتراحات الاستثمارية:



المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول رقم (21).

* TRI : Taux de Rentabilité Interne (معدل العائد الداخلي)

من خلال المنحنى البياني السابق فإننا نلاحظ ما يلي :

- عند النقاط (A, A', A'') تكون تكلفة رأس المال (معدل الخصم) منعدمة فإن صافي القيمة الحالية $(V.A.N)$ تكون مرتفعة، وعند هذه النقاط فإن $(V.A.N)$ تحسب عن طريق جمع صافي التدفق النقدي و طرح منه تكلفة الاستثمار، و مع ارتفاع تكلفة رأس المال تبدأ منحنيات صافي القيمة الحالية بالتزول إلى غاية وصولها إلى رأس النقاط (B, B', B'') ، و عند تقاطعها مع المحور الأفقي يصبح صافي القيمة الحالية يساوي الصفر، و بصيغة أخرى، صافي القيمة الحالية - تكلفة الاستثمار $= 0$.

وانطلاقاً من النقاط (B, B', B'') و مع ارتفاع معدل الخصم فإن صافي القيمة الحالية سيؤول إلى قيمة سالبة (كما هو موضح في الشكل)، و ذلك راجع إلى كون أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية تكون أقل من تكلفة الاستثمار، و باتجاه معدل الخصم إلى الزيادة عن النقاط (B, B', B'') تتجه القيمة الحالية الصافية إلى قيم سالبة.

واعتباراً من هذه النقاط فإن مؤسسة الرياض - سطيف ترفض المشاريع إذا كان معدل الخصم أكبر من معدل تكلفة رأس المال. و يعتبر آخر تكلفة مصادر التمويل (أسهم عادية و تمويل ذاتي) مرتفعة بينما مردودية المشاريع الاستثمارية منخفضة، و هو ما يترك مؤسسة الرياض - سطيف عاجزة عن دفع تكلفة مصادر التمويل، و الانعكاس المباشر على أسهمها في البورصة، بحيث تتجه الأسعار نحو الانخفاض و ذلك لقلة الطلب عليها من طرف المستثمرين.

من هنا تظهر العلاقة الموجودة بين القرارات التمويلية و القرارات الاستثمارية، فكل منها يؤثر و يتأثر بالآخر، فقرار التمويل يؤثر على قرار الاستثمار من ناحية تكلفة مصادر التمويل، لأن هذه الأخيرة تستخدم لتقييم الاقتراحات الاستثمارية. وقرار التمويل يؤثر على القرار التمويلي من ناحية ما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من تكلفة رأس المال، و بالتالي فالاقترح الاستثماري يقابل بالرفض.

وختاما لهذا الفصل نستخلص بأن تجربة مؤسسة - سطيف من خلال دخولها البورصة وإصدارها للأسهم، كانت ناجحة بنسبة كبيرة و هذا بغض النظر عن الهدف الذي تصبو إليه الدولة و المتمثل في مساهمة المؤسسة في تفعيل السوق المالية.

و لما كان من الضروري أن تقوم مؤسسة الرياض - سطيف بإصلاحات و تعديلات على مستواها كإنشاء أنظمة جديدة فيما يخص المحاسبة التحليلية و المراجعة و شهادة المواصفات القياسية (ISO 9002)، بالإضافة إلى تطوير نظام الاتصال لأنهما مقبلة على الألفية الثالثة بتكنولوجيتها المتطورة، و التي توجب المسايرة و المواكبة خاصة و نحن في عصر العولمة.

و قد اختارت مؤسسة الرياض - سطيف طريق البورصة من أجل ضمان استمراريته خاصة و أن مثل هذا النوع من الصناعة بدأ يشهد منافسة حادة. و أيضا لأنها وجدت ضمان في إصدار الأسهم المصدر المناسب لتمويل مشاريعها الاستثمارية إذ تعتبرها أقل تكلفة و أقل خطورة.

الفصل

الرابع

الفصل الرابع : استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار سهم رياض سطيف

بعدما تطرقنا في الفصل السابق لدراسة مؤسسة الرياض و الظروف التي تم فيها إصدار الأسهم سنتطرق في هذا الفصل إلى استعمال التحليل الأساسي لتقييم أسهمها و محاولة إيجاد قيمة محورية و ذلك من خلال دراسة الوضعية الاقتصادية للاقتصاد الوطني لغاية سنة 2003، ثم نقوم بدراسة و تحليل ظروف الصناعات الغذائية و التركيز على قطاع المطاحن و العجائن الغذائية وأخيرا نتطرق إلى تحليل ظروف مؤسسة الرياض - سطيف - لسنوات 2001، 2002، 2003 ومحاولة التنبؤ لما ستؤول إليه هذه الوضعية في 2005.

المبحث الأول : الظروف الاقتصادية

قبل دراسة الظروف الاقتصادية من خلال أهم عناصرها كالناتج الوطني المحلي، السياسة المالية و النقدية، فيجب التنويه أن سنة 2003 تميزت بما يلي :

- سعر البترول سجل مستويات جيدة مقارنة بالسنوات السابقة حيث كان معدل سنوي 28.9 دولار/برميل⁽¹⁾، حيث استطاعت الجزائر أن تستفيد من هذه الوضعية التي يمر بها سوق المحروقات من ارتفاع الطلب حيث أن حصة الجزائر في أوبيب هو 780.000 برميل يوميا؛

- ارتفاع قيمة اليورو مقارنة مع الدولار بنسبة 20%؛
- وضعية مالية خارجية مريحة و ذلك راجع إلى الزيادة في احتياطي الصرف من سنة إلى أخرى حيث قدر بـ : 32.94 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2003 مقابل 23.1 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2002، و هذه الزيادة ناتجة أساسا عن الوضعية الإيجابية للميزان التجاري و الجدول الموالي يوضح تطور احتياطي الصرف.

جدول رقم (23): تطور احتياطي الصرف للفترة 1994 - 2003.

الوحدة مليار \$

السنة	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
احتياطي الصرف	2.64	2.11	4.23	8.05	6.84	4.41	11.91	17.96	23.1	32.94

المصدر: موقع الانترنت لوزارة المالية www.finance-algerie.org

كما هو واضح فإنه ابتداء من سنة 2000 شهد الاحتياطي نموا على مدى أربع سنوات متتالية، و هذا ما أثر على الدين الخارجي بالإيجاب حيث انخفض هذا الأخير إلى 35 % من الناتج المحلي مقارنة بـ 42 % في 2002 في حين انخفضت خدمة الدين إلى 18.17 % مقارنة بـ 22.84 في 2002.

جدول رقم (24): تطور الدين و خدمة الدين للفترة 1992-2003.

الوحدة مليار \$

2003	2002	2001	2000	99	98	97	96	95	94	93	92	
23.20	22.54	22.31	25.08	28.14	30.26	31.06	33.23	31.31	28.85	25.02	25.88	الدين الخارجي
18.17	22.84	22.8	19.9	39.2	47.8	33.15	31.48	42.69	48.7	-	-	خدمة الدين %

المصدر: موقع الإنترنت لوزارة المالية www.finance-algerie.org.

- "فيما يخص البطالة فإن اليد النشطة تقدر في 2003 بـ: 8.778 مليون شخص أي 27.8 % من المجتمع منها 6.7 مليون شخص لها عمل أي 76.32 % من اليد النشطة، كما تقدر اليد العاطلة بـ : 2.078 مليون شخص أي 23.68 % بانخفاض 4 % مقارنة بـ : 2001" (1) ؛

- " قدر معدل الاستثمار بـ : 25 % من الناتج المحلي الخام ، كما قدر استثمار القطاع الخاص بـ 400 مليار دينار جزائري، و هذا الرقم تؤكد القروض التي منحت لهذا القطاع المسجلة لدى الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار ANDI" (2)؛

كل المؤشرات السابقة تبين التطور الإيجابي للاقتصاد الجزائري ابتداء من سنة 2000 إلى غاية 2003 و كل التوقعات تبين استمرار هذا التطور على المدى القريب و من المحتمل أن تؤثر هذه النتائج إيجابيا على قيمة مؤسسة الرياض و على قيمة أسهمها بالتبعية.

المطلب الأول : الناتج المحلي الخام

شهد الناتج المحلي الخام لسنة 2003 ارتفاعا مقارنة بسنة 2002 حيث ارتفع معدل النمو من 4.1 % إلى 6.8 % و هي المرة التاسعة على التوالي الذي يشهد فيها هذا المؤشر معدلات نمو إيجابية.

جدول رقم (25): تطور الناتج المحلي الخام للفترة 1993 - 2003

2003	2002	2001	2000	99	98	97	96	95	94	93	سنوات
66.6	55.9	54.8	54.4	48.7	48.2	48.2	46.9	42	42.4	49.9	Pib
6.8	4.1	2.1	2.4	3.2	5.1	1.1	4.3	3.9	0.7-	-2.1	النمو %

المصدر: موقع الإنترنت لوزارة المالية www.finance-algerie.org.

و يرجع هذا النمو إلى:

1 : موقع الانترنت للديوان الوطني للإحصاء www.ons.dz/thme-sta.htm2 : موقع الانترنت www.Algeria-interface.com/Economie/new/rubrique/home-f-php

- نمو القطاع الزراعي بـ : 17 % و هو القطاع الذي شهد أكبر نسبة نمو؛
 - للمحروقات كذلك أثر على النمو الإيجابي للناتج المحلي الخام بمعدل 8.1 %.
 - قطاع البناءات و الأشغال العمومية و الخدمات عرف هو كذلك نموا معتبرا حيث قدر بـ : 5.8 % بالنسبة للبناءات و الأشغال العمومية و 5.7 % بالنسبة للخدمات في حين شهد قطاع الصناعة خارج قطاع المحروقات نموا طفيفا يقدر بـ : 1.2 %.
- ستؤثر هذه النتائج إيجابيا على سوق رأس المال بصفة عامة ونتائج المؤسسة بصفة خاصة، حيث، وكما هو معروف أن زيادة في معدل نمو الناتج المحلي الخام بـ : 01 % قد يؤدي إلى زيادة في معدل النمو بـ : 10 % لصالح المؤسسات الوطنية، في حين أن معدل زيادة نمو هذا المؤشر هو 2.7 % أي أن في الحالة العادية سيكون له تأثير جد إيجابي على المدى المتوسط كما أن الاقتصاد يمر بمحلة نمو متزايد خاصة من خلال مخطط الإنعاش الاقتصادي الذي بعث انطلاقا من سنة 2001 على مدى خمس سنوات حيث خصص له سبعة ملايين دولار⁽¹⁾ و هو مبلغ يعتبر مكمل للميزانية موجه لتدعيم البنية التحتية قصد جلب الاستثمارات الأجنبية و كذلك تخفيض البطالة و ترقية الجانب الاجتماعي و المبلغ موزع كما يلي :
- 20 % التنمية المحلية؛
 - 40 % تدعيم الخدمات العمومية؛
 - 18 % تطوير الموارد البشرية؛
 - 18 % تدعيم الإصلاحات خاصة البنوك العمومية.
- " يعتبر النمو الاقتصادي أحد عوامل ارتفاع مؤشر سوق رأس المال، حيث أن كل القطاعات تستفيد من هذا النمو من خلال زيادة في المبيعات وتطور في الاحتياطات والنتائج كل النتائج الإيجابية التي تسود الحالة الاقتصادية لا تظهر على المؤسسة إلا بعد مدة زمنية ما بين 06 أشهر و سنة"⁽²⁾
- استنادا لهذا الشرط تكون مؤسسة الريااض قد استفادت من هذه الحالة الاقتصادية الجيدة و ستستفيد منها مستقبلا.

1 : موقع الانترنت www.senat.fr/theme/td17recent.htm/

2 : Jean François Subielle, Comprendre la bourse sur internet, Edition d'organisation, Paris 2001, P : 263

المطلب الثاني : السياسة المالية

تعتبر السياسة المالية من أهم العناصر التي تولى بالاهتمام لدى المحلل الأساسي عند قيامه بتحليل الظروف الاقتصادية لما لها من تأثير على أسواق الأوراق المالية، ويهتم المحلل الأساسي أساسا بالعناصر التالية:

1- النظام الضريبي: سنتطرق للنظام الضريبي من خلال:

1-1 الإصلاح الضريبي

شرع النظام الضريبي الجزائري ابتداء من سنة 1992 في إصلاحات ذلك ليحذو حذو الإصلاحات الاقتصادية التي خاضتها البلاد و لتواكب التحولات التي يشهدها الاقتصاد الدولي وذلك من خلال ظهور ثلاثة أنواع من الضرائب و هي الضريبة على الدخل الإجمالي (IRG) والضريبة على أرباح الشركات (IBS) و الرسم على القيمة المضافة (TVA) و ذلك لأجل تبسيط وزيادة فعالية هذا النظام حيث :

"أسست (IRG) من خلال قانون المالية لسنة 1991 و هي ضريبة مباشرة تصاعدية من 0-40 % و بالرغم من بساطتها و شفافيتها إلا أنها تواجه مشاكل من حيث تطبيقها كونها تعتمد على تصريح المكلف مما يقلل من نجاعتها بالإضافة إلى إهمالها للدخول غير المصرحة كالأعمال المتزلية و النشاطات الموازية.

أسست (IRS) من خلال قانون المالية لسنة 1991 من خلال المادة 38 و بقدر المعدل المطبق: 30% بعدما كان 42 % ثم 38 % في حين أن الأرباح المعاد استثمارها يطبق عليها معدل 15 %"⁽¹⁾.

"أسست (TVA) بموجب قانون المالية لسنة 1991 و هي ضريبة غير مباشرة بثلاث معدلات 7 % للمواد الأساسية 14 % للمواد الأقل أولوية للكماليات ليطبق الآن معدلين فقط 7 % و 14 % في حين يخضع السميد و العجائن الغذائية للمعدل 7 %"⁽²⁾.

"أعيدت هيكلة تعريف الاستيراد و التي انتقلت من خمس معدلات تتراوح بين 0-45 % لتصبح ثلاثة معدلات تطبق حسب درجة تصنيع المواد الخام 5 %، نصف مصنعة 15 % و المواد الاستهلاكية 30 %"⁽³⁾.

¹ : ناصر مراد، الإصلاحات الضريبية في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثاني 2003 ، ص- ص : 25 26

² : Guide Fiscale des investisseurs, direction générale des impôts, 2003, P : 30

³ : جمال بلخياط، الآثار المتوقعة، للمنظمة العالمية للتجارة على الاستثمار الأجنبي في الجزائر، مذكرة ليل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، 2002-2003، ص: 84.

من خلال الإصلاحات الضريبية التي قامت بها الدولة نلمس تأثيرين على أسعار الأوراق المالية: التأثير السلبي: إن الإصلاحات التي جاء بها هذا النظام في بحملها لصالح المؤسسات مما يؤثر سلبا على المداخيل الجبائية و بالتالي احتمال حدوث عجز في الميزانية و ذلك يدفع الحكومة إلى إصدار أوراق مالية حكومية كأذونات الخزينة لسد هذا العجز و بالتالي توجه الاستثمار نحو هذه الأوراق و بالتالي نقص الطلب على الأوراق المالية الأخرى مما يؤدي إلى انخفاض سعرها.

جدول رقم (26): تطور المداخيل الجبائية و رصيد الميزانية للفترة 1994 - 2003

الوحدة مليار دج

سنوات	94	95	96	97	98	99	2000	2001	2002	2003
المداخيل الجبائية	176.2	242	286.9	312.9	338.5	338.9	363.2	405.3	478.2	542.5
رصيد الميزانية	-89.1	-147.9	-64.3	-07.3	-186.4	-106	-21.4	-123.5	-29.4	-268.6

المصدر: موقع الإنترنت لوزارة المالية www.finance-algerie.org.

يتبين من الجدول تطور المداخيل الجبائية و ذلك راجع لزيادة حجم الاستثمارات الجديدة و ليس لفاعلية النظام الضريبي حيث بلغ متوسط الضغط الضريبي في الجزائر (و هو مؤشر يعبر عن العلاقة بين الإيرادات و الناتج المحلي الخام) 18 % في حين أن معدل الضغط الضريبي النموذجي حسب الاقتصادي "كولين كلارك" 25 % كما أنه يعتبر أقل مما هو سائد في الكثير من الدول بحيث يمثل 20 % في تونس و 24 % في المغرب أما في الدول الصناعية الكبرى فهو 27 % و منه نلمس عدم مردودية النظام الضريبي بعد الإصلاحات بحيث لم يتمكن من تحسين مقدرة التكلفة للدخل الوطني⁽¹⁾

التأثير الإيجابي : هو أن التخفيض في (IBS) إلى 30 % و الأرباح المعاد استثمارها إلى 15 % سيزيد من الأرباح الصافية للمؤسسة و بالتالي زيادة قيمة أسهمها في البورصة بالإضافة إلى أن منتجات مؤسسة الرياض تطبق عليها (TVA) 7 % أي أسعارها قد تكون تنافسية مقارنة بالمنتجات المستوردة التي تخضع لتعريف 30 %.

