



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 قالمة
كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر
فرع علوم التسيير
تخصص: مالية مؤسسات

تحت عنوان:

مساهمة السوق المالي في تعبئة الموارد المالية في المؤسسة الاقتصادية
- دراسة حالة مجمع صيدال -

تحت إشراف الأستاذ:

- سماعلي فوزي

من إعداد:

- بوجيبة دنيا

- قوادرية أمينة

السنة الجامعية 2011/2012

كلمة شكر

وإذ تأذن ربكم لئن شكرتم لأزيدنكم، ولئن كفرتم إن عذابي لشديد
"صدق الله العظيم"
ربي لك الحمد والشكر وأنت المستعان وعليك التكلان
وأفضل الصلاة على خير الأنام
نتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من أنهلنا علما ومعرفة.
إلى من قدم لنا يد العون من قريب أو بعيد، تقديرا منا لمجموعات
الأستاذ المشرف على هذا العمل سماعلي فوزي نتقدم بأحر عبارات
الشكر وأصدق معاني التقدير على توجيهاته لنا شاكرين له أحسن
الصنيع.

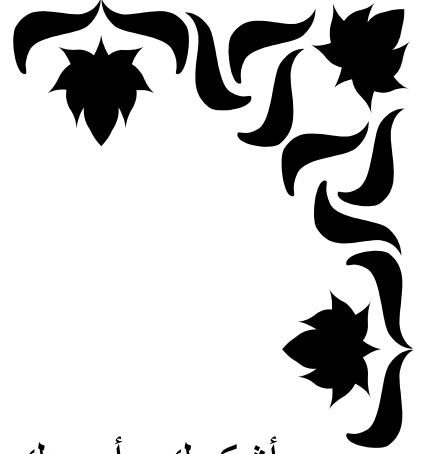
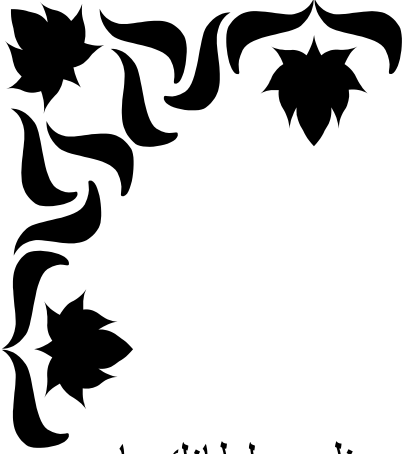
وإلى كل العاملين بمجمع صيدال « SAIDAL » فرع عنابة، على
المعلومات القيمة التي أفادونا بها وخاصة السيد مساعديّة عمر.
إلى كافة أساتذة كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، قسم مالية
المؤسسات.

إلى كل طلبة السنة الثانية ماستر دفعة 2011 / 2012.

إهداء

الحمد لله يليق بجلاله وعظيم سلطانه، الذي وفقنا في بحثنا هذا والصلاة
والسلام على رسول الله الذي غرس في قلوبنا العلم والإيمان.
أهدي ثمرة جهدي ونتائج مشواري إلى
روح أبي الطاهرة
أمي الغالية أطال الله عمرها
كل الأصدقاء والزملاء.
كل عائلة سليمان تيش تيش

دنيا



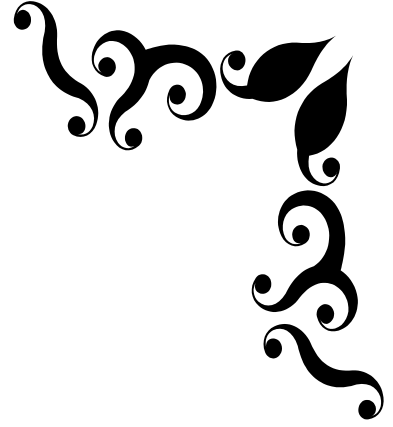
إهداء

أشكر وأحمدك ربي حمدا كثيرا يليق بجلال وجهك وعظيم سلطانك يا
خير معين يا من استجاب لدعواتي، أثني عليك الشكر كله وأحمدك يا
الله.

وشفيح الأمة سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم
أهدي ثمرة جهدي ونتائج مشواري إلى
أمي الغالية أطال الله في عمرها.

أبي الغالي أطال الله في عمره.
إلى سندي في الحياة أختي وإخوتي الأعزاء
إلى كل الأصدقاء والزملاء.

أمينة



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الفهرس

كلمة شكر

I الفهرس

IV قائمة الجداول

V قائمة الأشكال

01 مقدمة عامة

الفصل الأول: المؤسسة الاقتصادية وآليات الوساطة المالية

06 تمهيد

07 المبحث الأول: المؤسسة الاقتصادية

07 المطلب الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية وخصائصها

08 المطلب الثاني: أنواع المؤسسة الاقتصادية

10 المطلب الثالث: أهمية المؤسسة الاقتصادية وأهدافها

11 المطلب الرابع: وظائف المؤسسة الاقتصادية

13 المبحث الثاني: الوساطة المالية والبدائل التمويلية

13 المطلب الأول: الوساطة المالية وأهميتها وجودها

14 المطلب الثاني: الوسطاء الماليون ومؤسسات الوساطة المالية

17 المطلب الثالث: مفهوم التمويل وأهميته

18 المطلب الرابع: أشكال التمويل

22 المبحث الثالث: السوق المالي

22 المطلب الأول: تعريف السوق المالي وأقسامه

27 المطلب الثاني: أهمية السوق المالي ووظائفه

30.....	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي
37.....	المطلب الرابع: مؤشرات السوق المالي وكفاءته
42.....	خاتمة الفصل
الفصل الثاني: بورصة الجزائر	
43.....	تمهيد
44.....	المبحث الأول: مسار إنشاء بورصة الجزائر
44.....	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر
45.....	المطلب الثاني: تعريف بورصة الجزائر وطريقة سير عملها
50.....	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر
58.....	المطلب الرابع: شروط القبول والإدراج في بورصة الجزائر
61.....	المبحث الثاني: الشركات المصدرة للأوراق المالية ببورصة الجزائر
61.....	المطلب الأول: مجمع رياض سطيف
62.....	المطلب الثاني: فندق الأوراسي
63.....	المطلب الثالث: القرض السندي لسوناطراك
64.....	المطلب الرابع: مؤسسات أخرى
71.....	المبحث الثالث: أداء بورصة الجزائر
71.....	المطلب الأول: مقومات بورصة الجزائر وعوامل رفع كفاءتها
73.....	المطلب الثاني: نشاطات بورصة الجزائر
80.....	المطلب الثالث: معوقات سير بورصة الجزائر
82.....	المطلب الرابع: آفاق تطوير بورصة الجزائر
87.....	خاتمة الفصل