2-1 التحفيزات الضريبية :

هناك عدة تحفيزات ضريبية منحتها الدولة لجلب الاستثمار المحلي و الأجنبي على حد سواء أو تطوير استثمار في مجال معين أو منطقة جغرافية معينة و من أهم التحفيزات نجد :

- "إعفاءات ضريبية تصل إلى 10 سنوات من (IBS) و (TVA) و دفع الجزائي ، و الرسم على النشاط المهني و الرسم العقاري في حالة استثمارات جديدة"⁽¹⁾.

- "تستفيد المؤسسات المصدرة من إعفاء لمدة خمس سنوات من الضريبة على أرباح الشركات و إعفاء كلي من الرسم على النشاط المهني و (TVA)"⁽²⁾.

- "إعفاء لمدة خمس سنوات من (IBS) و (IRG) على الاستثمار في القيم المنقولة ذات العائد المتغير"⁽³⁾.

كل التحفيزات السابقة ليست في صالح مؤسسة الرياض بل هي في صالح المنافسين المرتقبين والجدد الذين يستفيدون من هذه التحفيزات إلا التحفيز الأخير الذي قد يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم بصفة عامة.

2- الإنفاق الحكومي :

قد تؤدي الزيادة في الإنفاق الحكومي إلى الزيادة في عجز الميزانية مما يؤدي إلى التمويل بالعجز و بالتالي إصدار أوراق حكومية و غالبا ما لا يكون هذا في صالح الأوراق المالية، و قد شهد الإنفاق الحكومي ارتفاعا متزايدا كما يوضحه الجدول التالي :

جدول رقم (27): الإنفاق الحكومي للفترة 1994 - 2003

الوحدة : مليار دج

سنوات	94	95	96	97	98	99	2000	2001	2002	2003
نفقات التسيير	330.4	473.7	590.5	665.2	725.0	842.4	841.4	1056.8	1038.6	1173.8
نفقات التجهيز	235.9	285.9	297.8	275.7	245.7	254.4	318.9	462.5	502.3	612.9
النفقات الكلية	566.3	759.6	888.3	940.9	97.7	1078.8	1160.4	1519.3	1540.9	1786.8

المصدر: موقع الإنترنت لوزارة المالية www.finance-algerie.org.

1: Guide fiscale des investisseurs, Op.Cit, P : 19.

2 : جمال بلخياط، مرجع سابق، ص : 84

3 : Fiscalité de valeur mobiliers, DGI, 2004, P : 13.

من الجدول السابق نلاحظ هناك ارتفاع متزايد للنفقات الكلية و خاصة نفقات التسيير و هذا راجع للنسبة الكبيرة التي تمثلها الأجور في هذه النفقات حيث تعمل الدولة على تقليص هذه النفقات من خلال تجميد الزيادة في أجور الموظفين العمومي و تقليص عمليات التوظيف في القطاعات الحكومية، و بالتالي فإن للإنفاق الحكومي تأثير سلبي على أسهم رياض سطيف.

3- نظام الأسعار:

- **الأسعار المقننة:** و هي التي تخضع لإدارة الدولة سواء عن طريق تحديد الأسعار القصوى أو الهوامش القصوى.

- **الأسعار الحرة:** و هو ما يعرف بنظام التصريح بالأسعار، من خلاله يصرح الأعوان الاقتصاديين بالمنتجات و الأسعار المرغوبة لدى المصالح التجارية و يتعين على الأعوان الالتزام بتلك الأسعار، أما في حالة تغييرها يجب تقديم تصريحاً جديداً لدى نفس المصالح.

"و في إطار اقتصاد السوق صدر الأمر 95 - 06 المؤرخ في 25 جانفي 1995 الذي بمقتضاه تحدد بصفة حرة أسعار السلع و الخدمات، اعتماداً على قواعد المنافسة، إلا أن الدولة تتدخل لتقيّد من مبدأ الحرية العامة للأسعار إذا توفرت بعض الشروط مثل حدوث كارثة طبيعية أو صعوبات في التموين بالنسبة لقطاع نشاط معين أو في منطقة جغرافية معينة"⁽¹⁾

إن نظام الأسعار السائد ليس في صالح مؤسسة الرياض كون أن المنتج الذي تقدمه ذو استهلاك واسع و غالباً ما تكون هذه المنتجات مقيدة من حيث السعر مما يؤثر سلباً على ربحية المؤسسة، أي أن مؤسسة الرياض تحدد أسعارها وفقاً لعوامل اقتصادية بحتة.

المطلب الثالث: السياسة النقدية

إن للسياسة النقدية تأثير على تسعير الأوراق المالية، وكما هو معروف فإن البنك المركزي الجزائري هو المسؤول على تحديد معالم هذه السياسة وفي هذا الإطار "أسس البنك المركزي الجزائري بالقانون رقم 62 - 144 بتاريخ 13 ديسمبر 1962 و الذي حدد هياكل هذا البنك، أحدثت عدة تعديلات على هذا البنك في السبعينات و الثمانينات إلا أن طريقة تسييره كانت شبه مفروضة، إلا أن قانون 90 - 10 المؤرخ في 14 أفريل 1990 المعدل و المكمل و المتعلق بالقرض

1 : ناصر مراد، المرجع السابق، ص : 25.

و النقد، حدد بصفة كاملة الإصلاحات التي مست النظام البنكي الجزائري، بحيث أعطى هذا القانون حرية التسيير هيكليا و وظيفيا و بموجبها أصبح بنك الجزائر عوض البنك المركزي الجزائري، إدارة و مراقبة البنك تؤمن من طرف محافظ البنك و مجلس الإدارة و يترأس هذا المجلس المحافظ و 02 من المراقبين و يتكون مجلس الإدارة من ثلاثة نواب للمحافظ و ثلاثة موظفين سامين يعينون على حسب كفاءتهم في المجال المالي و الاقتصادي، يعين المحافظ و نوابه بمرسوم رئاسي في حين أن الموظفين يعينون بمراسيم تنفيذية⁽¹⁾.

يهدف بنك الجزائر إلى التحكم في المجال النقدي والقرض والصرف، كما يحدد الشروط التي يجب على البنوك و المؤسسات المالية الوطنية و الأجنبية مراعاتها ويحدد المعايير الواجب احترامها لكل بنك، كنسب التسيير البنكية و نسب السيولة، كل هذا من أجل أفضل تطور اقتصادي. بنك الجزائر ممثل في 48 وكالة موزعة على ولايات الوطن و تنسق فيما بينها عن طريق وكالات جهوية في كل من الجزائر و وهران و عنابه. اتسمت الوضعية النقدية لسنة 2003 بما يلي:

- توازن سوق ما بين البنوك (Marché interbancaire) مع إتباع سياسة نقدية حذرة اتجاه سعر صرف الدينار حيث انخفض سعر صرف الدينار في 2003 إلى 77.37 دج بمقابل 79.69 دج/\$ في سنة 2002 و الجدول الموالي يبين سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار من (1994 - 2003).

جدول رقم (28): أسعار الصرف (دج/\$) للفترة 1994 - 2003

سنوات	94	95	96	97	98	99	2000	2001	2002	2003
متوسط سعر الصرف	35.09	47.68	54.77	57.73	58.74	66.64	75.29	77.26	79.69	77.37
سعر الصرف آخر الفترة	42.89	52.18	56.19	58.41	60.35	69.32	75.34	77.82	79.72	72.61

المصدر: موقع الإنترنت لوزارة المالية www.finance-algerie.org.

يبين الجدول السابق استقرارا نسبيا لأسعار الصرف في السنوات الأربع الأخيرة.

- نمو السيولة البنكية حيث أصبح الرصيد الصافي لبنك الجزائر 2408 مليار دج مقارنة بـ 1742.7 دج في ديسمبر 2002، هذه الظاهرة النقدية تميزت بالتطور الإيجابي للوضع النقدية لسنة 2003 من خلال معدل نمو في الكتلة النقدية M_2 (القطع النقدية + ودائع تحت الطلب + ودائع لأجل) بـ : 15.1% في 2003 مقابل 17.3 في 2002 و 22.32 في 2001، هذا الانخفاض راجع لمخطط الإنعاش الاقتصادي؛

- كما تميزت سنة 2003 بزيادة حجم القروض للاقتصاد بـ 11.3% بالرغم من هذه الزيادة التي شهدتها هذا المؤشر (قرض/الناتج المحلي الخام) يبقى دائما دون المستوى إذا ما قورن بحجم السيولة المتوفرة و مقارنة بالدول المجاورة و في هذا الصدد يطمح بنك الجزائر في زيادة نسبة القروض لصالح المؤسسات الإنتاجية و خاصة الصغيرة و المتوسطة، و الجدول الموالي يلخص الوضع النقدية من 1994 - 2003 .

جدول رقم (29): الوضع النقدية للفترة 1994 - 2003

الوحدة مليار دج

سنوات	94	95	96	97	98	99	2000	2001	2002	2003
قروض للاقتصاد	305.8	565.6	776.8	741.3	906.2	1150.7	993.7	1078.4	1266.8	1378.9
قطع و أوراق نقدية	223.0	249.8	290.9	337.6	435.9	440.0	484.5	577.8	664.7	781.3
ودائع تحت الطلب	252.8	269.3	298.2	333.9	422.9	422.2	563.7	661.3	751.6	849.7
ودائع لأجل	247.7	280.5	326.0	409.9	760.1	884.2	974.3	1235.0	1485.2	1723.9
الكتلة النقدية M_2	723.5	799.6	915.1	1081.5	1592.5	1789.4	2022.4	2473.5	2901.5	3354.9
السيولة %	49.1	40.7	36.7	39.8	46.0	46.0	49.3	58.4	65.1	65.2

المصدر: موقع الإنترنت لوزارة المالية www.finance-algeria.org

من الجدول نلاحظ الارتفاع المستمر للكتلة النقدية M_2 على مدى سنوات 1994-2003 و من المحتمل أن تستمر في الارتفاع السنوات القادمة و هذا ما يفسر نمو السيولة حيث بعدما كانت

36.7 في 1996 أصبحت 65.2 % هذا يشرح الوضعية المالية المريحة التي يمر بها القطاع النقدي و من المحتمل أن تستمر هذه النسبة في ارتفاع للسنتين القادمتين.

- كما تميزت هذه المرحلة بزيادة المعروض من النقود، و لهذا استمر بنك الجزائر في تفعيل آليات غير مباشرة لامتناع الفائض من المعروض و هي:

- إعلان للدخار (Appel d'offre) :

و تم هذا ابتداء من أفريل 2002 بمبلغ يقدر ب 100 مليار دج و ارتفع المبلغ في جوان 2003 ليصبح 200 مليار دج و 250 مليار دج في ديسمبر 2003⁽¹⁾ ، و تعتبر عملية الإعلان في جانفي 2003 بمبلغ 160 مليار دج⁽²⁾.

- الاحتياطي الإجباري :

حيث قام بنك الجزائر برفع نسبة الاحتياطي الإجباري من 6.25 % مع نسبة مكافأة 2.5 % في 11 ديسمبر 2002 إلى 6.5 % مع نسبة مكافأة 1.75 في 13 ماي 2004⁽³⁾ ، كما يضم وعاء الاحتياطي الإجباري كل الودائع بالدينار مهما كانت طبيعتها، ودائع تحت الطلب، ودائع لأجل ودائع للاستيراد وسندات ودفتر التوفير وغيرها، و منه هذه الوضعية التي اتسمت بالزيادة في معظم المؤشرات وزيادة المعروض من النقود تأثر على أسعار الأوراق المالية بصفة عامة وأسهم الرياض سطيف بصفة خاصة كما يلي :

1- أسعار الفائدة : بالرغم من الآليات التي طبقها بنك الجزائر إلا أن المعروض من النقود أثر على أسعار الفائدة كون الزيادة في المعروض من النقود تؤدي إلى التخفيض في سعر الفائدة نتيجة لانخفاض في معدل الخصم، ذلك لتشجيع الاستثمارات من خلال زيادة القروض الموجهة للاقتصاد، مما يؤدي إلى انخفاض نسبة البطالة و بالتالي احتمال زيادة الطلب على منتجات مؤسسة الرياض سطيف و بالتالي زيادة أرباحها مما يؤثر بالإيجاب على السعر السوقي لأسهمها، بالإضافة أن الانخفاض في أسعار الفائدة يمكن المؤسسة من تمويل مشاريع ودورة استغلالها بتكلفة أقل و بالتالي زيادة أرباحها الصافية.

1 : موقع الأنترنيت لبنك الجزائر، www.bank-of-algeria.org

2 : Media bank, bank of Algeria, N° : 64, 2003, P : 23.

3 : الوثائق الداخلية لبنك الجزائر.

جدول رقم (30): أسعار الفائدة للفترة 1994 - 2004

سنوات	94	95	96	97	98	99	2000	2001	2002	2003	2004
معدل الخصم	15.00	14.00	13.00	11.00	9.50	8.50	6.00	6.00	5.50	4.50	4.00
المرجع البنكي	18.50	17.00	15.00	13.00	8.50	8.50	8.50	8.00	6.50	6.50	6.00

المصدر: من 94 - 2003 موقع الإنترنت لوزارة المالية www.finance-algeria.org

2004 موقع الإنترنت لبنك الجزائر www.Bank-of-Algeria.org

2- معدل التضخم :

إن امتصاص الفائض في السيولة التي انتهجها بنك الجزائر الغرض منه هو الحد من مخاطر التضخم حيث كان معدل التضخم منخفضا في السنوات الأخيرة حيث بلغ 2.59 وهذا رغم النمو الذي شهدته الكتلة النقدية M_2 و هذا راجع إلى :

" استنادا لدراسة قام بها صندوق النقد الدولي FMI بالنسبة للتضخم تبين أن M_1 و M_2 (الودائع النقدية + ودائع تحت الطلب) مرتبطان إيجابيا بمرونة منخفضة 0.42⁽¹⁾ أي أن تأثير معدل التضخم من زيادة في العائد المطلوب على حقوق الملكية كان جد محدود أي أن أسهم رياض سطيف لم تتأثر بالتضخم.

جدول رقم (31): تغيرات أسعار الاستهلاك للفترة 1994 - 2003

سنوات	94	95	96	97	98	99	2000	2001	2002	2003
التضخم المتوسط السنوي	29.05	29.78	18.69	5.73	4.95	2.64	0.34	4.23	1.42	2.59

المصدر: موقع الإنترنت لوزارة المالية www.finance-algeria.org

بصفة عامة فإن السياسة المالية التي انتهجها بنك الجزائر كانت في صالح مؤسسة الرياض أي بتعبير آخر أن التأثير الإيجابي لهذه السياسة كان أكبر من التأثير السلبي و مع احتمال استمرار هذه الوضعية خلال سنة 2004 - 2005 فإن سعر أسهم الرياض مؤهل للارتفاع.

المبحث الثاني : ظروف الصناعات الغذائية في الجزائر

يعد تحليل ظروف الصناعة أمرا صعبا يتطلب الكثير من الدقة و الجهد للحصول على إحصائيات دقيقة خاصة فيما يتعلق بالقطاع الخاص الذي يشهد نموا كبيرا يكاد يكون عشوائيا هذا من جهة و من جهة أخرى صعوبة تحديد الصناعة بشكل دقيق، فالصناعة التي تنتمي لها مؤسسة الرياض سطيف هي الصناعة الغذائية و هذه الأخيرة مكونة من عدة فروع منها: المطاحن و حليب و مشتقاته و مياه معدنية وغيرها، في دراستنا سنعتمد على الصناعات الغذائية ككل لأن المؤسسة تتأثر بما يتأثر به القطاع ككل، فالمساعدات أو القرارات التي تصدر من الدولة تمس كافة الفروع المكونة للقطاع، هذا لا يمنع أن نعتمد على الإحصائيات التي تخص فرع المطاحن فقط خاصة عندما يتعلق الأمر بالمنافسة و تقدير حجمها و تأثيرها.

المطلب الأول : تحديد الصناعة : تعتبر الصناعات الغذائية من أهم النشاطات الاقتصادية في الاقتصاد الجزائري حيث يولي بأهمية كبيرة من قبل السلطات العمومية كما "تقدر سوق الصناعات الغذائية بـ : 5.4 مليار دولار و العائلات تخصص له 22 % من ميزانيتها"⁽¹⁾. وتعتمد هذه الصناعة أساسا على المنتجات الفلاحية التي تحول و تصنع لغرض الاستهلاك النهائي. وتتكون هذه الصناعة من 20 فرع كما هو موضح في الجدول التالي :

جدول رقم (32): مكونات قطاع الصناعات الغذائية

رمز النشاط	التسمية	رمز النشاط	التسمية
401	مطاحن	433	صناعة الجبن
403	عجائن غذائية و كسكس	441	مصبرات خضر و فواكه
411	مخابز و حلويات	444	مصبرات السمك
414	بسكويت و منتجات الحمية	445	ذبح و تقطيع اللحم
421	تكرير السكر	451	صناعة قطع الحلوى
422	صناعة الخميرة	452	صناعة الشكولاتة و الكاكاو
425	صناعة الحلويات	453	صناعة التوابل
429	مياه معدنية و مشروبات غير كحولية	454	تحضير و تحميص القهوة
431	ملبنة	456	صناعة تغذية الأنعام
432	صناعة الزبدة	461	صناعة المتلجات

Source : Sans auteur, Gestion & entreprise, publication trimestrielle de Inped, N° : 24-25-janvier, avril, 2004 p : 61.

1 : موقع الإنترنت، لغرفة التجارة و الصناعة السويسرية، www.CCIS-Acitivité-économique.htm

1- التوزيع حسب النشاط :

النشاط السائد هو صناعة الدقيق والفرينة، بنسبة 23 % من مجموع مؤسسات القطاع ثم بنسبة 14% و الجدول الموالي يوضح نسبة كل نشاط داخل القطاع

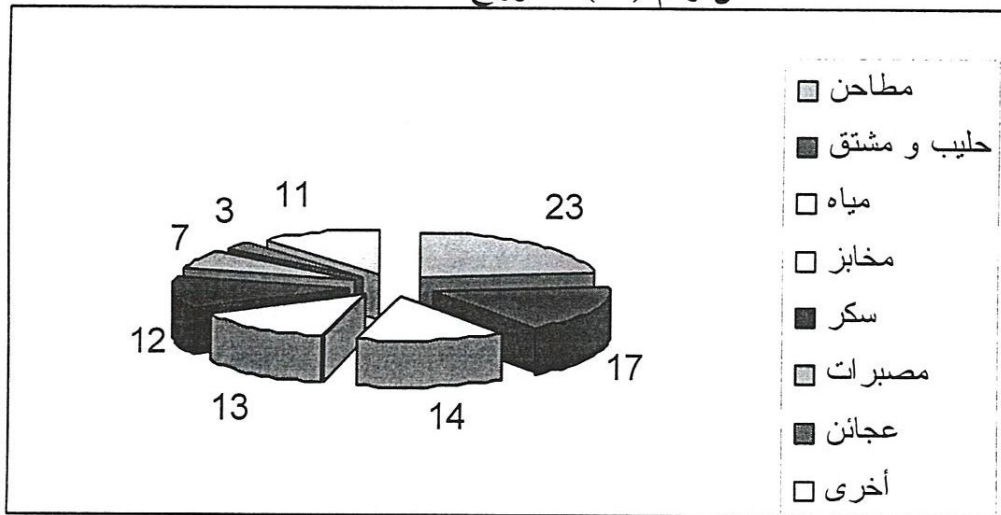
جدول رقم (33): نسبة و متوسط عمر كل نشاط

النشاط المجمع	%	متوسط العمر (سنوات)	النشاط المجمع	%	متوسط العمر (سنوات)
مطاحن (صناعة دقيق)	23	2.7	شوكولاتة	03	20.3
حليب و مشتقاته	17	5.2	مصبرات سمك	02	12.3
مياه معدنية و مشروبات غير كحولية	14	15.2	تحضير و تحميص القهوة	02	08.7
مخابز و حلويات	13	13.6	لحوم	01	04
بسكويت، سكر	12	12.1	تغذية الأنعام	01	03
مصبرات خضر و فواكه	07	14.5	مشروبات كحولية	01	01
عجائن و كسكس	03	03.0	خميرة	01	09

Source : Sans auteur, Enquête PME de la branche agroalimentaire, CENEAP, juillet 2003, p 20.

من الجدول يتضح أن متوسط العمر هو 9.3 بالنسبة للقطاع ككل في حين نلاحظ بالنسبة للمطاحن و العجائن الغذائية و هو النشاط الذي تنتمي إليه مؤسسة الرياض فمتوسط العمر هو ثلاث سنوات و حاليا 4.5 سنة معناه أن معظم المؤسسات التي تنتمي بدأت نشاطها سنة 2000 و هذا ما يفسر فتح هذا الفرع أمام الخواص سنة 1999.

شكل رقم (12): التوزيع حسب النشاط



المصدر : من إعداد الطالب ابتداء الجدول رقم (32)

2- توزيع العمالة حسب النشاط

يعتبر قطاع الصناعات الغذائية من أهم القطاعات التي تشغل عددا لا بأس به من العمال، كما يعتبر كل فرع من المطاحن و المياه المعدنية من أكبر الفروع من حيث نسبة العمالة، كما هو موضح في الجدول.

جدول رقم (34): تطور نسبة العمالة حسب النشاط للفترة 2001 - 2002

النشاط	2001	2002	التغير
حليب و مشتقاته	%19	%22	+ 43%
مطاحن (دقيق و فرينة)	%21	%20	+ 16%
مياه معدنية و مشروبات غير كحولية	%14	%13	+ 06%
مصبرات خضر و فواكه	%14	%12	+ 01%
بسكويت و سكر	%12	%11	+ 11%
الشوكولاتة	%04	%07	+ 86%
مصبرات سمك	%04	%04	+ 37%
عجائن و كسكس	%03	%03	- 04%
مخابز و حلويات	%02	%02	- 02%
تحضير القهوة	%0.2	%0.2	+ 47%
البقية	%06	%08	43
المجموع	%100	%100	+ 21%

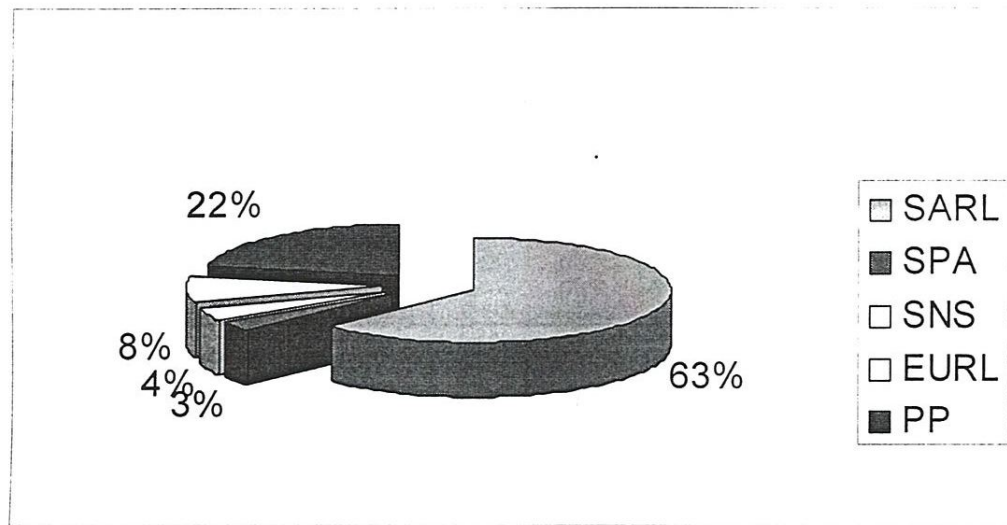
Source : Sans auteur, Enquête PME de la branche agroalimentaire, CENEAP, juillet 2003, op.cit, p 20.

من الجدول يتضح أن هناك زيادة في العمال في كل فروع القطاع باستثناء فرع عجائن و كسكسي الذي شهد تغيرا قدره 04% - و هذا يفسر الوضعية التي يمر بها الفرع.

3- التوزيع حسب الطبيعة القانونية

تعتبر الطبيعة القانونية " مؤسسة ذات مسؤولية محدودة " (SARL) الشكل السائد بنسبة 63 % و في الصف الثاني يأتي شكل الشخص الطبيعي بنسبة 22 % لأن معظم المخابز تحبذ هذا الشكل في حين أن شكل مؤسسة ذات أسهم تحتل المرتبة الأخيرة بـ 03 % لهذا على السلطات العمومية و بالخصوص البنوك و المؤسسات المالية أن تلعب دورها في حث المستثمرين على اختيار هذا الشكل لما فيه من حرية و سرعة انتقال الأموال.

شكل (13): التوزيع حسب الطبيعة القانونية



Source : Ibid, P : 25

المطلب الثاني : اعتبارات يجب أخذها بعين الاعتبار

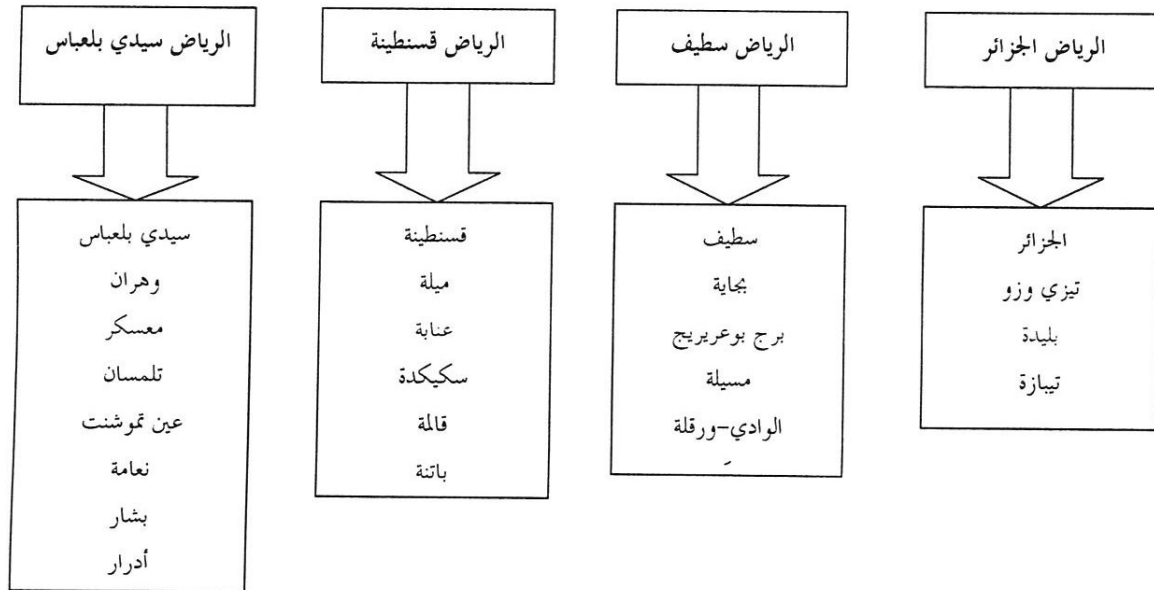
هناك عدة عوامل علينا تحليلها كالمنافسة و تطورها والتكنولوجيا التي يحتاجها المنتج و غيرها.

1- المنافسة :

ستقتصر دراسة المنافسة على المنافسين المباشرين لمؤسسة الرياض سطيف أي المطاحن العمومية والخاصة على المستوى الوطني.

اتسمت سوق المطاحن و العجائن الغذائية قبل سنة 1998 باحتكار المؤسسات العمومية (الرياض) لتلبية السوق المحلية من دقيق و فرينة و عجائن غذائية و في حالة عدم قدرة هذه الأخيرة على تلبية الطلب تلجأ للاستيراد من قبل المؤسسة الوطنية لتنمية و تطوير الصناعات الغذائية (ENIAL) و ابتداء من سنة 1999 زال هذا الاحتكار و فتح السوق أمام الخواص للإنتاج و الاستيراد، والشكل الموالي يوضح هيكل المنافسة في ظل احتكار مؤسسات الرياض:

شكل رقم (14) : هيكل المنافسة في ظل احتكار مؤسسات الرياض.



المصدر : من إعداد الطالب ابتداء من وثائق داخلية لمؤسسة الرياض.

شهد فرع المطاحن انفجارا في عدد المؤسسات ما بين 2000 و 2003 هذا الانفجار أثر على مؤسسة الرياض حيث أصبحت المنافسة كبيرة جدا و انهارت عوائد هذه الصناعة مما أدى ببعض الخواص إلى ضلوع طرق غير شرعية للخفض في السعر، كالبيع بدون فاتورة و غيرها في حين توجد حاليا 219 مؤسسة خاصة على المستوى الوطني بطاقة إنتاج إجمالية 93370 قنطار/يوم بالنسبة للقمح الصلب و 131753 قمح لين منها 67226 منها قنطار في اليوم لدقيق و 98815 قنطار في اليوم فرينة.

من بين 219 مؤسسة خاصة توجد 67 مؤسسة في المناطق التي تتواجد بها فروع مؤسسة الرياض أي بنسبة 30.6 % من مجموع المؤسسات الخاصة بطاقة إنتاجية 43300 قنطار في اليوم بنسبة 46.37 % قمح الصلب و هي نسبة كبيرة جدا تعكس حجم المنافسة و 29820 قنطار في اليوم بالنسبة اللين⁽¹⁾.

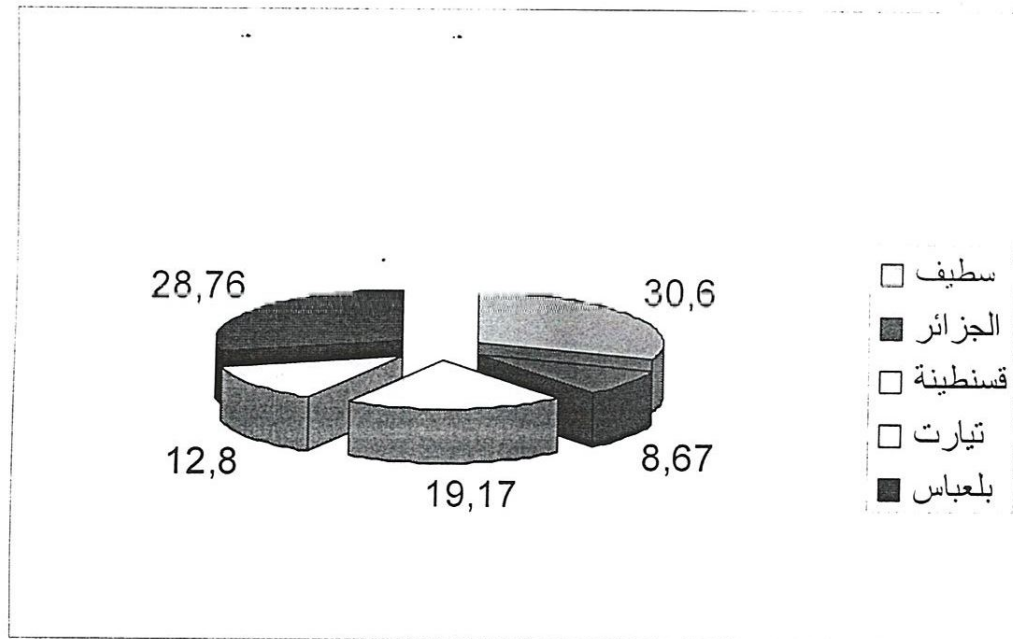
1 : Sans auteur, Société de gestion des participations, « CERIALE, CECRO, Août 2003, P : 13

جدول رقم (35): توزيع عدد المؤسسات و الطاقة الإنتاجية حسب المنطقة

المنطقة	حجم منافسة الخواص		الطاقة الإنتاجية القمح الصلب		الطاقة الإنتاجية القمح اللين	
	عدد المؤسسات	النسبة المئوية	قنطار/يوم	النسبة المئوية	قنطار /يوم	النسبة المئوية
منطقة سطيف	67	30.60	43300	46.37	29820	22.63
منطقة الجزائر	19	08.67	19750	21.15	18063	13.70
منطقة قسنطينة	42	19.17	19800	21.20	25800	19.60
منطقة تيارت	28	12.80	7750	08.30	20830	15.81
منطقة سيدي بلعباس	63	28.76	2770	02.98	37240	28.26
المجموع	219	100	93370	100	131753	100

المصدر: من إعداد الطالب ابتداء من إحصائيات مؤسسة التسيير و المساهمة.