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال

88.....	تمهيد
89.....	المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال
89.....	المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال
91.....	المطلب الثاني: مهام وأهداف مجمع صيدال
93.....	المطلب الثالث: فروع مجمع صيدال
99.....	المطلب الرابع: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال
103.....	المبحث الثاني: مجمع صيدال في البورصة
103.....	المطلب الأول: إجراءات دخول مجمع صيدال إلى بورصة الجزائر
104.....	المطلب الثاني: دخول مجمع صيدال إلى البورصة
105.....	المطلب الثالث: أسباب دخول مجمع صيدال إلى بورصة الجزائر
106.....	المطلب الرابع: العوائق التي واجهها مجمع صيدال بعد دخوله البورصة والنتائج المحققة
107.....	المبحث الثالث: تعبئة موارد مجمع صيدال عن طريق السوق المالي الجزائري
107.....	المطلب الأول: الاكتتاب العام في مجمع صيدال
109.....	المطلب الثاني: نتائج العرض العمومي للبيع
110.....	المطلب الثالث: تقييم ودراسة تغيرات أسهم صيدال
116.....	المطلب الرابع: الآفاق التوسعية لمجمع صيدال
117.....	خاتمة الفصل
118.....	خاتمة عامة
121.....	قائمة المراجع
	الملاحق

قائمة الجداول

الرقم	البيان	الصفحة
01	المراحل الزمنية لحصص التداول للقيم المتداولة في بورصة الجزائر	47
02	المراحل الزمنية لحصص التداول لسندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر	48
03	نتائج اللجوء العلني للاذخار لأسهم رياض سطيف	62
04	نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي	63
05	تمويل الفروع عن طريق شركة "أليانس"	71
06	التقسيم النهائي للأسهم الممنوحة من قبل شركة "أليانس" للتأمينات	74
07	عملية الاكتتاب حسب كل ولاية بسند أليانس	74
08	حجم الأوامر المقدمة في قسم الأسهم للسنتين الماليتين 2009 و 2010	76
09	التوزيع حسب القسم	76
10	النشاط الإجمالي لسوق الأسهم للسنتين الماليتين 2009 و 2010	76
11	الرسمة المصفقية لبورصة الجزائر	77
12	النتائج المسجلة لسند الخطوط الجوية الجزائرية للسنتين الماليتين 2009 و 2010	78
13	توزيع سند دخلي شهريا	79
14	الإصدارات الجديدة في السوق الأولية لسنة 2010	80
15	إعادة فتح خطوط سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة	80
16	النتائج المحققة لفرع ANTIBIOTICAL خلال السنتين 2009/2010	94
17	النتائج المحققة لفرع PHARMAL خلال السنتين 2009/2010	95
18	توزيع النتائج لكل مصنع تابع لفرع فارمال	96
19	النتائج المحققة لفرع BIOTIC للسنتين 2009/2010	97
20	توزيع النتائج لكل مصنع تابع لفرع بيوتيك	97
21	النتائج المحققة لفرع SOMEDIAL للسنتين 2009 و 2010	99
22	النتائج المحققة للشركة الأم للسنتين 2009 و 2010	101
23	نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال	109
24	القيمة المتبادلة لسهم صيدال	110
25	المبادلات من حيث الحجم والقيمة لسهم صيدال لسنة 2010	111
26	الأوامر المقدمة لسهم صيدال	113

113	الحصص المثمرة لسند صيدال	27
114	تطور أسعار سهم صيدال (1999 - 2012)	28
115	الرسملة المصفقية	29

قائمة الأشكال

الصفحة	البيان	الرقم
27	هيكل السوق المالي	01
49	مخطط عام لسير بورصة الجزائر	02
52	الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها	03
54	تنظيم انطلاقة شركة تسيير بورصة القيم	04
63	تطور سعر سند الأوراسي	05
65	تطور سعر سند الخطوط الجوية الجزائرية	06
66	تطور سعر سند سونلغاز أجل استحقاق 2011	07
67	تطور سعر سند سونلغاز أجل استحقاق 2014	08
68	التطور الشهري للحجم المتبادل لسند اتصالات الجزائر	09
69	التطور الشهري للحجم المتبادل لسند دحلي	10
90	محطات التغيير في مجمع صيدال	11
94	التطورات الأساسية لمجاميع التسيير لفرع ANTIBIOTICA	12
96	التطورات الأساسية لمجاميع التسيير لفرع PHARMAL	13
98	التطورات الأساسية لمجاميع التسيير لفرع BIOTIC	14
102	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	15
110	تطور القيمة المتبادلة لسهم صيدال (2007 - 2012)	16
111	الحجم المتبادل لسهم صيدال (2007 - 2012)	17
112	تطور القيمة المتبادلة لسهم صيدال للسنة المالية 2010	18
112	تطور الحجم المتبادل لسهم صيدال للسنة المالية 2010	19
115	تطور أسعار سهم صيدال (2007 - 2012)	20

مقدمة عامة:

إن متطلبات الحياة الاقتصادية الحديثة، والحاجة الملحة لرؤوس أموال ضخمة لتأمين مختلف الفعاليات الاقتصادية، يفرض على الدول تغيير نهجها الاقتصادي والبحث عن وسيلة تكفل تحقيق أهدافها. ومن هذا المنطلق لجأت دول العالم لا سيما الأوروبية منها لإنشاء أسواق مالية تسمح لها بتداول رؤوس الأموال، فأصبحت الأسواق المالية بصفة عامة تمثل أداة فعالة للتمويل المباشر للاستثمارات ولمشاريع التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال الدور الاستراتيجي الذي تقوم به في جذب وتحريك الفائض من رأس المال غير الموظف، وتحوله إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، عن طريق عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات أو المؤسسات الاقتصادية، وذلك عن طريق إصدار سلسلة من الأسهم والسندات، وهذا ما يساعد على تمويلها ذاتيا.

وأدت العولمة الاقتصادية إلى تحولات عميقة في أغلب دول العالم من خلال تحرير اقتصادياتها، وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة، مما جعل الأسواق المالية تتصدر اهتمام الساسة والاقتصاديين، وأصبحت بذلك تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال ما توفره من تعبئة للمدخرات ودورها في التخصيص الأمثل للموارد. وأصبح من النادر أن يمر يوم جديد دون الإعلان عن أخبار مالية هامة كخصخصة إحدى شركات القطاع الحكومي أو طرح أسهم شركة جديدة للاكتتاب، أو الإعلان عن تأسيس صندوق جديد للاستثمار أو غيرها من الأمور الحديثة في مجال التمويل.

وبما أن بورصات القيم المنقولة على الخصوص تعتبر القطب الأساسي في الأسواق المالية، فإنها أضحت بمثابة المرآة التي تعكس الوضع الاقتصادي القائم في بلد معين، الشيء الذي جعلها تتميز بحساسية مفرطة اتجاه جميع التقلبات الاقتصادية والمالية والنقدية الداخلية والخارجية. كما أن عمليات تحرير الخدمات المالية عبر العالم قد أدى إلى تسهيل الانسياب السريع لتنقل الاستثمارات المالية في القيم المنقولة عبر الأسواق المالية العالمية مما أدى إلى ترابط وثيق بين هذه الأسواق.

إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر تدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق سنة 1988 بصدور عدة قوانين اقتصادية تخص استقلالية المؤسسات العمومية و صناديق المساهمة، مما غير الوضع القانوني للمؤسسات العمومية التي أصبحت شركات أسهم بعد أن قسم رأس مالها الاجتماعي إلى عدد من الأسهم وأوكلت عملية تسجيرها إلى صناديق المساهمة. إن نظام شركات المساهمة لا يمكن تصوره دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم وهي البورصة.

1- إشكالية الدراسة:

من الملاحظ أن الأسواق المالية تساهم بكيفية فعالة في استقطاب الرساميل محليًا ودوليًا، غير أن الدور الذي تلعبه هذه الأسواق يتفاوت بين الدول. ففي حين تساهم هذه الأسواق في تعبئة الموارد المالية في الدول المتقدمة فإن دورها لا يزال يواجه عقبات كثيرة في الدول النامية وخاصة الجزائر، التي هي محل دراستنا. وعليه قمنا بطرح الإشكالية التالية:

إلى أي مدى استطاعت المؤسسة الاقتصادية أن تعكس مساهمة السوق المالي في تعبئة مواردها المالية؟

وانطلاقًا من هذا التساؤل الرئيسي يمكن استخراج الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي المعوقات التي تحول دون تطوير السوق المالي في الجزائر؟
- ماهي الآليات المعتمدة في تفعيل الأسواق المالية لتؤدي الدور المنشود منها؟
- هل لجوء مجمع صيدال إلى بورصة الجزائر خلق موارد مالية إضافية له؟

وللإجابة على الأسئلة السابقة وضعنا الفرضيات التالية:

- تراجع دور الوساطة المالية أي تراجع دور البنوك في تمويل المؤسسات، واتجاه هذه الأخيرة مباشرة إلى السوق المالي لتعبئة مواردها المالية، وهذا ما يعرف بالوساطة المالية أو التمويل المباشر.
- يمكن للسوق المالية الجزائرية أن تحقق الأهداف المنوطة لها شريطة توفير جملة من الإصلاحات تساعد على توفير المحيط الاقتصادي والاجتماعي الملائم.
- يسعى مجمع صيدال إلى التخلي التدريجي عن مصادر التمويل التقليدية أو التقليل من اللجوء إليها خاصة مع ظهور بورصة الجزائر، وذلك من خلال طرح أسهم المجمع للاكتتاب العام.

2- أسباب اختيار الموضوع:

هناك عدة أسباب ومبررات دعتنا إلى اختيار هذا الموضوع، والتي يمكن إيجازها فيما يلي:

أسباب موضوعية:

- بحكم تخصصنا في علوم المالية من خلال دراستنا الجامعية.
- الأهمية الكبيرة للبحث، حيث يعتبر السوق المالي ذو قيمة بالغة في اقتصاديات الدول، من خلال الاهتمام المتزايد بدخول المؤسسات العمومية والخاصة لتعبئة مواردها المالية في هذا السوق بأقل تكلفة.

- وفرة مراجع البحث.

أسباب ذاتية:

- ميولنا الذاتي لهذا الموضوع.
- حداثة الموضوع، حيث أن بورصة الجزائر حديثة النشأة.
- العمل على المساهمة في نشر ثقافة البورصة من خلال هذا البحث المتواضع.

3- أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف دراستنا لهذا الموضوع فيما يلي:

- تبيان أن السوق المالي هو قناة توجيه واستخدام الموارد المتاحة بكفاءة، وذلك من خلال التمويل غير المباشر عن طريق السوق النقدية من خلال تدخل البنوك (الوساطة المالية)، والتمويل المباشر عن طريق سوق الأوراق المالية.
- إبراز الآثار المترتبة عن إنشاء بورصة الجزائر، والأسباب التي حالت دون نجاحها.
- الوقوف على مدى انتشار الوعي الادخاري والمالي وثقافة البورصة في المجتمع الجزائري.
- تبيان مكانة صناعة الأدوية في الجزائر، من خلال الدور الذي يقوم به مجمع صيدال في توفير الأدوية ذات الجودة و الفعالية وبأسعار مقبولة.

4- أدوات الدراسة:

لقد اعتمدنا في دراستنا هذه على عدة مراجع بمختلف أنواعها باللغة العربية وأخرى باللغة الأجنبية:

- بالنسبة للجانب النظري: تم الاعتماد على أكبر عدد ممكن من الكتب الحديثة والقديمة التي تعرضت للموضوع بصفة شاملة أو جزئية، وكذلك أطروحات ورسائل الماجستير ودكتوراه، إضافة إلى مجموعة من الملتقيات والدراسات الخاصة بالموضوع، كما تم الاعتماد كذلك على مجموعة من المجلات والجرائد، التقارير وبعض المقالات المطروحة في المواقع الإلكترونية.
- بالنسبة للجانب التطبيقي: فقد تم الاعتماد على مجموعة المعلومات المحصلة من المجمع الصناعي صيدال، إضافة إلى مختلف المنشورات والوثائق الداخلية الخاصة به.

5- منهج الدراسة:

من أجل دراسة الإشكالية المطروحة، وتحليل أبعادها، جوانبها، نتائجها، والإجابة عن الأسئلة الفرعية وإثبات صحة الفرضيات، تمت الدراسة بالاعتماد على:

- المنهج الوصفي التحليلي لإبراز أهم المفاهيم والأدوات والمقاربات المرتبطة بالموضوع، ومنها التحكم في الموضوع بغية المرور إلى الجانب التطبيقي، والذي كان بمجمع صيدال، واعتمدنا في منهج دراسة الحالة على المنهج الوصفي الميداني و محاولة إسقاط ما جاء في الجانب النظري على هذه المؤسسة الاقتصادية.