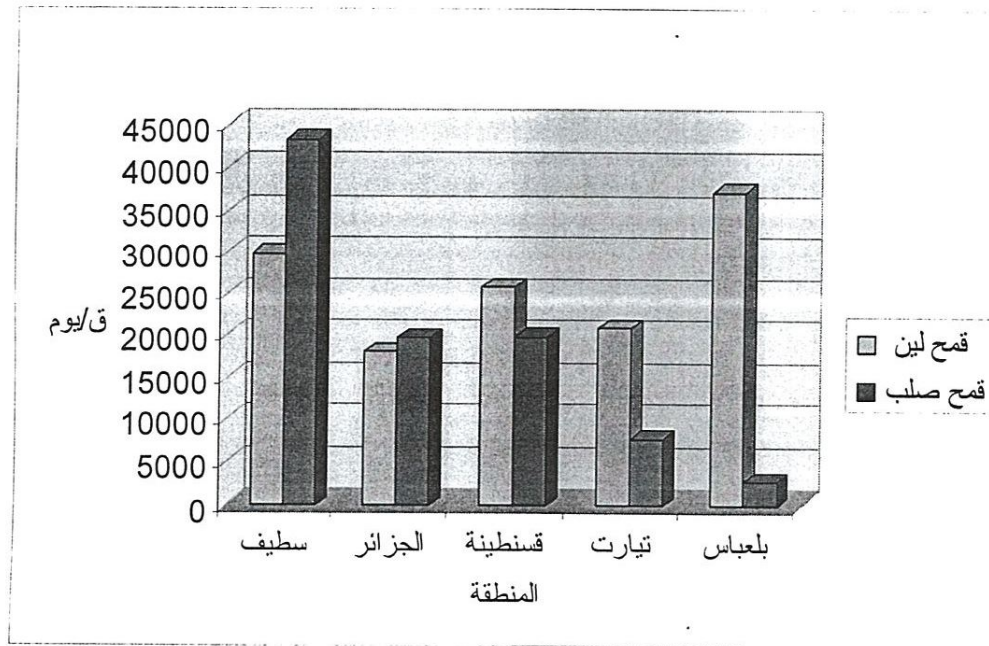
شكل رقم (15): توزيع المؤسسات الخاصة حسب المنطقة



المصدر : من إعداد الطالب ابتداء من الجدول رقم (34)

من الشكل السابق يتضح أن المنطقة من الوطن تمثل 50% من مجموع المؤسسات الخاصة المنافسة لمؤسسة الرياض سطيف بصفة خاصة و القطاع العام بصفة عامة.

شكل رقم (16): توزيع الطاقة الإنتاجية حسب المنطقة



المصدر : من إعداد الطالب ابتداء من الجدول رقم (34)

"كما أن حصة السوق التي تملكها مؤسسة الرياض تقلصت بشكل كبير حيث تمثل 46 % بالنسبة للقمح الصلب و 23 % بالنسبة للقمح اللين"⁽¹⁾، هذه النسبة لا تمثل إلا منطقة سطيف و لو أخذنا بعين الاعتبار كامل التراب الوطني لقلت هذه النسبة بكثير، في حين لا توجد تهديدات الاستثمارات المرتقبة في هذا المجال لأن المستثمرين يدركون مدى تشبع هذا القطاع.

2- طبيعة المنتج و التكنولوجيا:

تعتبر أهم منتجات الصناعة: السميد، الفرينة، العجائن الغذائية بمختلف أنواعها، أغذية الأطفال، البسكويت و تغذية الأنعام.

بالنسبة للسميد و الفرينة فهما نتيجة لطحن القمح الصلب و اللين اللذان يعتبران مواد أولية. أما بالنسبة لبقية المواد فيعتبر كل من السميد و الفرينة مواد أولية، و يعتمد على الإنتاج المحلي و الاستيراد لسد احتياجات الطلب المحلي.

أما فيما يخص التكنولوجيا فبالنسبة للسميد و الفرينة فإن إنتاجهما لا يحتاج إلى تكنولوجيا عالية و عامل التحديث ليس ضروري إلا بعد مدة زمنية كبيرة، نفس الشيء بالنسبة للآلات التي تنتج

العجائن الغذائية فمعظم المؤسسات تعتمد على الآلات الإيطالية الصنع والملاحظ أنه بالنسبة للقطاع الخاص مشكل الصيانة يعد الأصعب مما يؤدي إلى انقطاع في الإنتاج بمتوسط 02 يوم/أسبوع.

هناك اعتبارات أخرى من شأنها أن تؤثر على جاذبية الصناعة:

- القطاع غير الرسمي: من خلال السوق الموازية التي تحدد القطاع الرسمي بشقيه العام والخاص؛

- التهرب الجمركي: من خلال المستوردين من دفع الرسوم الجمركية بتصريحات خاطئة مما يعطي منتجاتهم ميزة الأسعار المنخفضة؛

- انضمام الجزائر للمنظمة العالمية للتجارة: إن انضمام الجزائر إلى هذه المنظمة قد يترتب عنه آثار سلبية على هذه الصناعة.

المطلب الثالث: أدوات تحليل ظروف الصناعة

هناك عدة أدوات لتحليل ظروف الصناعة إلا أننا سنكتفي بالأدوات التي تتوفر لنا فيها الإحصائيات.

1- دورة حياة الصناعة :

إن دورة حياة الصناعة تمر بأربع مراحل، ومن المهم معرفة المرحلة التي تنتمي إليها الصناعات الغذائية وبالأخص قطاع المطاحن والعجائن الغذائية، ذلك من خلال معرفة الخصائص أو السمات الحالية لهذا القطاع حيث يتميز بـ :

- التشبع التام حيث أن هناك عدد كبير من المؤسسات التي تنشط في مجال المطاحن بحيث من المستبعد دخول منافسين جدد لقلّة العوائد؛

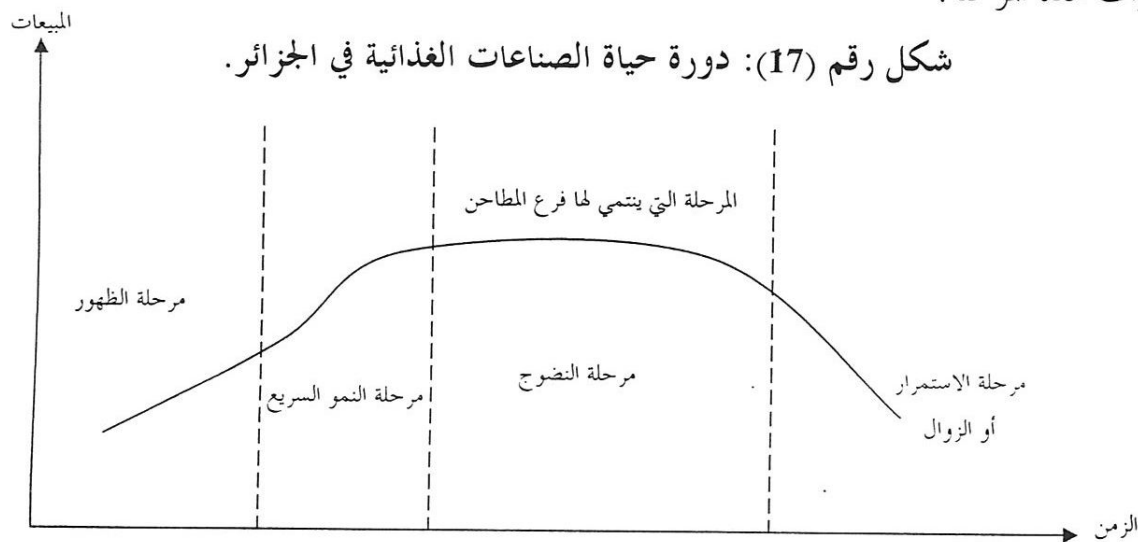
- اشتداد المنافسة السعرية حيث أن أسعار منتجات الدقيق و العجائن انخفضت على حساب هامش الربح مما أثر سلباً على الأرباح؛

- الاستقرار في الطلب على المنتجات؛

- معدل نمو الصناعة أقل من معدل نمو الاقتصاد؛

- نمو صناعة المطاحن مرهون بالعادات الغذائية للمجتمع.

كل هذه الميزات و المواصفات توحي بأن الصناعة في مرحلة النضج، هذه المرحلة تتسم بطول مدتها و من الواضح أن لهذه المرحلة تأثير سلبي على القيمة المستقبلية لمؤسسة الرياض لأن المستثمر في هذه المؤسسة لا يأمل أن يتحصل على أرباح عالية نظرا للأسباب السابقة الذكر و التي تتميز في ميزات هذه المرحلة.



المصدر: محمد عبده محمد مصطفى: تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998 ص : 80.

2- تطور إنتاج الصناعات الغذائية :

تطور العرض في الصناعات الغذائية، و مساهمة كل من القطاع الخاص و العام حسب الجدول التالي :

جدول رقم (36): تطور إنتاج الصناعات الغذائية للفترة 1995 - 2001

الوحدة: مليون دج

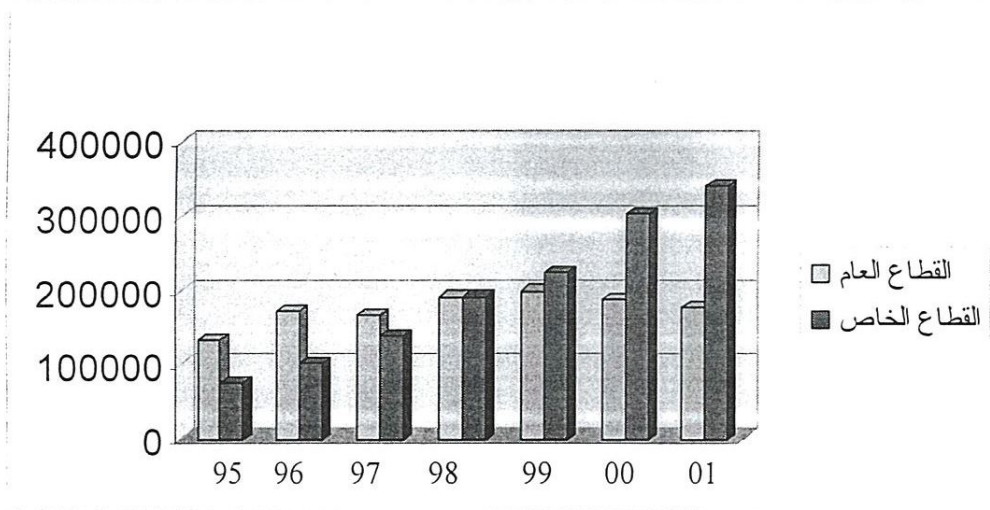
البيان	القطاع العام	القطاع الخاص	المجموع	نسبة القطاع الخاص (%)
السنوات				
1995	132880.7	75006.3	207887.0	36.08
1996	171583.4	101328.3	272911.7	37.13
1997	166220.1	137901.3	304121.4	45.34
1998	192241.7	192241.7	192212.3	50.00
1999	199903.0	225106.7	425009.7	52.97
2000	187720.6	303447.6	491168.2	61.78
2001	176612.2	339591.8	516203.4	65.79

Source : Sans auteur, gestion & entreprise, Op. cit. p : 63.

من الجدول السابق يتضح أن الإنتاج في الصناعات الغذائية شهد تطورا مستمرا حيث ارتفع من 207887 مليون دج إلى 516203.4 مليون دج هذا التطور شمل القطاعين الخاص و العام هذا الأخير شهد تراجعا في السنتين 2000 و 2001.

أما فيما يخص نسبة القطاع الخاص فقد تطورت بشكل ملحوظ حيث بعدما كان يساهم بنسبة 36 % في سنة 1995 أصبح يساهم بأكثر من 65 % في سنة 2001 و هذا راجع لتشجيع الدولة لهذا القطاع.

شكل رقم (18): تطور إنتاج قطاع الصناعات الغذائية للفترة 1995 - 2001



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول رقم (35).

3- تطور القيمة المضافة للصناعات الغذائية:

تطورت القيمة المضافة في قطاع الصناعات الغذائية للفترة 1995 - 2001 كان كما يلي:

جدول رقم (37): تطور القيمة المضافة للصناعات الغذائية للفترة 1995 - 2001

الوحدة: مليون دج

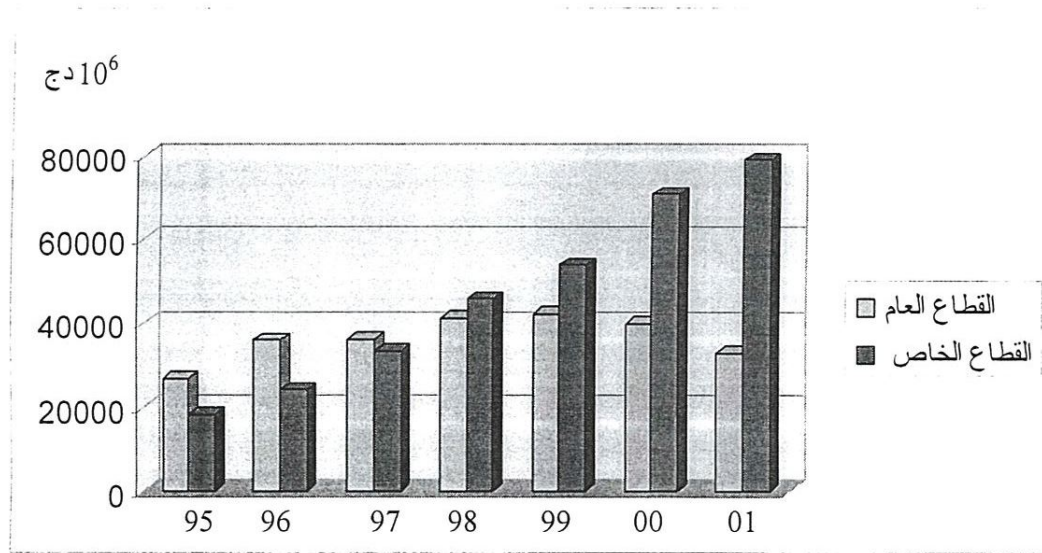
البيان السنوات	القطاع العام	القطاع الخاص	المجموع	نسبة القطاع الخاص (%)
1995	26757.2	18475.3	45232.5	40.85
1996	36065.1	24178.2	60243.3	40.13
1997	36228.2	33418.0	69646.2	47.98
1998	41515.4	45818.0	87334.4	52.46
1999	42371.9	53736.8	96108.7	55.91
2000	40013.2	70747.9	110761.1	63.87
2001	32997.6	79172.8	112170.4	70.58

Source : Sans auteur, gestion & entreprise, Op. cit. p : 63.

من الجدول نلاحظ تطور القيمة المضافة في قطاع الصناعات الغذائية ككل، و كما هو الحال بالنسبة للإنتاج فإن القطاع العام شهد تراجعاً في السنتين 2000 - 2001 و من المحتمل أن يستمر هذا التراجع.

هذين المؤشرين الإنتاج و القيمة المضافة يؤكدان تطور و نمو هذا القطاع ككل كما هو ملاحظ عدم استفادة القطاع العام من هذا النمو مع العلم أن مؤسسة الرياض تنتمي لهذا القطاع.

شكل رقم (19): تطور القيمة المضافة للفترة 1995-2001



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على الجدول رقم (36).

المبحث الثالث : تحليل ظروف المؤسسة

هناك من يعتبر أن قلب التحليل الأساسي هو تحليل ظروف المؤسسة أو بتعبير آخر تحليل و تقييم الوضعية المالية للمؤسسة و قدرتها على تحقيق أرباح في المستقبل.

المطلب الأول: القوائم المالية

يهمنا عادة نوعين من القوائم المالية: الميزانية و قائمة الدخل (جدول حسابات النتائج)

1- الميزانية: تتم دراسة الميزانية الموطدة للسنوات 2001 - 2003.

جدول رقم (38): الميزانية الختامية للسنوات 2001-2003

الأصول		الوحدة : دج	
رقم الحساب	اسم الحساب	2001	2002
	2- الاستثمارات :		
20	مصاريف إعدادية	36779346	20188499
21	قيم معنوية	216592675	235806577
22	أراضي	442462694	466056772
23	تشجير	-	565600
24	تجهيزات الإنتاج	4596143279	3518347744
25	تجهيزات اجتماعية	105337817	91088169
26	حيوانات منتجة	-	-
27	استثمارات قيد الإنجاز (غير مخططة)	23598601	15545169
28	استثمارات قيد الإنجاز (مخططة)	294813509	192941855
	مجموع الاستثمارات	5715727923	4984923171
	3- المخزونات		
30	بضاعة	5239314	657934
31	مواد و لوازم	924616296	1448981472
32	حيوانات	-	-
33	منتجات نصف مصنعة	-	312156
34	منتوج قيد التصنيع	888725	222353
35	منتجات تامة الصنع	190216643	399444515
36	فضلات و مهملات	137934	320778
37	مخزونات لدى الغير	899475	2511437
	مجموع المخزونات	1121998389	1851933121
	4- الحقوق		
40	حسابات خصوم المدينة	630696	18808143
41	حقوق شبه جبائية	2994722313	3023879211
42	حقوق الاستثمار	5918175030	5214402655
43	حقوق المخزونات	57866630	64924812
44	حقوق الشركاء و الشركات الحليفة	30595000	29000000
45	سلفات على الحساب	59659563	67363087
46	سلفات الاستغلال	1190622510	1058396110
47	الزبائن	874585698	1526218910
48	أموال رهن الإشارة	2334543436	674309166
	مجموع الحقوق	13461401879	11778433116
	النتيجة		812872738
	مجموع الأصول	20299128191	19428162147

الخصوم :

الوحدة : دج				الخصوم
2003	2002	2001	اسم الحساب	رقم الحساب
			1- الأموال الخاصة :	
5000000000	5000000000	5000000000	رأس المال الاجتماعي	10
1300000000	1300000000	1300000000	علاوات المساهمين	12
3018271679	4203112616	4717277876	الإحتياطيات	13
-	-	-	تدعيم الاستثمارات	14
-	-	-	فرق إعادة التقييم	15
2148622226	2148622226	2148622226	أموال خاصة أخرى	16
-	-	-	حسابات الوحدات المتعددة	17
5421790	6506148	10235980	نتائج رهن التخصيص	18
132670546	120774868	48106153	مؤونة الأعباء و الخسائر	19
11604986242	12779015859	13224242235	مجموع الأموال الخاصة	
			5- الديون :	
956160	1502509	1275243	حساب الأصول الدائنة	50
3571738618	3559349559	3542123543	ديون شبه جبائية	51
71393047	63493451	56349742	ديون الاستثمارات	52
1296337328	1296337328	1296337328	قروض سندية	520
122280037	191572557	262377223	ديون المخزونات	53
306752010	310255371	309875016	مؤونة الأعباء و الخسائر	54
61087062	66663790	43787469	ديون منتجات الشركاء و الشركات الخليفة	55
1050385964	1099170185	1109832557	ديون الاستغلال	56
10149142	10142532	10079210	تسبيقات تجارية	57
47773508	50659003	264654723	ديون مالية	58
6538852879	6649146288	6896692056	مجموع الديون	
		178193899	نتيجة السنة المالية الصافية	88
18143839121	19428162147	20299128191	مجموع الخصوم	

Source : ERIAD Sétif, rapport de l'Assemblée générale ordinaire des actionnaires 2004, P- P : 17-18.

1-1 التغيرات على مستوى الأصول :

جدول رقم (39): تغيرات الأصول بمؤسسة الرياض للفترة 2001 - 2003

السنوات	البيان	التغير %		2003	2002	2001
		2003-2002	2002-2001			
	الاستثمارات	% - 10.15	% - 12.78	4478527717	4984923171	5715727923
	المخزونات	% - 53.43	% + 65.05	862284964	1851933121	1321998389
	الحقوق	% - 03.14	% - 12.50	11408470437	11778433116	13461401879
	مجموع الأصول	% - 6.61	% - 04.29	18143839121	19428162147	20299128191

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من خلال الجدول نلاحظ أن الأصول في انخفاض مستمر حيث انخفضت بنسبة 04.29 % ما بين 2001-2002 و زادت هذه النسبة لتصل إلى 06.61 % ما بين 2002 - 2003 هذا الانخفاض سببه أساسا:

- انخفاض في الاستثمارات بنسبة 12.78 % و 10.15 % بالنسبة لـ 2001 - 2002 و 2002 - 2003 على التوالي و هذا راجع للانخفاض الذي شهدته تجهيزات الإنتاج و التجهيزات الاجتماعية و هذا مؤشر سلبي من شأنه أن يؤثر سلبا على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة حيث أن الانخفاض في هذين الحسابين معناه انخفاض في حجم النشاط الذي من شأنه أن يؤثر على النتيجة؛
- انخفاض المخزونات للفترة 2002 - 2003 بنسبة 53.43 % و هذا راجع إلى انخفاض في المواد و اللوازم و هذا كذلك مؤشر سلبي فلو كان الانخفاض سببه أساسا منتجات تامة الصنع لكان الأمر مخالفا و هذا أيضا مؤشر على انخفاض في حجم النشاط؛
- انخفاض في الحقوق بنسبة 12.50 % 03.14 % بالنسبة لـ 2001 - 2002 و 2002 - 2003 على التوالي و هذا راجع إلى انخفاض في قيمة حقوق الاستثمارات و تسبيقات الاستغلال و هذا كذلك مؤشر سلبي يدل على انخفاض في حجم النشاط؛

- المؤشر السليبي الآخر هو ارتفاع قيمة الزبائن بنسبة 52.27 % في 2002-2003 يمثل 140 يوما من المبيعات مما يزيد من احتمال عدم السداد بالمقابل أن الأموال رهن الإشارة انخفضت بنسبة 25.88 %.

1-2 التغيرات على مستوى الخصوم:

جدول رقم (40): تغيرات الخصوم بمؤسسة الرياض للفترة 2001 - 2003

السنوات البيان	2001	2002	2003	التغير %	
				2002-2001	2003-2002
الأموال الخاصة	13224242235	12779015859	11604986242	% - 03.36	% - 09.18
الديون	6896692056	6649146288	6538852879	% - 03.50	% - 01365
النتيجة	178193899	(812872738)	(1394556002)	% - 556.17	% + 71.56
الخصوم	20299128191	19428162147	18143839121	04.29	- 06.61

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من خلال الجدول نلاحظ انخفاضا في الأموال الخاصة بنسبة 03.36 % في 2002 و 09.14 % في 2003 و تعتبر نسبة معتبرة و خلال سنتين انخفضت الأموال الخاصة بـ 12.24 % و هذا راجع إلى انخفاض في الاحتياطات لسنة 2002 و 2003 بنسبة 10.9 % و 28.2 % على التوالي لتسديد الأرباح للمساهمين، علما أن المؤسسة ليست مطالبة بتسديد الأرباح لأنها حققت خسائر في السنتين 2002 - 2003 و ذلك للحفاظ على قيمة الأسهم، بالإضافة إلى أن هذه العملية غير المقبولة اقتصاديا فإنها أثرت سلبا على قيمة المؤسسة.

كما أن النتيجة انخفضت بنسبة 556.17 % في 2002 و زاد الانخفاض بـ 71.56 في 2003 مقارنة بـ 2002 و من المتوقع استمرار المؤسسة في تحقيق خسائر لسنوات قادمة

2- جدول حسابات النتائج لمؤسسة الرياض سطيف :

جدول رقم (41): جدول حسابات لمؤسسة الرياض - سطيف للسنوات 2001-2003.

رقم الحساب	اسم الحساب	2001	2002	2003
70	مبيعات بضاعة	39206072	18811397	30828472
60	بضاعة مستهلكة	- 35760301	- 24210284	31359330
80	الهامش الإجمالي	3445770	- 5398887	530857
80	الهامش الإجمالي	3445770	5388887	530857
71	إنتاج مباع	13351584290	8162937258	6174570157
72	إنتاج مخزن	- 151864994	- 249400889	203928296
73	إنتاج المؤسسة لحاقتها الخاصة	16456735	24575938	4404881
74	تقديم خدمات	66931732	188314513	238598369
75	تحويل تكاليف الإنتاج	4062516	9886035	8574543
61	موارد لوازم مستهلكة	- 10945314696	- 7027166222	5766856500
62	خدمات	- 293892423	- 221090137	127547077
81	القيمة المضافة	2051408930	1381459386	327285218
81	القيمة المضافة	2051408930	1381459386	327285218
76	تعويضات نسبية جباية	33721601	31338658	16676978
77	إيرادات مختلفة	548850958	420634311	324418511
78	تحويل تكاليف الاستغلال	18329322	36890606	18775592
63	نفقات المستخدمين	- 944283157	- 896613969	684992674
64	ضرائب و رسوم	- 255559649	- 150582303	112933844
65	مصاريف مالية	- 124307791	- 99840222	89728186
66	مصاريف مختلفة	- 30152452	- 28729098	31294974
67	ضرائب و إتاوات شبه جباية	- 23542305	- 17226016	12389058
68	مخصصات الإهلاكات و الموزونات	- 968588744	- 951658589	770632762
83	نتيجة الاستغلال	305876711	- 274327238	814815200
79	إيرادات خارج الاستغلال	1529876111	848829856	1690382962
69	مصاريف خارج الاستغلال	- 1516745974	- 1129196819	2268480240
84	نتيجة خارج الاستغلال	13130137	- 380366963	578097278
83	نتيجة الاستغلال	305876711	- 274327238	814815200
84	نتيجة خارج الاستغلال	13130137	- 480366963	578097278
880	النتيجة الإجمالية للسنة المالية	319006849	- 754694202	1392912479
889	ضرائب على أرباح الشركات	- 140812950	- 58178536	1643523
88	نتيجة السنة المالية	178193899	- 812872738	1394556002

Source : Synthèse du rapport annuel, ERIAD Sétif, 1998, p : 20.

جدول (42): تطور النتيجة الصافية و التنبؤ بها في السنتين 2004 - 2005

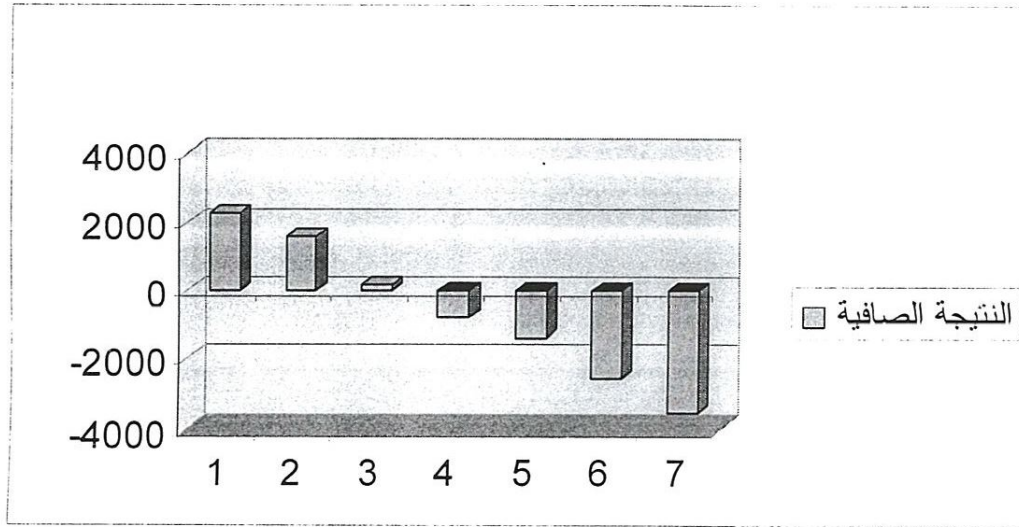
الوحدة مليون دج

سنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
البيان							
النتيجة الصافية	2279	1598	178	-813	-1394	-2558.2	-3533.9
نسبة التغير	-	- 29.88	- 88.86	- 556.7	+ 71.4	+ 83.51	+ 38.14

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من الجدول يتضح أن النتيجة الصافية للمؤسسة بدأت تتناقص ابتداء من سنة 1999 إلى غاية 2002 حيث أصبحت المؤسسة تحقق خسائر و استمرت الزيادة في الخسائر من 2003 و حتى 2005^(*).

شكل رقم (20): تطور النتيجة الصافية للفترة ما بين 1999-2005



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

* : نجد في الملحق رقم (02) معادلات الاتحاد العام المستعملة للتنبؤ بالسنوات 2004-2005 .

جدول رقم (43): تطور رقم الأعمال و التنبؤ للسنتين 2004 - 2005

الوحدة: مليون دج

سنوات البيان	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
رقم الأعمال	22224	20354	13458	8370	6444	6607	4327
نسبة التغير	-	- 08.4	- 34	- 38	- 23	2.5	- 34.5

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من الجدول يتضح أنه ابتداء من سنة 2000 بدأ رقم الأعمال في الانخفاض بصورة متسارعة و هذا راجع لسببين:

الأول: بعد المؤسسة عن المستهلك النهائي و ذلك بتخليها على قنوات التوزيع لصالح عملاء ليس لهم الخبرة الكافية.

الثاني: زيادة المنافسة خاصة من القطاع الخاص الذي شهد نموا متسارعا بالإضافة لاستعماله الطرق الشرعية و اللاشرعية لتحقيق أهدافه و زيادة الأرباح.

و من المتوقع أن يستمر رقم الأعمال في الانخفاض خاصة في سنة 2005 ليصل 4327 مليون دج بنسبة تراجع 32.85 % مقارنة بسنة 2003.

جدول رقم (44): مؤشرات التسيير لمؤسسة الرياض سطيف 2002 - 2003

الوحدة: 10⁶ دج

التطور	النسبة	2003	التطور	النسبة	2002	النسبة	2001	النسب	رقم المؤشر
- 11.43	5.07	$\frac{327}{6444}$	+ 1.25	16.5	$\frac{1381}{8370}$	15.25	$\frac{2051}{13458}$	$\frac{\text{القيمة المضافة}}{\text{رقم الأعمال}}$	1
- 11.93	21.64	$\frac{- 1395}{6444}$	- 11.03	- 09.71	$\frac{- 813}{8370}$	01.32	$\frac{178}{13458}$	$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال}}$	2
- 00.08	10.63	$\frac{685}{6444}$	+ 03.70	10.71	$\frac{897}{8370}$	07.01	$\frac{944}{13458}$	$\frac{\text{مصاريف المستخدمين}}{\text{رقم الأعمال}}$	3
دج - 73070	دج 334472	$\frac{685}{2048}$	دج 44046	دج 407542	$\frac{897}{2201}$	دج 363496	$\frac{944}{2597}$	$\frac{\text{مصاريف المستخدمين}}{\text{عدد العمال}}$	4
دج - 656332	دج 3146484	$\frac{6444}{2048}$	دج 1379317	دج 3802816	$\frac{8370}{2201}$	دج 5182133	$\frac{13458}{2597}$	$\frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{عدد العمال}}$	5
- 467775	دج 159667	$\frac{327}{2048}$	دج - 162315	دج 627442	$\frac{1381}{2201}$	دج 789757	$\frac{2051}{2597}$	$\frac{\text{القيمة المضافة}}{\text{عدد العمال}}$	6
+ 144.55	209.5	$\frac{385}{327}$	+ 18.93	64.95	$\frac{897}{1381}$	46.02	$\frac{944}{2051}$	$\frac{\text{مصاريف المستخدمين}}{\text{القيمة المضافة}}$	7

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و الخاسبة.

من خلال الجدول السابق يتبين ما يلي :

المؤشر 01 : نلاحظ تطورا طفيفا لهذا المؤشر ما بين 2001-2002 ثم انخفض ما بين 2002 - 2003 بـ 11.43 % حيث انتقل من 16.5 % إلى 05.07 % و يعود هذا الانخفاض إلى عدم قدرة المؤسسة على تغطية التكاليف خاصة بالنسبة للفروع حيث أن كل 01 دج مستثمر في 2003 لم يعطي إلا 05 دج.

المؤشر 02: نلاحظ أن هذا المؤشر في انخفاض مستمر حيث انتقل من 1.32 % في 2001 إلى 11.93 - % في 2003 و هذا راجع إلى نقص في رقم الأعمال بوتيرة أعلى من نقص في التكاليف خاصة الثابتة منها و خاصة مصاريف المستخدمين.

المؤشرة 03: نلاحظ أن هذه النسبة ارتفعت بـ 03.7 % ما بين 2001-2003 أي زيادة نسبة مصاريف المستخدمين في رقم الأعمال و بقيت هذه النسبة ثابتة لسنة 2003 بـ 10.63 % و هذا راجع إلى التقليل في عدد العمال خاصة الطبقة السفلى.

المؤشر 04 : نلاحظ زيادة هذه النسبة ما بين 2001-2002 و التي تمثل الأجر المتوسط السنوي و هذا ليس راجع لتحسن الأجور بل راجع إلى زيادة نسبة الإطارات في العدد الإجمالي للعمال و التي متوسط أجرها مرتفع، ثم عادت النسبة للانخفاض و هذا راجع إلى انخفاض عدد العمال و إلغاء بعض التعويضات و العلاوات.

المؤشر 05: نلاحظ أن هذا المؤشر في انخفاض مستمر مما يدل على انخفاض إنتاجية العامل الواحد و خاصة في 2002 حيث انخفض بما قيمته 1379317 دج و هو ما يفسر الحالة التي تمر بها المؤسسة.

المؤشر 06: نلاحظ أن هذا المؤشر في انخفاض مستمر و هذا دلالة على انخفاض مساهمة كل عامل في تشكيل القيمة المضافة و هذا دلالة على وجود فائض في اليد العاملة خاصة في الإدارة الوسطى التي أصبحت تشكل 34 % من اليد العاملة.

المؤشر 07: نلاحظ أن هذه النسبة في ارتفاع مستمر و هذا لأن سرعة الانخفاض في القيمة المضافة أكبر من انخفاض مصاريف المستخدمين (39 % في ثلاث سنوات) خاصة على مستوى الفروع (في ثلاث سنوات 93 % -).

المطلب الثاني: النسب المالية

تعطي النسب المالية دلالات هامة وواضحة على الحالة المالية للمؤسسة وفي هذا المطلب سنهتم بالنسب المهمة و التي تفيد دراستنا، هذا من جهة و من جهة أخرى فقد تطرقنا في الجدول السابق إلى بعض النسب خاصة نسب التسيير.

1- نسب السيولة: و هي نسب تقيس قدرة المؤسسة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل و ذلك من خلال "نسب السيولة العامة : الأصول متداولة / ديون قصيرة الأجل و السيولة السريعة : الحقوق / ديون قصيرة الأجل".