6- الدراسات السابقة:

لقد شهدت السنوات الأخيرة مناقشات مكثفة حول أهمية السوق المالي بصفة عامة وسوق رأس المال بصفة خاصة (البورصة)، ومن أهم هذه الدراسات:

- دراسة زيدان محمد ونورين بومدين (2006): "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق -"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على اقتصاديات الدول النامية - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - ، وتهدف هذه الدراسة إجمالاً إلى تشخيص المعوقات التي حالت دون أداء البورصة في الجزائر للدور الذي كان منتظراً منها، ومن ثم اقتراح الحلول المناسبة لتجاوز هذه العقبات وتفعيل دور البورصة في الاقتصاد الجزائري.
- دراسة ملال محمد طارق (1998-2001): من خلال البحث المقدم لنيل شهادة الماجستير "تمويل التنمية الاقتصادية وأهمية جباية القيم المنقولة في البورصة مع دراسة حالة الجزائر"، حيث أراد الباحث أن يحدد طبيعة التمويل للتنمية وأهمية الادخار، كما تناول نظام جباية رؤوس الأموال المنقولة والإعفاءات الجبائية وعلاقتها بالعمليات في البورصة. كما تنطرق إلى وضعية السوق المالي الجزائري والعراقيل التي واجهها.
- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، من خلال التقارير السنوية (2007، 2008، 2009، 2010).

7- هيكل الدراسة:

لدراسة الموضوع والإجابة على التساؤلات المطروحة، قمنا بتقسيم بحثنا إلى ثلاثة فصول:

- الفصل الأول: بعنوان "المؤسسة الاقتصادية وآليات الوساطة المالية"، حيث اشتمل على دراسة المؤسسة الاقتصادية من مختلف الجوانب، كالخصائص والوظائف التي تقوم بها، كما تطرقنا إلى الوساطة المالية ومختلف أنواع التمويل المتاحة أمام المؤسسة من مصادر ذاتية أو مصادر خارجية، وفي مقدمتها السوق المالي الذي يعتبر الطريقة الأسرع في تعبئة موارد المؤسسة.
- الفصل الثاني: تحت عنوان "بورصة الجزائر"، تناولنا فيه بالتفصيل بورصة الجزائر المراحل التي مهدت إلى ظهورها، وكذلك التشريعات التي سنت من أجلها، بالإضافة إلى التعرض للعوامل التي حالت دون سير عملها، وآفاق تطويرها.
- الفصل الثالث: بعنوان "دراسة حالة مجمع صيدال"، تطرقنا فيه إلى مراحل تطور مجمع صيدال إلى غاية دخوله السوق المالي، والأسباب الداعية إلى ذلك. كما تناولنا تغيرات أسعار أسهم صيدال منذ إطلاق أسهمها إلى الجمهور.

تمهيد:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية والمحرك الرئيسي للاقتصاد، من خلال الوظائف التي تمارسها نذكر منها، وظيفة الإنتاج، ووظيفة التسويق، ووظيفة الموارد البشرية والوظيفة المالية... فهي لا تستطيع ممارسة نشاطها إلا بالتمويل اللازم لمشروعاتها الذي يجب أن يتوفر في الوقت المناسب وبالقدر المناسب، ويتحقق ذلك عن طريق الوساطة المالية التي تعتبر حلقة ربط بين الجهات صاحبة الفائض المالي والجهات صاحبة العجز المالي. من هنا جاءت أهمية الأسواق المالية لتلبية الأذواق التمويلية لدى الكثير من المؤسسات الاقتصادية سواء بإصدار أدوات مالية تقليدية كالأسهم والسندات، أو حديثة كالخيارات والمستقبلات، ويساهم السوق المالي في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل، والمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية. وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية، وهذا ما تجسده الوساطة المالية.

وعلى هذا الأساس سوف نقوم بتخصيص هذا الفصل لدراسة المؤسسة الاقتصادية وآليات الوساطة

المالية، والذي قسمناه إلى ثلاثة مباحث هي:

- المؤسسة الاقتصادية.
- الوساطة المالية والبدائل التمويلية.
- السوق المالي.

المبحث الأول : المؤسسة الاقتصادية

لقد شغلت المؤسسة الاقتصادية حيزا كبيرا في كتابات و أعمال الاقتصاديين بمختلف اتجاهاتهم الإيديولوجية لكونها كتلة من الأنشطة الديناميكية فيما بينها. كما أن ازدهار المؤسسة الاقتصادية مرهون بشروط عديدة منها، العامل البشري، المواد الأولية بالإضافة إلى رأس المال.

المطلب الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية و خصائصها

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الرئيسية داخل النشاط الاقتصادي والإدارة المفضلة لخلق الثروة في المجتمع، وبالتأكيد فإن حسن إدارتها من حيث التخطيط، التنظيم، التوجيه والرقابة يمثلون مصدر فعاليتها وكفاءتها واستمراريتها.

1- تعريف المؤسسة الاقتصادية:

المؤسسة الاقتصادية هي تنظيم إنتاجي معين، الهدف منه هو إيجاد قيمة سوقية معينة من خلال الجمع بين عوامل إنتاجية معينة تتولى بيعها في السوق لتحقيق الربح المتحصل من الفرق بين الإيراد الكلي الناتج من ضرب سعر السلعة في الكمية المباعة منها وتكاليف الإنتاج.¹

المؤسسة هي الوحدة الاقتصادية التي تمارس النشاط الإنتاجي والنشاطات المتعلقة به، من تخزين وشراء وبيع من أجل تحقيق الأهداف التي وجدت المؤسسة من أجلها.

كما يمكن تعريف المؤسسة الاقتصادية على وجه الخصوص بأنها مجموعة عناصر الإنتاج البشرية والمالية التي تستخدم وتسير بهدف إنتاج السلع والخدمات وبيعها وتوزيعها، كل ذلك بكيفية فعالة تضمنها المراقبة والتسيير بواسطة وسائلها المختلفة كتسيير الموازنات، فنية المحاسبة التحليلية وجدول المؤشرات.²

المؤسسة الاقتصادية هي الوحدة الإنتاجية التي تقوم على أساس العمل الجماعي للعاملين فيها والموردين بالموجودات المادية والمالية. والمؤسسة تكون الوحدة الأساسية في الاقتصاد الوطني، وتعمل على إنجاز المهمة المخصصة لها، والتي تهدف على مزاولة الإنتاج وإعادة الإنتاج الموسع وتزويد المواطنين باحتياجاتهم.³

من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل للمؤسسة الاقتصادية، حيث تعرف على "أنها كل تنظيم اقتصادي مستقل ماليا في إطار قانوني واجتماعي معين هدفه دمج عوامل الإنتاج أو تبادل سلع وخدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين لغرض تحقيق نتيجة ملائمة. وهذا يضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي يوجد فيه وتبعاً لحجم ونوع نشاطه".⁴

¹ عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص 24 .
² سعيد أوكيل، وظائف ونشاطات المؤسسة الصناعية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992، ص 02.
³ صمويل عبود، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1984، ص 60 .
⁴ فضيل دليو، اتصال المؤسسة، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2003، ص 53.

2- خصائص المؤسسة الاقتصادية:

- توجد عدة خصائص للمؤسسة الاقتصادية تميزها عن باقي المؤسسات، ويمكن إيجازها فيما يلي:
- للمؤسسة الاقتصادية شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها لحقوق وصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسؤولياتها.
- القدرة على الإنتاج أو الأداء الوظيفي التي وجدت من أجله.
- أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء بما يكفل لها تمويل كاف وظروف سياسية مواتية وعمالة كافية، وقادرة على تكيف نفسها مع ظروف المتغيرة.
- التحديد الواضح للأهداف والسياسة والبرامج وأساليب العمل، فكل مؤسسة تضع أهدافا معينة تسعى إلى تحقيقها.
- ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها، ويكون ذلك إما عن طريق الإعتمادات، وإما عن طريق الإيرادات الكلية، أو عن طريق القروض، أو الجمع بين هذه العناصر كلها أو بعضها حسب الظروف.
- لا بد أن تكون المؤسسة مواتية للبيئة التي وجدت فيها، وتستجيب لها. فالمؤسسة لا توجد منعزلة، فإذا كانت ظروف البيئة مواتية فإنها تستطيع أداء مهمتها في أحسن الظروف، أما إذا كانت معاكسة فإنها يمكن أن تعرقل عملياتها الموجودة وتفسد أهدافها.
- المؤسسة وحدة اقتصادية أساسية في المجتمع الاقتصادي بالإضافة إلى مساهمتها في الإنتاج ونمو الدخل الوطني، فهي مصدر رزق الكثير من الأفراد.
- يجب أن يشمل اصطلاح المؤسسة بالضرورة فكرة زوال المؤسسة إذا ضعف مبرر وجودها أو تضاءلت كفاءتها.¹

المطلب الثاني: أنواع المؤسسة الاقتصادية

تتخذ المنشآت الاقتصادية أشكالاً مختلفة تبعاً لأنواعها، حيث يتم تقسيمها وفقاً لمعايير أهمها:

1- أنواع المؤسسات تبعاً للشكل القانوني:

تنقسم المؤسسات تبعاً للشكل القانوني إلى:

1-1 مؤسسات فردية:

- وهي المؤسسات التي يمتلكها شخص واحد أو عائلة ولهذا الشكل مزايا أهمها:
- السهولة في الإنشاء والتنظيم .
- صاحب المؤسسة هو المسؤول عن نتائج أعمال المؤسسة وهو الذي يقوم بإدارتها وتنظيم وتسيير المؤسسة.

¹ عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص 25-26.

2-1 الشركات:

وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها إلى شخصين أو أكثر وتنقسم إلى قسمين رئيسيين هما:

1-2-1 شركات الأشخاص: شركات التضامن، شركات التوصية البسيطة وشركات ذات المسؤولية المحدودة.

2-2-1 شركات الأموال: شركات المساهمة والتوصية بالأسهم.¹

2- أنواع المؤسسات تبعا لطبيعة الملكية:

تنقسم المؤسسة حسب هذا النوع إلى:

1-2 المؤسسات الخاصة:

هي التي تعود ملكيتها لشخص أو مجموعة من الأشخاص تكون في مجموعها ما يسمى بالقطاع الخاص.

2-2 المؤسسات العمومية:

يعود رأس مالها للدولة أو الجماعات المحلية وهي تكون ما يسمى بالقطاع العام، والدولة أو من ينوب عنها من جماعات محلية هي التي تتكفل بتوفير الأموال اللازمة لنشاط هذه المنشأة وتشرف على تسيير وتحديد إستراتيجياتها وأهدافها، كما تتحمل أعباءها وديونها.

3-2 المؤسسات المختلطة:

هذا النوع من منشآت تكون الملكية فيها مختلطة بين كل من القطاع العام ممثلا في الدول أو الجماعات المحلية من جهة، وبعض الأشخاص الخواص من جهة أخرى. أما طريقة الإنشاء فهي تختلف حسب الحالات حيث ممكن أن نجد مساهمة الدولة إلى جانب الخواص في إنشاء شركة مختلطة، أو أن الدولة تقوم بشراء جزء من أسهم المنشأة الخاصة أو عندما تنتازل الدولة عن جزع من رأس مالها للخواص.²

3- أنواع المؤسسات تبعا للطابع الاقتصادي:

ويمكن تصنيف المؤسسات وفقا للطابع الاقتصادي إلى المؤسسات التالية:

1-3 المؤسسة الصناعية:

وتنقسم بدورها تبعا للتقسيم السائد في القطاع الصناعي إلى:

1-1-3 مؤسسات الصناعات التحويلية أو الخفيفة: كمؤسسات الغزل و النسيج، مؤسسات الجلود... الخ.

2-1-3 المؤسسات الفلاحية: وهي المؤسسات التي تهتم بزيادة إنتاجية الأرض واستصلاحها، وتقوم هذه المؤسسات بتقديم ثلاثة أنواع من الإنتاج : وهو الإنتاج النباتي، الإنتاج الحيواني والإنتاج النباتي.

3-1-3 مؤسسات الصناعات الإستخراجية: كمؤسسات الحديد والصلب ومؤسسات الهيدروكربونات.

¹ إسماعيل عرباجي، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص 12 .

² أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر و التوزيع، الجزائر، 2008، ص 14 .

2-3 المؤسسات التجارية:

وهي المؤسسات التي تهتم بالنشاط التجاري، كمؤسسات الجملة ومؤسسات المفرق مثل مؤسسات الأروقة الجزائرية، مؤسسات أسواق الفلاح...الخ.¹

3-3 المؤسسات المالية:

وهي المؤسسات التي تقوم بالنشاط المالي، كالبنوك ومؤسسات التأمين ومؤسسات الضمان الاجتماعي.

4-3 المؤسسات الخدمية: وهي التي تقوم بتقديم خدمات، كمؤسسات النقل وعيادة الطب ومكاتب الخبرات.²

4- أنواع المؤسسات تبعا للحجم:

ويمكننا إيجازها فيما يلي:

1-4 المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:

لقد عرفت المؤسسات بعدد العمال المستخدمين فيها، فنجد أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تجمع ضمن المؤسسات التي تستعمل أقل من 500 عامل تتوزع إلى:

1-1-4 مؤسسات مصغرة والتي تستعمل من 01 إلى 09 عامل.