جدول رقم (45): نسبة السيولة لمؤسسة الرياض لسنوات 2001-2003

الوحدة دج

البيان	2001	2002	2003
الأصول المتداولة	14583400268	136303662237	12270755401
الحقوق	13461401879	11778433116	11408470437
ديون قصيرة الأجل	2000606198	1728463438	1598427723
السيولة العامة	07.28	07.88	07.67
نسبة السيولة للمؤسسة	72.06	06.81	07.13

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من خلال الجدول يتبين أن المؤسسة لها قدرة كبيرة على الوفاء بالالتزامات القصيرة الأجل حيث أن النسبة على مدى الثلاث سنوات الأخيرة كانت متقاربة بقيمة متوسطة 07 للنسبتين العامة و السريعة و هذه النسبة تعتبر كبيرة جدا خاصة إذا علمنا أن النسبة المرجعية هي 02 أي أن للمؤسسة سيولة كبيرة ليست مستغلة إلى حد أن النقدية قادرة على تسديد الالتزامات القصيرة الأجل.

2- نسب الاقتراض: و هي نسب تقيس مدى اعتماد المؤسسة على القروض في تمويل أصولها و نسبة القروض إلى حقوق الملكية.

جدول رقم (46): نسب الاقتراض لمؤسسة الرياض بين 2001 - 2003

الوحدة دج

البيان	2001	2002	2003
إجمالي الأصول	20299128191	19428162147	18143839121
حقوق الملكية	13224242235	12779015859	11604986242
القروض	6896692056	6649146288	6538852879
القروض/الأصول	00.33	00.34	00.36
القروض/ح . م	00.52	00.52	00.56

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من الجدول نلاحظ ثبات النسبة لثلاث سنوات و هي نسبة جيدة تمكن المؤسسة من زيادة الاقتراض كما أن المؤسسة مستقلة ماليا.

3- نسب التغطية: تتم دراسة هذا النوع من النسب من خلال نسبة تغطية تكاليف الفوائد = العائد المتوفر / تكاليف الفوائد

جدول رقم (47): نسبة تغطية الفوائد لمؤسسة الرياض ما بين 2001-2003

الوحدة : دج

البيان	2001	2002	2003
النتيجة الصافية	178193899	- 812872738	- 1394556002
الضريبة على أرباح الشركات	140812950	58178536	1643523
تكاليف الفوائد	124307792	99840222	89728186
العائد المتوفر	443314641	- 654853980	- 1303184293
العائد المتوفر/تكاليف الفوائد	03.56	- 06.55	- 14.52

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من الجدول نلاحظ أن هذه النسبة انخفضت بشكل كبير حيث أن العائد المتوفر 03.5 مرة تكاليف الفوائد في 2001 و انخفضت بـ 10 مرات في 2002 و 18 مرة في 2003 و هذا راجع خصوصا إلى الخسارة المحققة في هذه السنوات.

4- نسب النشاط : تقيس هذه النسب كفاءة إدارة الأصول و سيتم دراسة هذه المجموعة من خلال : معدل دوران المخزون = (المخزون الإجمالي / المبيعات HT) $\times 360$.
و معدل دوران الزبائن = (الزبائن / المبيعات TTC) $\times 360$.

جدول رقم (48): نسب النشاط لمؤسسة الرياض ما بين 2001-2003

الوحدة : دج

البيان	2001	2002	2003
المخزونات	1121998389	1851933121	862284964
الزبائن	874586698	1002299967	1526218910
المبيعات خارج الرسم	12515940000	7784100000	5992920000
المبيعات بكل الرسوم	13458000000	8370000000	6444000000
معدل دوران المخزون	32 يوم	86 يوم	52 يوم
معدل دوران الزبائن	23 يوم	43 يوم	85 يوم

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من الجدول نلاحظ أن معدل دوران المخزون في 2001 كان 32 يوم و هو معدل ممتاز ثم أصبح 86 يوم في 2002 و هو معدل بطيء جدا لا يخدم المؤسسة ثم تراجع هذا المعدل في 2003 ليصبح 52 يوم و بالرغم من ذلك لا يزال هذا المعدل بطيء .

أما معدل دوران الزبائن فقد ارتفع من 23 يوم في سنة 2001 و الذي يعتبر معدل جيد إلى 85 يوم في 2003 و الذي يعتبر معدل بطيء جدا خاصة إذا علمنا أن المعدل المرجعي هو 30 يوم، هذا ما يفسر الحالة التي تمر بها المؤسسة.

5- نسب الربحية : و هي نسب تقيس قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح جراء المبيعات و النسب التي سيعتمد عليها هي مردودية الهامش الإجمالي = الهامش الإجمالي / المبيعات، و المردودية الصافية للاستغلال = النتيجة الصافية / المبيعات

جدول رقم (49): نسب الربحية لمؤسسة الرياض ما بين 2001-2003

الوحدة: دج

البيان	2001	2002	2003
هامش الإجمالي	3445770	- 5398887	- 530857
النتيجة الصافية	178193889	- 812872738	- 1394556002
المبيعات	13458000000	8370000000	6444000000
مردودية هامش الإجمالي %	00.02	- 00.06	- 0.008
المردودية الصافي للاستغلال	01.32	- 09.71	- 21.64

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من الجدول يتبين أن كل من المردودية الإجمالية و الصافية انخفضتا حتى أصبحتا سالبتين ابتداء من 2002 أي أن كل دينار مستثمر يعطي خسارة قدرها 0.21 دج في 2003 هذا دليل على عدم كفاءة الإدارة في التحكم في التكاليف و التخفيض منها.

من خلال دراسة النسب يتبين للمستثمر بصفة عامة و المحلل الأساسي بصفة خاصة أنها كلها تعطي انطباع سيء عن الحالة المالية التي تمر بها المؤسسة باستثناء نسب السيولة و الاقتراض و هذا يعود إلى الثروة التي كونتها المؤسسة في السنوات السابقة فإذا استمر الحال كما هو عليه فإن المؤسسة ستتوقف هذه الثروة و تصبح حوت نسب السيولة و الاقتراض تؤثر سلبا على قيمة المؤسسة و قيمة أسهمها في البورصة.

المطلب الثالث : العائد و المخاطرة

قبل تحليل العائد و المخاطرة يجدر بنا إعطاء بعض المعلومات و التطورات التي تخص سهم الرياض سطيف في البورصة للسنوات 2001 - 2003 .

جدول رقم (50): تحليل تسعيرة سهم الرياض سطيف

الوحدة: دج

البيان	2000	2001	2002	2003	2004
عدد جلسات التسعير	52	52	91	105	98
عدد الصفقات	1956	409	76	52	17
حجم الصفقات	84073	22019	4197	7889	2938
السعر السوقي المتوسط	2308.55	2153.69	1255.55	978.31	1039.12
سعر الإصدار	2300	2300	2300	2300	2300
أكبر سعر	2350	2300	1645	1050	1050
أصغر سعر	2290	1560	1050	945	1000

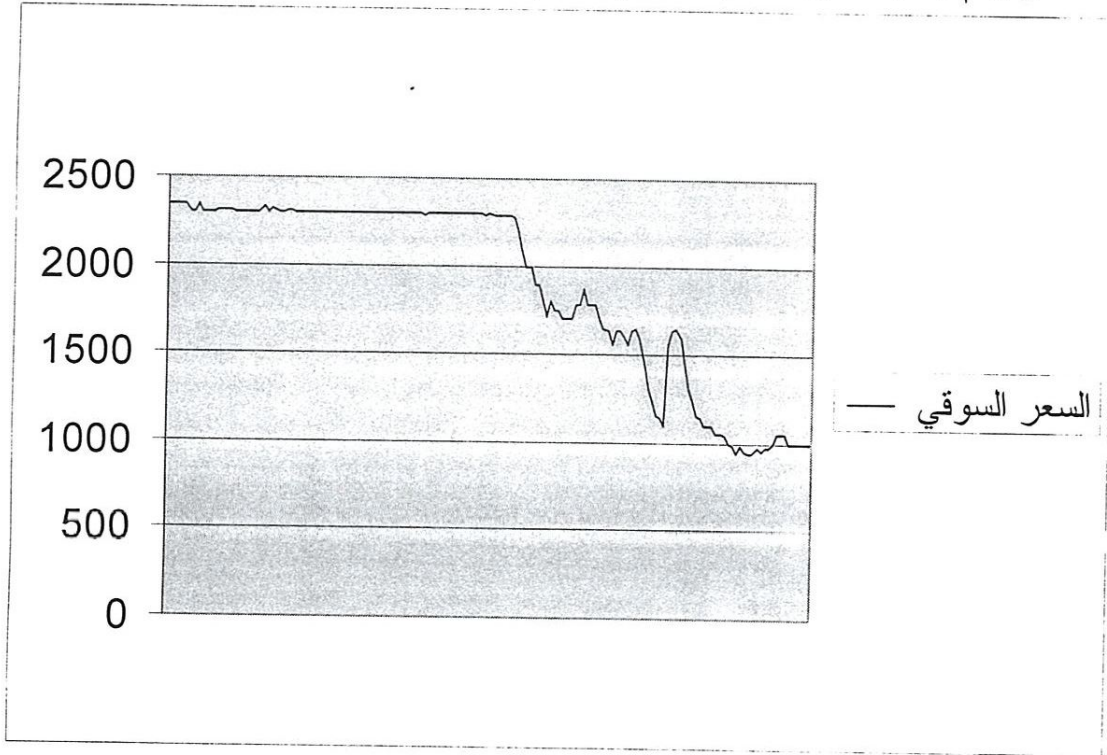
Source : - Rapport annuel ERIAD Sétif (années 2000-2001-2002)
 - Rapport Assemblée générale, ERIAD Sétif, Comptes sociaux 2003.
 - Société de la gestion de la bourse des valeurs 2004.

من خلال الجدول يتبين أن عدد الصفقات انخفض بشكل ملحوظ حيث كان 1956 في 2002 ليصبح 17 صفقة فقط في 2004 و هذا يعد مؤشرا عاما على جاذبية سهم المؤسسة كما أن متوسط السعر السوقي انخفض من 2308.55 دج ليصل إلى 978.31 دج في 2003 أي انخفاض بنسبة 157% و هذا الانخفاض يؤدي بنا للتساؤل على كيفية تقييم سعر الإصدار الذي يقدر بـ 2300 دج حيث أن المؤسسة اعتمدت على مكتب دراسات جزائري لتحديد هذه القيمة كما سبق و أن بينا مراحلها ويمكن وضع الملاحظات التالية حول هذا التقييم الذي شهد الكثير من الانتقادات من قبل المختصين و الجامعيين:

- إعادة التقييم الأصول أعطت زيادة قدرها 1031.7 مليون دج و هذا مبالغ فيه خاصة بالنسبة لوسائل النقل التي تعرضت للتقادم، حيث تقييمها أعطى زيادة بـ 389.7 مليون دج وهي زيادة معتبرة من شأنها أن تؤثر على قيمة إصدار السهم؛
- تحديد القيمة المعنوية (Goodwill) بإعطائه معامل 02 % مبالغ فيه خاصة أنه أخذ بعين الاعتبار الإدارة و التسويق و هما عنصران ضعيف في المؤسسة؛

- خطأ في النتيجة الصافية لسنة 1997 و التي كانت قاعدة في حساب القيمة الاقتصادية (1)؛
- معدل الخصم الذي استعمله مكتب الدراسات هو 08 % في حين أن معدل الخصم المعتمد لدى بنك الجزائر لنفس المرحلة هو 12.21 %؛
- إعطاء معاملات 01، 03، 06، لكل قيمة دون إعطاء سبب واضح لهذه المعاملات خاصة و أن الفرق بينها كبير بالإضافة أن الفرق بين القيم معتبر مما يعطي أهمية لتأثير هذه المعاملات؛

شكل رقم (21): تطور السعر السوقي لسهم مؤسسة الرياض ما بين 1999-2004.



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمؤسسة تسيير بورصة القيم المنقولة.

1- العائد : يتم تحليل العائد المتولد من الأسهم من خلال :

1-1 ربحية السهم : و هي تمثل نصيب السهم من الأرباح الموزعة و في حالة الرياض ربحية السهم

سالبة لأن المؤسسة حققت خسائر كما يوضحه الجدول :

جدول رقم (51): ربحية سهم الرياض ما بين 2000-2003

الوحدة: دج

البيان	2000	2001	2002	2003	2003-2000
صافي الربح	1598466612	178193899	- 812872738	- 1394556002	/
عدد الأسهم	4000000	4000000	4000000	4000000	/
ربحية السهم	399.6	44.5	- 203.2	- 348.6	% -187

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من الجدول يتضح أن ربحية السهم تناقصت فبعدما كانت 400 دج في 2000 أصبحت سالبة بحوالي 350 دج في 2003.

1-2 مضاعف الربحية:

يعتبر أحد مؤشرات قيمة المؤسسة و يعبر على عدد المرات التي تمكن من تغطية القيمة السوقية بواسطة ربحية السهم.

جدول رقم (52): مضاعف الربحية لسهم الرياض ما بين 2002 - 2003

الوحدة : دج

البيان	2000	2001	2002	2003
القيمة السوقية	2038.55	2153.69	1255.55	978.31
ربحية السهم	399.6	44.5	- 203.2	- 348.6
مضاعف الربحية	05.7	48.39	- 06.17	- 2.8

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من خلال الجدول يمكن القول أن مضاعف الربحية لسنة 2000 هو الوحيد الذي يعبر عن قيمة عادية أي أن القيمة السوقية تمثل 06 مرات ربحية السهم لكن ابتداء من 2001 أصبح مضاعف الربحية 48 و هو كبير جدا عبر عن قيمة ضعيفة للمؤسسة و هو مؤشر لعدم استثمار في المؤسسة و أن السعر السوقي للسهم مغال فيه.

1-3 غلة التوزيعات :

و هي تعبر عن المستوى الفعلي لنصيب السهم من التوزيعات و حيث قدرت التوزيعات لسهم الرياض كما يلي :

جدول رقم (53): غلة سهم مؤسسة الرياض ما بين 2000-2003

الوحدة: دج

البيان	2000	2001	2002	2003
التوزيعات	230	138	115	80.50
القيمة السوقية	2308.55	2153.69	1255.55	978.31
غلة التوزيعات	% 9.96	% 6.40	% 9.15	% 8.22

المصدر : من إعداد الطالب ابتداء من الوثائق الداخلية للمؤسسة.

من الجدول يتبين أن غلة السهم تتراوح في 09 % و من الناحية الاقتصادية يعتبر معدلا متوسطا خاصة إذا أخذنا بعين الاعتبار الجانب العقائدي الذي يحلل هذا النوع من الاستثمار على غرار الاستثمار بفوائد ربوية لكن الجانب غير المقبول هو أنه في سنتين 2002-2003 أي غلة السهم في حدود 09 % مع وجود خسائر في نتيجة السنة المالية لهاتين السنتين تحد من دلالة هذه النسبة و يعطينا مؤشر على عدم الاستثمار في هذه المؤسسة.

2- المخاطرة : يهمننا المخاطر التي يتعرض لها سهم مؤسسة الرياض.

2-1 المخاطرة المنتظمة :

و هي المخاطر العامة التي تمس السوق ككل و نجد في هذا الصدد مخاطر السياسة الاقتصادية التي تنتهجها البلاد بحيث أن الدولة تسعى إلى خصخصة القطاع العام دون أن تعطي الوقت اللازم لذلك و بما أن المؤسسة قيد الدراسة تنتمي إلى القطاع العام فقد يتم خصخصتها و هذا من شأنه أن يؤثر على السير العادي للمؤسسة و على نفسية العمال خشية من تسريحهم.

2-2 المخاطر غير المنتظمة:

أ- مخاطر النشاط: يتم حساب هذا النوع من المخاطر بحساب درجة الرفع التشغيلي :

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = 1 + \frac{\text{تكاليف ثابتة}}{\text{صافي ربح العمليات}}$$

جدول رقم (54): مخاطر النشاط للمؤسسة للفترة 2001 - 2003

الوحدة: دج

البيان	2001	2002	2003
التكاليف الثابتة	2346434099	2144650197	1501971498
صافي ربح العمليات	178193899	- 812872738	- 1394556002
الرفع التشغيلي	14	- 04	- 02

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من الجدول يتضح أن درجة الرفع التشغيلي كبيرة جدا أي أن على المستثمر أن يتحمل أخطار تشغيله كبيرة حيث أن في السنتين 2002 - 2003 لو ارتفعت المبيعات بـ 01 % فإن النتيجة الصافية تنخفض بـ 40 % و 20 % على التوالي أي أنه بالرغم من زيادة في المبيعات قد لا تكون كافية.

ب- المخاطر المالية :

تنشأت هذه المخاطر أساسا من جراء اعتماد المؤسسة على مصادر تمويل تدفع عنها تكاليف ثابتة:

جدول رقم (55): المخاطر المالية للمؤسسة للفترة 2001-2003

وحدة دج

البيان	2001	2002	2003
صافي ربح العمليات	178193899	- 812872738	- 1394556002
تكاليف الفوائد	124307792	99840222	89728186
الدفع المالي	03.3	0.8	0.9

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

من الجدول يتبين أن تغير نسبة 01 % في صافي ربح العمليات يرافقه تغير في 03.3 % و 0.8 % و 0.9 % في ربحية السهم للسنوات 2001-2002-2003 على التوالي.