2-1-4 مؤسسات صغيرة والتي تستعمل من 10 إلى 199 عامل.

3-1-4 مؤسسات متوسطة والتي تستعمل من 200 إلى 499 عامل.

2-4 المؤسسات الكبيرة:

وهي تستعمل يد عاملة أكثر من 500 شخص، ولها دور معتبر في الاقتصاد الرأسمالي المتطور، من خلال ما تقدمه سواء على المستوى الوطني الداخلي الدولي في شكل فروع لها شركات متعددة الجنسيات. حيث ترتبط هذه الفروع عن طريق ميكانيزم التدفقات من وسائل الإنتاج والأموال.³

المطلب الثالث: أهمية المؤسسة الاقتصادية وأهدافها

إن وجود المؤسسات الاقتصادية داخل المجتمع في حيز مكاني وزماني يجعلها تؤثر وتتأثر بمحيطها، ومن خلال هذا التأثير تظهر لنا أهمية المؤسسة الاقتصادية وأهدافها .

1- أهمية المؤسسة الاقتصادية:

- توفير الشغل.
- التأثير على الأجور.
- دفع عجلة التنمية.
- تساهم في ظهور منشآت تجارية جديدة.

¹ عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص 30 .

² إسماعيل عرباجي، اقتصاد المؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص 13 .

³ ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الأولى، دار المحمدية، الجزائر، 1988، ص 11 .

• التأثير على الاستهلاك.

• تعمل على ربط العلاقات بين الدول عن طريق الاستيراد والتصدير.¹

2- أهداف المؤسسة الاقتصادية:

• الاستقلال الاقتصادي.

• إنتاج سلعة معتدلة الثمن وتلبية حاجات المستهلكين المحليين.

• رفع مستوى معيشة أفراد المجتمع.

• تحقيق عائد مناسب على رأسمال المستثمر أو تحقيق معدل من الربح.

• امتصاص الفائض في العمالة (الهدف هو التشغيل الكامل).

• التكامل الاقتصادي على المستوى الوطني.

• تقليل الصادرات من المواد الأولية وتشجيع الصادرات من الفائض في المنتجات النهائية عن

الحاجات المحلية، والحد من الواردات وخاصة السلع الكمالية.

• تزويد السوق الوطني بمختلف أنواع السلع وبمختلف الأحجام.

• تصدير ما هو فائض عن السوق الوطني.

• تحقيق معدل معين من الربح يوزع قسم منه على العمال والقسم الآخر يستخدم للتوسع في المستقبل.

• تأمين فرص عمل جديدة.

• ضمان مستوى مقبول من الأجور وتحسين مستوى معيشة العمال.²

المطلب الرابع: وظائف المؤسسة الاقتصادية

للمؤسسة الاقتصادية وظائف عديدة ومتنوعة ولعل أهم هذه الوظائف ما يلي:

1- الوظيفة الإدارية:

تسعى الإدارة العليا للمؤسسة للوصول إلى الأهداف المسطرة ولبلوغ هذه الأهداف يتوجب عليها

القيام بمهامها على أكمل وجه على مستوى التخطيط، التوجيه، الرقابة والعمل على التنسيق الأمثل بين هذه

المؤسسات، وهذا ما يؤدي حتما إلى تحقيق النجاح لها.

¹ Boyer, M. Poirée et E. Salin, 1982, Précis d'Organisation et gestion de la Production, Editions d'organisation , Paris , p 52 .

² عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص 32-33 .

2- وظيفة إدارة الموارد البشرية:

إن أي مؤسسة لا تخلو من قسم يمارس وظيفة إدارة الأفراد، وهي تمارس وظائف تتعلق بالحصول على القوة العاملة وجعلها قادرة وراضية ومتعاونة في تنفيذ الأعمال، كتحسين العاملين وتدريبهم، وضع أسس الأجور ومكافئتهم.

3- وظيفة الإنتاج:

هي المهمة أو النشاط الجوهري للمؤسسة الاقتصادية وهو "خلق السلع والخدمات من خلال تحويل المواد الأولية أو المواد نصف المصنعة إلى سلع تامة الصنع ذات فائدة للمستهلك النهائي أو المشتري الصناعي".

4- الوظيفة المالية:

تتعلق هذه الوظيفة بالنشاط المالي بمعنى الحصول على الاحتياجات المالية من المصادر المختلفة، هذه المصادر قد تكون دائمة، أو مؤقتة، كما قد تكون ملك للمؤسسة أو الاقتراض، بالإضافة إلى ذلك فإن الوظيفة المالية هي التي تحدد مستقبل المؤسسة ومدى استمراريتها وهيكلها المالي وغيرها من المهام.

5- الوظيفة التسويقية:

وتعني مجموع المهام التي تقوم بها المؤسسة من خلال أفراد أو مسؤولين تعينهم لضمان حركة الموارد والسلع المقدمة إلى السوق. وتقوم الوظيفة التسويقية بدراسة وتحليل المركز التنافسي من أجل تحديد هدف إنتاجي لها.

6- وظيفة البحث والتطوير:

تتضمن كل الأنشطة التي تساعد في الاستفادة من الدراسات والبحوث في الارتقاء بجودة ما تقدمه المؤسسة من خدمات وسلع.¹

¹ فايز الزغبي، محمد إبراهيم عبيدات، أساسيات الإدارة الحديثة، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص 02.

المبحث الثاني: الوساطة المالية والبدائل التمويلية

تعتبر أدوات الوساطة عن وسائل الدفع التي تتم بها التعاملات المالية والموارد التي توظفها في مختلف نشاطاتها، وبالتالي هي تمثل قضاء أمام أصحاب الفائض المالي لتوظيف فوائضهم وأمام أصحاب العجز المالي لتلبية حاجاتهم.

المطلب الأول: الوساطة المالية وأهمية وجودها

لاشك أن مساهمة الوساطة المالية مهمة من عدة أوجه، بالإضافة إلى القضاء على الصعوبات التي تواجهها الأطراف عندما تكون هناك علاقة تمويل مباشرة، فإن الوساطة المالية تعتبر صانعة للتمويل.

1- مفهوم الوساطة المالية:

الوساطة المالية هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، تقوم هذه الهيئات بتعبئة الادخارات الخاصة بالأفراد والمؤسسات من جهة والقيام بمنح قروض من جهة أخرى، وبهذه الطريقة فهي تمثل حلقة وصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما الحالية وأهدافهم المستقبلية¹. غير أن مفهوم الوساطة المالية قد اتسع إلى اتجاهين هما:

الأول: هو أن الوسطاء أصبحوا يستثمرون المدخرات المتجمعة لديهم تحت أشكال مختلفة، ك شراء المنتجات المالية المتوفرة في الأسواق المالية من أسهم وسندات وغيرها، وتحقيق أرباح من وراء ذلك.