3-2 قياس المعامل β :

الذي يمثل درجة مخاطر تذبذب في العائد.

جدول رقم (56): العلاقة بين العائد و تقلب العائد.

البيان	1999	2000	2001	2002	2003
العائد R_i	0.1	0.1	0.06	0.05	0.035
تذبذب Δ_i	00	00	- 0.04	- 0.01	- 0.015

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الوثائق الداخلية لمصلحة المالية و المحاسبة.

بعد دراسة الارتباط نجد المعادلة التالية :

$$R = 0.081 + 0.098\Delta_i$$

$\beta = 0.98 \approx 01$ أي أن العائد عديم التذبذب و المخاطرة في السهم تعادل المخاطرة في السوق.

المطلب الرابع: القيمة العادلة لسهم الرياض

قبل حساب القيمة العادلة أو المحورية لسهم الرياض نحاول أولا إعطاء سعر الإصدار الذي من المفترض أن يصدر به سهم الرياض بعد إجراء التعديلات التي نرى أنها ضرورية.

1- سعر الإصدار : نترح التعديلات التالية:

- استبدال النتيجة الصافية لسنة 1997 من 827 مليون دج 1038 مليون دج؛
- تعديل الخصم 17 % عوض 08 % خاصة و إذا علمنا أن مؤسسة صيدال خصم تدفقاتها النقدية لحساب سعر الإصدار بـ : 18.95 % ⁽¹⁾ في سنة 1999،
- إعطاء المعاملات الجديدة للقيم الرياضية و الاقتصادية (1) معامل 02 لأن حساب تلك القيم ارتكز على معلومات واقعية و معامل 01 للقيمة الاقتصادية (2) لأنها تعتمد في حسابها على قيم مستقبلية مقدرة تحتل الخطأ، و منه يكون سعر الإصدار بعد التعديلات كما يلي:

$$\text{القيمة الرياضية} = \frac{\text{الأصول الصافية المصححة}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{8730509000}{4000000} = 2128 \text{ دج}$$

● القيمة الاقتصادية (1): رسملة النتيجة النتيحة الصافية لسنة 1997.

$$\text{النتيجة بالنسبة لكل سهم} = \frac{1038509000}{4000000} = \frac{259.621}{0.17} = 1527 \text{ دج}$$

● القيمة الاقتصادية (2): رسملة النتائج المستقبلية

النتيجة بالنسبة للسهم الواحد : 274.5 دج.

$$\text{القيمة الاقتصادية (2)} = \frac{274.5}{0.17} = 1614 \text{ دج}$$

$$\text{و منه فسر الإصدار} = \frac{1614 + (1527 \times 2) + (2182 \times 2)}{5} = 1800 \text{ دج}$$

إذن سعر الإصدار الأول 2300 دج مغال فيه و من المفروض أن يصدر السهم بـ 1800 دج.

2- القيمة العادلة لسهم الرياض: يتم حساب القيمة المحورية بخضم التوزيعات التي قدمتها المؤسسة من سنة 1999 إلى سنة 2003 حسب المعادلة:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

حيث:

P_0 : هو القيمة العادلة.

D_i : توزيعات للسنوات 1999 إلى 2003.

r : معدل الخضم بأخذ درجة المخاطرة بالحسبان 25 %

P_5 : السعر السوقي في سنة 2003

$$P_0 = \frac{230}{1.25} + \frac{230}{1.56} + \frac{138}{1.95} + \frac{115}{2.44} + \frac{80.5}{3.05} + \frac{1000}{3.05} = 800 \text{ دج}$$

إذن القيمة الحقيقية للسهم هي 800 دج في حين أن سعره السوقي هو 1000 دج و منه فالسهم

مغال فيه و الاستثمار فيه يعد خطأ يؤدي إلى نتائج سلبية، و باستعمالنا لمعدل خضم 25 % قد لا

نكون تحملنا كل المخاطر و لم نكن حذرين بما فيه الكفاية.

و ختاماً لهذا الفصل تبين لنا أن سهم رياض سطيف مغال فيه و أن المؤسسة لم تستفد من الحالة الاقتصادية الجيدة التي تمر بها البلاد بحيث و بعد دراسة أهم المؤشرات الاقتصادية كانت في صالح انتعاش سوق رأس المال بصفة عامة و أسهم مؤسسة الرياض بصفة خاصة، كما أن ظروف الصناعة كانت ملائمة ذلك لأهميتها في الاقتصاد الوطني و اعتماد العائلات على منتجات الصناعة بشكل كبير و تعد المنافسة المشكل الوحيد الذي على المؤسسة مواجهته.

أما فيما يخص الحالة المالية للمؤسسة فهي حالة سيئة و هذا راجع أساس إلى سوء التسيير و هروب إدارات المؤسسة إلى المؤسسات الخاصة و منه فإن المستثمر الرشيد من المستبعد أن يستثمر أمواله في أسهم مؤسسة الرياض أو على الأقل في هذا المستوى.

- القيمة الاقتصادية (1): رسملة النتيجة النتيجة الصافية لسنة 1997.

$$\text{النتيجة بالنسبة لكل سهم} = \frac{1038509000}{4000000} = \frac{259.621}{0.17} = 1527 \text{ دج}$$

- القيمة الاقتصادية (2): رسملة النتائج المستقبلية

النتيجة بالنسبة للسهم الواحد : 274.5 دج.

$$\text{القيمة الاقتصادية (2)} = \frac{274.5}{0.17} = 1614 \text{ دج}$$

$$\text{و منه فسر الإصدار} = \frac{1614 + (1527 \times 2) + (2182 \times 2)}{5} = 1800 \text{ دج}$$

إذن سعر الإصدار الأول 2300 دج مغال فيه و من المفروض أن يصدر السهم بـ 1800 دج.
2- القيمة العادلة لسهم الرياض: يتم حساب القيمة المحورية بخضم التوزيعات التي قدمتها المؤسسة من سنة 1999 إلى سنة 2003 حسب المعادلة:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

حيث:

P_0 : هو القيمة العادلة.

D_i : توزيعات للسنوات 1999 إلى 2003.

r : معدل الخضم بأخذ درجة المخاطرة بالحسبان 25 %

P_5 : السعر السوقي في سنة 2003

$$P_0 = \frac{230}{1.25} + \frac{230}{1.56} + \frac{138}{1.95} + \frac{115}{2.44} + \frac{80.5}{3.05} + \frac{1000}{3.05} = 800 \text{ دج}$$

إذن القيمة الحقيقية للسهم هي 800 دج في حين أن سعره السوقي هو 1000 دج و منه فالسهم مغال فيه و الاستثمار فيه يعد خطأ يؤدي إلى نتائج سلبية، و باستعمالنا لمعدل خضم 25 % قد لا نكون تحملنا كل المخاطر و لم نكن حذرين بما فيه الكفاية.

الخاتمة

الخاتمة:

من خلال هذه الدراسة قمنا بمحاولة تطبيق تقنيات التحليل الأساسي من أجل تقييم و تحليل سهم مؤسسة رياض سطيف، ابتداء من تحليل الظروف الاقتصادية التي مرت بها البلاد و إلى تحليل الوضعية المالية للمؤسسة مروراً بتحليل ظروف الصناعات الغذائية و أثر المنافسة عليها. كما حاولنا إعادة تقييم سعر الإصدار لسهم الرياض الذي بيع به السهم في الأول و من ثم إيجاد قيمة حقيقية للسهم و مقارنتها بسعر السوق الحالي. و كان الغرض من ذلك هو الإجابة على الأسئلة المطروحة في الإشكالية و التأكد من صحة الفروض الموضوعية.

و على ضوء ما تقدم يمكن استخلاص النتائج التالية:

- 1- مر الاقتصاد الوطني بوضعية مريحة تميزت بتطور إيجابي لجميع المؤشرات الاقتصادية و هذا راجع أساساً لارتفاع أسعار البترول خلال السنوات الأخيرة، إلا أن مؤسسة رياض لم تستفد من هذه الوضعية، بل على العكس، حيث عندما كان الاقتصاد الوطني يحقق نتائج إيجابية قياسية كانت المؤسسة تحقق أسوأ النتائج لها منذ نشأتها.
 - 2- يشهد قطاع الصناعات الغذائية تحولاً كبيراً على غرار القطاعات الاقتصادية الأخرى إذ أصبح القطاع الخاص يسيطر على معظم جوانبه، حيث زاد في حجم المنافسة، خاصة في فرع المطاحن و العجائن الغذائية. كما أن هذه المنافسة كانت في الغالب غير شريفة و ذلك لاستعمال طرق غير شرعية للزيادة في المبيعات، كالبيع بدون فوترة و التهرب الضريبي من خلال عدم التصريح بالنتائج الفعلية، في ظل غياب المراقبة الصارمة للمصالح المعنية. أعتبرت هذه الأسباب من العوامل التي أثرت على مؤسسة رياض سطيف حيث أصبحت أقل تنافسية بسبب ارتفاع تكاليف منتجاتها.
 - 3- تمر مؤسسة رياض سطيف بأسوأ مرحلة منذ نشأتها، بحيث سجلت و للمرة الثالثة على التوالي نتائج سلبية و نرى أن ذلك يعود إلى عوامل خارجية و أخرى داخلية أهمها:
- أ- العوامل الخارجية:

- قوة المنافسة الممارسة من طرف المؤسسات المنتجة الخاصة و المنافسة الممارسة من طرف المستوردين لنفس منتجات الرياض.

- غياب المصالح المعنية بتسيير و مراقبة النشاط الاقتصادي.
- ضعف سوق رأس المال الجزائري و افتقاره إلى الكفاءة بجميع أشكالها، حيث أن معظم عمليات بيع الأسهم سببها الحاجة إلى السيولة لاستثمارات شخصية و ليس لتوظيفها في استثمارات أخرى، هذا من جهة. و من جهة أخرى فإن السعر السوقي لسهم المؤسسة انخفض بالرغم من إعلان المؤسسة عن ارتفاع نتائجها الصافية، حيث يعتبر هذا قمة اللاكفاء و هذا راجع لغياب الثقافة المالية و الممارسة البورصية لدى أفراد المجتمع.
- التأثير السلبي لطول الفترة ما بين شراء السهم و تاريخ الحصول على الشهادة قد تصل إلى عدة أشهر.

ب- العوامل الداخلية:

- هروب إدارات المؤسسة إلى مؤسسات القطاع الخاص بدافع الأجور المرتفعة في هذه المؤسسات.
- حجم التكاليف الثابتة كبير و المتمثل أساسا في مصاريف المستخدمين حيث وجدت المؤسسة نفسها ملزمة بالاحتفاظ بالعدد الزائد من العمال في إطار سياسة الدولة في تخفيض نسبة البطالة و الحفاظ على الجانب الاجتماعي.
- فقدان الثقة لدى العمال في مؤسستهم على خلفية الرغبة في خصخصة المؤسسة، مما أثر سلبا على مردوديتهم.

- كما نرى أن إدارة المؤسسة تتحمل الأخطاء التالية:

- محاولة توسيع نشاط المؤسسة دون دراسة مسبقة لحجم الطلب.
- عدم تنفيذ المشاريع المسطرة أثناء عملية إصدار الأسهم، مما دفع بالمساهمين إلى فقدان الثقة في إدارة المؤسسة.
- توزيع الأرباح على المساهمين لسنتين 2002-2003 على الرغم من تحقيق المؤسسة لخسائر و هذا يتعارض و المبادئ الاقتصادية. علما أن إحدى الخصائص التي تميز الاستثمار في الأسهم هو تحمل المستثمر للأرباح و الخسائر التي قد تمني بها المؤسسة، قد يؤدي ذلك بالمؤسسة للموت البطيء.

4- إتضح من إعادة حساب سعر الإصدار أنه يساوي 1800 دج فقط عوض 2300 دج أي بفارق 500 دج و هذا بعد تجنب الأخطاء التي وقعت فيها المؤسسة و مكتب الدراسات التي قام بتحديد سعر الإصدار. و تمثلت الأخطاء أساسا في معدل الخصم الذي خصمت المؤسسة تدفقاتها النقدية و قيمة النتيجة الصافية لسنة 1997.

5- بعد حساب القيمة الحقيقية لسهم رياض سطيف و بعد الأخذ بعين الاعتبار للمخاطرة التي ينطوي عليها السهم و القيمة الحالية للتوزيعات التي قدمتها المؤسسة إتضح أنها تساوي 800 دج في حين أن السهم مقيم في نفس الفترة (2003) بـ 1000 دج في بورصة الجزائر، إذن السعر السوقي أكبر من القيمة الحقيقية و منه فسهم رياض مغال فيه و الاستثمار فيه يعد أمرا خاطئا.

6- يعتبر التحليل الأساسي أفضل طريقة لتحليل الأوراق المالية و الذي يحظى بالقبول من طرف الجامعيين و الأكاديميين. ذلك لمراعاته لشروط كفاءة سوق رأس المال و مبدأ السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية، بالإضافة إلى أن الاعتماد على هذا النوع من التحليل يجنب المستثمر الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة قد تؤدي إلى إفلاسه. كما أن على المحلل أن ينتبه إلى طول المدة التي يستغرقها هذا التحليل و الكم الهائل من المعلومات التي يجب التعامل معها.

7- يعتبر التحليل الفني طريقة أخرى لتحليل الأوراق المالية إلى جانب التحليل الأساسي. فبرغم عدم اعترافه لمبادئ السوق الكفاء و اعتماده على تحرك الأسعار في الماضي إلا أنه أثبت صلاحيته ميدانيا إلى حد ما.

8- لكل من التحليل الفني و التحليل الأساسي طرقة و أدواته الخاصة لتحليل الأوراق المالية و بالتالي كل منهما يكمل الآخر و ليس بديلا له. فالتحليل الأساسي يعتبر أداة استراتيجية يمكننا من معرفة ما هي الأوراق المالية التي يجب شراؤها أو التخلي عنها، في حين أن التحليل الفني هو أداة فنية يمكننا من معرفة متى يجب شراء أو بيع ورقة مالية معينة و بالتالي فكل منهما يجب على تساؤل مختلف.

9- استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية و الاستثمار فيها يزيد في رشادة القرار الاستثماري و الحد من القرارات الاستثمارية الخاطئة.

من خلال الدراسة و الملاحظات السابقة فإننا نقترح التوصيات التالية:

- على الجزائر أن تستفيد من الوضعية المالية المريحة التي يمر بها الاقتصاد بالعمل على تنويع مداخيلها من خلال تطوير و تشجيع الاستثمار خارج مجال المحروقات، حيث أن أي اقتصاد مرتبط بمداخيل صناعة واحدة يكون عرضة للأزمات و هو حال الاقتصاد الجزائري المرتبط بأسعار المحروقات، فأى انهيار في سوق النفط قد يؤدي إلى نتائج وخيمة.

- على السلطات المعنية بمراقبة و متابعة نشاط القطاع الخاص الذي تطور بشكل عشوائي بحيث تندر الإحصائيات حوله و أن تفرق بين دورها كمشجع لهذا القطاع و كمراقب له بمنع حدوث التجاوزات و العمليات غير الشرعية و ذلك بتوفير مناخ اقتصادي يسمح بالسير الحسن لكافة النشاطات الاقتصادية.

نظرا لغياب الثقافة المالية و البورصية لدى أفراد المجتمع كون أن بورصة الأوراق المالية حديثة النشأة في اقتصادنا و المؤسسات المقيدة فيها تعد على الأصابع، كان على السلطات المعنية أن تعيد بعث هذه الأداة (البورصة) بتقييد مؤسسات أخرى و إعطاء التغطية الإعلامية الكافية لها عبر كافة وسائل الإعلام، بالإضافة إلى إقامة ملتقيات و منتديات للتعريف بالأسواق المالية و الأدوات التي تداول فيها و أهميتها في التنمية الاقتصادية المستدامة.

كما نقترح على مؤسسة رياض سطيف التوصيات التالية:

- يجب على مؤسسة رياض أن تقوم بتوعية الموظفين و تحسيسهم بالوضعية التي تمر بها المؤسسة وذلك بتحفيزهم معنويا للنهوض بها من جديد.

- إعادة تكوين و رسكلة العمال لسد فراغ الإطارات التي غادرت المؤسسة.

- على المؤسسة أن تخفض من عدد العمال خاصة الإطارات الذين أضحووا يمثلون 24 % من العمال هذا بالرغم من الطبيعة الإنتاجية للمؤسسة.

- على المؤسسة أن تسترجع حصتها في السوق و ذلك بالاقتراب من المستهلك و دراسة أذواقه بأن تعيد قنواتها التوزيعية و أن تباشر بنفسها عمليتي التوزيع و التسويق.

- على المؤسسة أن تستغل خبرتها الطويلة في هذا المجال بأن تنتج منتجا ذو جودة عالية و أن تستبدل التكنولوجيا التي بحوزتها بتكنولوجيا أحدث للتقليل من تكاليف الصيانة و التكاليف الثابتة الأخرى.

أما فيما يتعلق بالتحليل الأساسي فنقترح مايلي:

- يجب على كل مستثمر أن يعتمد و بصفة رئيسية على التحليل الأساسي في اتخاذ القرارات الاستثمارية نظرا لاعتماده على معطيات حقيقية و قربه من الواقع.
- على المستثمر أن يتعامل بشكل حذر مع المعلومات، فبعضها يتأثر و يفقد مصداقيته مع مرور الوقت خاصة المتعلقة بالوضعية المالية للمؤسسة.
- على المحلل الذي يستعمل التحليل الأساسي لتحديد القيمة الحقيقية لأي سهم أن يأخذ الوقت اللازم لذلك لأن التحليل الأساسي يعتبر أداة استراتيجية للاستثمار في الأوراق المالية.
- يمكن للمستثمر أن يعتمد على التحليل الأساسي و الفني معا من أجل اختيار الأوراق المالية و الزيادة في كفاءة القرار الاستثماري
- أخيرا يمكن القول أن باستعمال التحليل الأساسي تين أن النتائج السيئة التي وصل إليها السهم رياض سطيف سببها الوضعية المالية السيئة التي تمر بها المؤسسة بالإضافة إلى ظروف الصناعة غير الملائمة.
- من خلال تطرقنا إليه موضوع بحثنا و بالشكل السابق جعلنا نكتشف إمكانية مواصلة البحث في هذا الموضوع من جوانب أخرى و هذا لاحتوائه على عدد من المفاهيم ما زالت تحتاج للدراسة من خلال أبحاث علمية أخرى مثل :
- استعمال التحليل الأساسي لتسيير محفظة الأوراق المالية.
- دراسة مقارنة بين التحليل الأساسي و الفني.
- التحليل الأساسي من المدخل الأسفل إلى الأعلى.

و ختاماً أرجو أن أكون قد وفقت ولو جزئياً في معالجة هذا الموضوع و أدعو المولى العلي القدير أن يوفقني إلى ما فيه الخير لي و لأمتي و ما التوفيق إلا بالله عليه توكلت و إليه أنيب.

قائمة

الجدول

والأشكال

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	مقارنة بين السوق الأولية و بورصة الأوراق المالية	026
02	الحساسية والعمر الاقتصادي للسند	048
03	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي و الفني	060
04	تأثير الناتج المحلي الفعلي على عائد الأسهم	063
05	العوامل التي يتأثر بها PER	075
06	الميزانية الختامية لسنوات 1998-1996	092
07	تغيرات أصول المؤسسة بمؤسسة رياض سطيف لسنة 1998/97	094
08	تغيرات الخصوم بمؤسسة رياض سطيف لسنة 1998/97.	095
09	جدول حسابات لمؤسسة رياض سطيف للسنوات 1998-1996	096
10	مؤشرات التسيير لمؤسسة الرياض سطيف لسنوات: 1998/97/96.	097
11	جدول حساب نسبة تغطية الفوائد: لسنوات 1997/96/95.	099
12	جدول حساب نسبة تسديد الديون : لسنوات 1997/96/95.	100
13	جدول حساب نسبة الاستقلالية المالية لسنوات 1997/96/95	101
14	جدول حساب نسبة قابلية التسديد لسنوات 1997/96/95	102
15	البرنامج الزمني لإنجاز نظام التسيير الآلي	108
16	البرنامج الزمني الخاص بعمليات الحصول على شهادة المطابقة	110
17	الميزانية المالية التقديرية لعمليات الاتصال بمؤسسة الرياض سطيف (سنة 1999)	111
18	برنامج تكوين مستخدمي مؤسسة رياض سطيف (سنة 1999)	112
19	جدول إجمالي لعمليات برنامج تحسين الجانب التسييري لمؤسسة رياض سطيف.	112
20	جدول تحصيلي لبرنامج تطور مؤسسة رياض سطيف	114
21	تقييم الاقتراحات الاستثمارية	119
22	التكلفة المتوسطة المرححة لرأس مال مؤسسة رياض سطيف	120

125	تطور احتياطي الصرف للفترة 1994 - 2003.	23
126	تطور الدين و خدمة الدين للفترة 1992-2003	24
126	تطور الناتج المحلي الخام للفترة 1993 - 2003	25
129	تطور المداخيل الجبائية و رصيد الميزانية للفترة 1994 - 2003	26
130	الإنفاق الحكومي للفترة 1994 - 2003	27
132	أسعار الصرف (دج/\$) للفترة 1994 - 2003	28
133	الوضع النقدية للفترة 1994 - 2003	29
134	أسعار الفائدة للفترة 1994 - 2004	30
135	تغيرات أسعار الاستهلاك للفترة 1994 - 2003	31
136	مكونات قطاع الصناعات الغذائية	32
137	نسبة و متوسط عمر كل نشاط	33
138	تطور نسبة العمالة حسب النشاط للفترة 2001 - 2002	34
141	توزيع عدد المؤسسات و الطاقة الإنتاجية حسب المنطقة	35
144	تطور إنتاج الصناعات الغذائية للفترة 1995 - 2001	36
145	تطور القيمة المضافة للصناعات الغذائية للفترة 1995 - 2001	37
148	الميزانية الختامية للسنوات 2001-2003	38
150	تغيرات الأصول بمؤسسة رياض للفترة 2001 - 2003	39
151	تغيرات الخصوم بمؤسسة رياض للفترة 2001 - 2003	40
152	حسابات لمؤسسة رياض سطيف للسنوات 2001-2003.	41
153	تطور النتيجة الصافية و التنبؤ بها في السنتين 2004 - 2005	42
154	تطور رقم الأعمال و التنبؤ للسنتين 2004 - 2005	43
155	مؤشرات التسيير لمؤسسة الرياض سطيف 2002 - 2003	44
157	نسبة السيولة لمؤسسة الرياض لسنوات 2001-2003	45
158	نسب الاقتراض لمؤسسة الرياض بين 2001 - 2003	46
158	نسبة تغطية الفوائد لمؤسسة الرياض ما بين 2001-2003	47

159	نسب النشاط لمؤسسة الرياض ما بين 2001-2003	48
160	نسب الربحية لمؤسسة الرياض ما بين 2001-2003	49
161	تحليل تسعيرة سهم الرياض سطيف	50
163	ربحية سهم الرياض ما بين 2000-2003	51
163	مضاعف الربحية لسهم الرياض ما بين 2002 - 2003	52
164	غلة سهم مؤسسة الرياض ما بين 2000-2003	53
165	مخاطر النشاط للمؤسسة للفترة 2001 - 2003	54
165	المخاطر المالية للمؤسسة للفترة 2001-2003	55
166	العلاقة بين العائد و تقلب العائد	56

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	أرباح و خسائر المستثمرين في اختيار الشراء	13
02	أرباح و خسائر المستثمرين في اختيار البيع	14
03	سرعة تغير أسعار الأسهم	57
04	إستراتيجية المصفاة	58
05	المتوسطات المتحركة	58
06	خطوط الدعامه و المقاومة	59
07	العلاقة بين R و Δi	78
08	هيكله مؤسسة رياض سطيف و فروعها	83
09	الهيكل التنظيمي لمؤسسة رياض سطيف	86
10	الهيكل التنظيمي للإدارة المالية لمؤسسة رياض سطيف	88
11	تأثير رأس المال على الاقتراحات الاستثمارية	121
12	التوزيع حسب النشاط	137
13	التوزيع حسب الطبيعة القانونية	139
14	هيكل المنافسة في ظل احتكار مؤسسات الرياض	140
15	توزيع المؤسسات الخاصة حسب المنطقة	141
16	توزيع الطاقة الإنتاجية حسب المنطقة	142
17	دورة حياة الصناعات الغذائية في الجزائر	144
18	تطور إنتاج قطاع الصناعات الغذائية للفترة 1995-2001	145
19	تطور القيمة المضافة للفترة 1995-2001	146
20	تطور النتيجة الصافية للفترة ما بين 1999-2005	153
21	تطور السعر السوقي لسهم مؤسسة الرياض ما بين 1999-2004	162

المراجع

قائمة المراجع

I - الكتب باللغة العربية:

- 1- شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، بدون تاريخ.
- 2- ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، 2003.
- 3- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2002.
- 4- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2001.
- 5- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2002.
- 6- عبد الغفار خنفي، الإدارة المالية مدخل القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- 7- عبد الغفار خنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2000.
- 8- عبد الغفار خنفي، حلول و تطبيقات في الإدارة المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية، 1997.
- 9- فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ، الرياض، 2002.
- 10- محسن أحمد الحضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر و التوزيع، القاهرة، ط1، 1996.
- 11- محفوظ جبار، الأوراق المالية، الجزء 2، دار هومة، 2002.
- 12- محمد صالح حناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعة، القاهرة، 1997.
- 13- محمد صالح حناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 14- محمد صالح حناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2000.
- 15- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعة، الإسكندرية، 1998.
- 16- محمد عثمان اسماعيل حميد، أسواق رأس المال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.

- 17- مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي و المصرفي و البورصات، دار الجامعة، الإسكندرية، 1998.
- 18- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مركز دالتا للطباعة، الإسكندرية، 1997.
- 19- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

II - الكتب باللغة الفرنسية:

- 1- André Kovacs , Comprendre la bourse, Edition >Hommes et Techniques, 1985.
- 2- Anne Emmanuelle, Dognon Remy, Investir en Bourse avec les clubs d'investissement, Paris, Edition DUNOD, 2001.
- 3- Bernard BELLETANTE, La Bourse, Edition Hatier, 1986.
- 4- Didier Vitrac, Tout savoir sur la bourse, Edition GUALINO, 2001.
- 5- Jean François Subielle, Comprendre la bourse sur internet, Edition d'organisation, Paris , 2001
- 6- Jean-Laurent Viviani, Gestion de porte feuille, Edition DUNOD, Paris, 1997.
- 7- Jean peyrard, g- Soularue, Risque de Change, Edition vuibert, 1986.
- 8- Kamel HAMDI, le Diagnostic Financier, Edition es-salem, Alger, 2001.
- 9- Omar Boukhezar, Equilibre Financier des Entreprises, OPU, Alger, 1983.
- 10- Patrice Vizzavona, Gestion Financière, Edition Berti, Alger, 1999.
- 11- Patrick Navatte : Instruments et marchés financiers, Toulouse, Edition Management, 1992.
- 12- Paul-jacques lehmann, Bourse et Marchés Financier, Edition DUNOD, paris, 2002.
- 13- Pierre Genesse, Patrick Topsacalian, Ingénierie financière, 2^{ème} édition, Edition Economica, 2001.

- 14- Sébastien Bossu, Philippe Henrotte, Exercices de finance des marchés, Théorie de la Finance, Edition DUNOD Paris, 2002.
- 15- Stéphane Griffiths, Gestion financière, Edition CHIHAB- EYROLLES, Alger, 1996.

III المذكرات، المجلات و التقارير باللغة العربية:

- 1- جمال بلخباط، الآثار المتوقعة، للمنظمة العالمية للتجارة على الاستثمار الأجنبي في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، 2003.
- 2- مرزوق مصطفى، كرومي صليح، بورصة الأوراق المالية و أفاق قيامها في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا في المالية، تخصص خزينة، المعهد الوطني للمالية، الجزائر، 1998.
- 3- محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية ما بين 1999 و 2001، في مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 03، 2004.
- 4- ناصر مراد، الإصلاحات الضريبية في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثاني، 2003.
- 5- المذكرة الإعلامية، رياض سطيف، 1998.
- 6- حوليات لجنة مراقبة عملية البورصة، رقم 1، 1998.

IV - المجلات و التقارير باللغة الفرنسية:

- 1- Conjoncture, revue d'information et d'analyse de l'économie Algérienne, N° 57, Août 1999.
- 2- Gestion & entreprise, publication trimestrielle de Inped, N° : 24-25-janvier, avril, 2004.
- 3- Media bank, bank of Algeria, N° : 64, 2003.
- 4- Enquête PME de la branche agroalimentaire, CENEAP, Juillet 2003.
- 5- ERIAD Sétif, rapport de l'Assemblée générale ordinaire des actionnaires 2004.
- 6- Fiscalité de valeurs mobilières, DGI, 2003 et 2004.
- 7- Guide Fiscale des investisseurs, direction générale des impôts, 2003.
- 8- Notice d'information, ERIAD Sétif.
- 9- Notice d'information, groupe SAIDAL, 1999.

- 10- Plan de développement, ERIAD Sétif, 1998.
- 11- Rapport annuel ERIAD Sétif (années 2000-2001-2002).
- 12- Rapport Assemblée générale, ERIAD Sétif, Comptes sociaux 2003.
- 13- Société de gestion des participations, « CERIALE, CECRO, Août 2003.
- 14- Société de la gestion de la bourse des valeurs 2004.
- 15- Synthèse du rapport annuel, ERIAD Sétif, 1998

V-مواقع الانترنت:

- [http:// www.Algeria-interface.com/Economie/new/rubrique/home-f-php](http://www.Algeria-interface.com/Economie/new/rubrique/home-f-php)
- <http:// www.Algeria-interface.Com/ économie/rubrique.htm>
- <http:// www.bank-of-algeria.org>
- <http:// www.CCIS-Acitivité-économique.htm>
- <http://www.finance-algerie.org>
- <http:// www.ons.dz /thme-sta.htm>
- <http:// www.senat.fr/theme/td17recent.htm>

الملاحق

الملحق رقم (01): المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في البورصات العالمية:

أ- معلومات عامة:

- 1- عرض مختصر لنتائج المؤسسة.
- 2- قائمة بأهداف المؤسسة و توقعاتها المستقبلية.
- 3- وصف للممتلكات الرئيسية مواقعها وظائفها حجمها.
- 4- عرض معلومات عن أنشطة البحوث و التطوير.
- 5- عرض معلومات عن العمالة .
- 6- النفقات الرأسمالية.

ب- معلومات عن الإدارة:

- 7- معلومات عن أعضاء مجلس الإدارة مثل أسمائهم و مرتباتهم.
- 8- معلومات عن المديرين مثل أسمائهم و مسؤولياتهم الوظيفية.
- ج- معلومات عن رأس مال الشركة.

- 9- معلومات عن تمويل رأس المال.
- 10- قائمة مختصرة بالتغيرات في أسعار الأسهم في السنوات السابقة و أي تغيرات مستقبلية متوقعة.
- 11- معلومات عن المساهمين.

د- معلومات مالية:

- 12- ملخص تاريخي للبيانات المالية.
- 13- القوائم المالية المعتمدة (قائمة المركز المالي و قائمة الدخل).
- 14- قائمة التدفقات النقدية.
- 15- توزيعات الأرباح المسجلة و المستقبلية و سياسة توزيعات.
- 16- معلومات عن الاستثمار في المؤسسة.
- 17- عرض نتائج المؤسسة في العام الماضي.
- 18- معلومات عن الدعاوى القضائية و التي يكون لها تأثير جوهري على المركز المالي.
- 19- عرض السياسات المحاسبية التي استخدمت في إعداد القوائم المالية.

الملحق رقم (02): نماذج التنبؤ لسنتين 2004 و 2005

1- نموذج التنبؤ بالنتيجة الصافية:

$$\text{Résultat} = - 975,7 \text{ temps} + 3296,7 \quad (\text{MDA})$$

T : 05 $R^2 : 0,98$ t-sta : -8,8 pro : 0,001

2- نموذج التنبؤ برقم الأعمال:

$$\text{CA} = - 2280,3 \text{ temps} + 27130 \quad (\text{MDA})$$

T : 08 $R^2 : 0,73$ t-sta : -4 pro : 0,006

الملخص:

يعتبر التحليل الأساسي أفضل طريقة لتحليل الأوراق المالية و الذي يحظى بالقبول من طرف الجامعيين و الأكاديميين. ذلك لمراعاته لشروط كفاءة سوق رأس المال، كما يعتبر أداة استراتيجية تمكننا من معرفة ما هي الأوراق المالية التي يجب شرائها أو التخلي عنها. استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية و الاستثمار فيها يزيد في رشادة القرار الاستثماري و الحد من القرارات الاستثمارية الخاطئة.

باستعمال التحليل الأساسي تبين أن النتائج السيئة التي وصل إليها السهم رياض سطيف سببها الوضعية المالية السيئة التي تمر بها المؤسسة بالإضافة إلى ظروف الصناعة غير الملائمة.

Résumé :

L'analyse fondamentale est la méthode la plus rationnelle pour sélectionner les valeurs et bâtir une stratégie d'investissement, puisqu'elle peut résumer ainsi : analyser l'économie nationale, le secteur d'activité de l'entreprise et puis sa situation financière a fin de déterminer la valeur intrinsèque d'une action.

On utilisons l'analyse fondamentale pour évaluer l'action de E RIAD Sétif donne : la baisse des cours est due à la mauvaise situation financière de l'entreprise et l'environnement défavorable du secteur d'activité.