الثاني: هو قيام مؤسسات عديدة أخرى بهذه الوظيفة التي كانت محتكرة من طرف البنوك، ولقد تم حصر ستة فصائل من المؤسسات البنكية وغير البنكية التي تقوم بالوساطة المالية².

2- أهمية وجود الوساطة المالية:

يمكن تسجيل أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لكل طرف من أطراف علاقة التمويل:

1-2 بالنسبة لأصحاب الفائض المالي:

- مصداقية الوسيط المالي مضمونة وليس السبب في ذلك حجم السيولة التي يسيرها فحسب، ولكن بصفة رئيسية القوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين. فأموال المودع مضمونة الحفظ وهو لا يتوفر دائما في حالة علاقة التمويل المباشر.
- إمكانية الحصول على سيولة في أي وقت، فالمؤسسة المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من أموال في شكل سائل لمواجهة مثل هذه الاحتمالات.
- تجنب مخاطر عدم التسديد التي تكون في حالة الإقراض المباشر، فالمؤسسة المالية الوسيطة لما تتوفر عليها من أموال ضخمة ولما تتمتع به من مركز مالي قوي، تكون على العموم في وضعية

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 07.

² جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة (البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية)، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 09 .

مالية تسمح لها بتنفيذ كل التزاماتها تجاه المودعين التي تعتبر ودائعهم مبالغ صغيرة مقارنة بما تحتفظ به في حوزتها.

- يعفي وجود الوساطة المالية أصحاب الفائض المالي من إنفاق الوقت والجهد في البحث عن المقترضين المحتملين.

2-2 بالنسبة لأصحاب العجز المالي:

- توفر الوساطة المالية الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي. وهي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة، وبما أن هناك تيارات من الودائع فإن الأموال المطلوبة تكون دائما متوفرة في الوقت المناسب.
- تجنب مشقة البحث عن أصحاب الفوائض المالية. كما تسمح الوساطة المالية بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا. الوساطة المالية تجعل الفوائد على القروض ليست مرتفعة بالشكل الموجود في علاقة التمويل المباشر.

3-2 بالنسبة للوساطة المالية ذاتها:

- تستفيد أولا من الفائدة على القروض، وتعتبر هذه الفائدة من المداخل التي تعظم عائداتها، بل الدخل الوحيد الذي تحققه أو الذي تقوم عليه نشاطاتها.
- استعمال موارد غير مكلفة، فالودائع الجارية هي جزء الغالب في موارد الوساطة المالية.
- يسمح الحصول على ودائع الوساطة المالية بتوسيع قدرتها على منح القروض، ويعني هذا أن المؤسسات المالية تستطيع منح قرض أكثر مما تحصل عليه حقيقة من الودائع.

4-2 بالنسبة للاقتصاد ككل:

- تقادي احتمالات عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي.
- يسمح وجود الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة للتمويل، بواسطة تعبئة الادخارات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.
- أما النتيجة الثالثة من وجود الوساطة المالية، وهي مرتبطة بالنتيجة السابقة، تتمثل في تقليص اللجوء على الإصدار النقدي الجديد لتعبئة السيولة الموجودة. ولكن القدرة على هذه التعبئة مرتبطة إلى حد كبير بمدى فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها كجامعة للأموال.¹

المطلب الثاني: الوسطاء الماليون ومؤسسات الوساطة المالية

يوجد العديد من المؤسسات المالية التي تلعب دور الوسيط المالي في حدود خصائص تنظيمية والطبيعة الوظيفية، ويمكن هنا أن نميز بين أنواع الوسطاء الماليين ومؤسسات الوساطة المالية.

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص 08 - 09.

1- الوسطاء الماليون:

الوسطاء الماليون في السوق المالي هم "طائفة من الأخصائيين المحترفين في الشؤون المالية، ذوي الخبرة والكفاءة في التعامل بالأوراق المالية وطريقة تداولها وطرق تحصيل كوبوناتها، إلى جانب حيادهم التام في عقد الصفقات، ويقتصر عليهم امتياز التعامل في أسواق الأوراق المالية"، حيث لا تقبل فاتورة عن الأوراق المالية إلا إذا كانت صادرة من وسيط معتمد طبقاً للقانون. فالعمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق الوسطاء المقيدين في القائمة المعتمدة في لجنة السوق ووفقاً للقوانين والأنظمة المرعية للإجراء.¹ أما مهام التي يقوم بها الوسطاء في سوق رأس المال إلى جانب التعامل في الأوراق المالية نجد أن هذه الفئة من المتدخلين قد وسعت نشاطها ليشمل مجالات البحوث والتحليل وتقديم النصائح لمختلف المتعاملين في سوق رأس المال، كما يتابعون كافة التطورات التي قد تمس قطاع معين أو صناعة معينة، والتي قد تؤثر على القرارات الاستثمارية.² ويتمثل أهم الوسطاء الماليون فيما يلي:

1-1 السماسرة أو وكلاء التبادل:

السماسرة هو الذي يقوم بعمليات الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية، وينفذ الأوامر ويضمن سلامة العمليات، ويتخذ هذا الأخير شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، وهو يعمل باسمه ولحساب الغير، ولهذا يعتبر وكيلاً بعمولة. كما يجبر القانون سوق رأس المال على امتلاك سجل تقيد فيه الشركات المرخص لها بالعمل في مجال الأوراق المالية التي تباشر نشاطها بها.³

2-3 صناديق الاستثمار:

هي تشكيلات من الأوراق المالية المختارة بدقة، ليناسب كل منها فريقاً معيناً من المستثمرين، تقدم هذه الصناديق خدمات أساساً للمستثمرين الذين لا تتوفر لديهم الإمكانيات المالية الكافية لتكوين محفظة خاصة من الأوراق المالية، وكذلك المستثمرين الذين قد تكون لديهم الإمكانيات المالية ولكن تنقصهم الخبرة والمعرفة أو ينقصهم الوقت الكافي لإدارة تلك المحفظة.

فصناديق الاستثمار تلعب دوراً مهماً في سوق رأس المال سواء على مستوى السوق الأولية أو السوق الثانوية، وتعتبر هذه الصناديق بمثابة وسطاء ماليين من الدرجة الثانية، حيث تقوم بتجميع الادخارات الفردية وتصدر في مقابلها وثائق استثمارية، ثم تعيد توظيف هذه المدخرات في الأوراق المالية بمالها من خبرة ومعرفة، وبذلك تستفيد من الأرباح المحققة مشاركة بينها وبين المدخرين طبقاً لنظامها الأساسي، وتتخذ

¹ محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم)، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004، ص 23.

² جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 08.

³ شرياق رفيق، "دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال - حالة الجزائر -"، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالة، 2004-2005، ص 44.

هذه الصناديق شكل شركات مساهمة، كما يسمح القانون للبنوك وشركات التأمين أن تمارس نشاط صناديق الاستثمار.

3-1 المحكمون والمراقبين:

إذا كانت طبيعة التعامل بين العارضين للأموال وطالبيها والتوقيت بين رغباتهم المعارضة وتنفيذ أوامرهم تحتاج إلى السماسرة فإن وظيفة سوق رأس المال لا تتمثل في إتمام العمليات فقط، بل تعمل أيضا على نظامية العمليات وشرعيتها والرقابة على السوق لمنع الانحرافات والاطمئنان على سلامة العملية، والتأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل، ولأجل ذلك يكون لكل سوق رأسمالية مجلس إدارة ومحكمين توكل إليهم وظيفة التنظيم والتثمين والمعلومات والرقابة.¹

2- مؤسسات الوساطة المالية:

هناك العديد من المؤسسات البنكية وغير البنكية التي تقوم بالوساطة المالية:

1-2 البنوك:

بما في ذلك البنوك المركزية التي تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يتوفرون على سيولة فائضة وإعادة إقراضها إلى أعوان اقتصاديين آخرين في حاجة تمويل خاصة المؤسسات.

2-2 صناديق الادخار والاحتياط:

التي تأخذ العديد من الأشكال مثل: الصندوق الوطني للادخار والاحتياط، فعلى الرغم من تخصص هذا الأخير في ميدان السكن إلا أننا نرى أنه من الممكن أن يقوم بتوريق فوائضه المالية سواء في شراء أدوات المالية لو وجدت سوق لذلك أو اقتراضها على طالبي رؤوس الأموال.

3-2 المؤسسات المالية المتخصصة:

التي تقوم بإصدار أسهم وسندات طويلة الأجل للحصول على الأموال المستعملة في الإقراض للغير، لا سيما المؤسسات و الجمهور والحصول على عائد من وراء ذلك.

4-2 الشركات المالية:

التي عادة ما تخصص في تمويل عمليات البيع الآجلة والإقراض العقاري، فهي أيضا تحصل على معظم الأموال من إصدار السندات.

5-2 هيئات التوظيف الجماعي:

في الأوراق المالية والتي تتكون أساسا من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف، وتقوم بالإضافة إلى توظيف الأموال المتجمعة لديها من إصدار الأوراق المالية، بتسيير الحوافز المالية ونشاطات مالية أخرى.

¹ شرياق رفيق، "دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال - حالة الجزائر-"، مرجع سبق ذكره، ص 45 - 46.

6-2 شركات التأمين:

التي تجمع الأموال ممن يقومون بتأمين ممتلكاتهم وكذا التأمين على الحياة، عادة ما تكون لهذه الشركات فوائض مالية هامة توظفها في الأوراق المالية والعقارات، وتفرض جزءا منها الشركات.¹

المطلب الثالث: مفهوم التمويل وأهميته

التمويل هو تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها أو عملياتها الاستغلالية.

1- مفهوم التمويل:

حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على عمل المنشآت الاقتصادية، إذ يجمعون أن التمويل يعني توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام، حيث تركز النظرة الحديثة للوظيفة التمويلية على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد.

فالت تمويل الأقل تكلفة عادة هو أول ما يستخدم، وتتوقف التكلفة على المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه، كما أنه لا ينبغي إقبال كاهل المنشأة بالديون بسبب احتمال الإفلاس.²

كما يعرف للتمويل بأنه الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها، وهذا التعريف يتكون من العناصر

التالية:

- تحديد دقيق لوقت الحاجة للتمويل.
- البحث عن مصادر للأموال.
- المخاطر التي تعترض أي نشاط يزاوله الإنسان.

وطالب التمويل بهذا المفهوم ليس فقط الشركات بأنواعها، بل وأيضا الأفراد والأسر والدول وكل شخص منا مسؤول عن التمويل، سواء كان هذا التمويل خاص بمشروع كبير أو صغير، فإنه يواجه بصورة متوقعة للتدفقات النقدية الداخلية من المتحصلات من جهة، والتدفقات النقدية الخارجية من جهة أخرى. ومسؤولية الممول هي محاولة التأكد من حسن تدبير المتحصلات والمدفوعات بحيث يتيسر المال دائما للوفاء بالمدفوعات اللازمة كلما ظهرت.³

والتمويل هو توفير النقدية اللازمة من المصادر المختلفة لتمويل الاستثمارات، وعندما يبدأ المشروع في بيع منتجاته يؤدي ذلك إلى توليد النقدية وخلق القيمة في المشروع وهو الهدف النهائي من وراء إنشاء المشروع، وهو ما ينعكس أثره على الميزانية الخاصة للمشروع.⁴

¹ جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة (البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية)، مرجع سبق ذكره، ص 06 - 11.

² أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 24 - 25 .

³ طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 21.

⁴ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، الطبعة الأولى، جامعة القاهرة، مصر، 1999، ص 03 - 04.

2- أهمية التمويل:

إن المؤسسات والدول والمنظمات التابعة لها، لها استخدام دائم لجميع مواردها المالية فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها، سواء من عجز الصندوق أو تسديد الالتزامات، ومن هذا المنطلق تتجلى أهمية التمويل في:

- تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة داخل المؤسسة أو خارجها.
- يساعد على إنجاز المشاريع المعطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل.
- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعاهدات.
- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي.
- يساهم في ربط العينات والمؤسسات المالية والتمويل الدولي.
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية.¹
- دون التمويل تتوقف الأعمال، كما أن نقص التمويل يؤدي إلى تأخير المشروعات وضياع الفرص وبالتالي انخفاض الإيرادات، والتمويل بمبالغ أكثر من الحاجة بمعنى تعطيل الأموال مع دفع تكلفتها دون أن تنتج إيراد.²

المطلب الرابع: أشكال التمويل

يتمثل التمويل في كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على النقدية، و هناك عدة أشكال للتمويل نذكر منها:

1- أشكال التمويل من حيث المدة(الفترة الزمنية):

ينقسم التمويل من حيث المدة إلى:

1-1 تمويل طويل الأجل:

مثل القروض البنكية، السندات، الأسهم،... الخ. وتكون مدته أكثر من 10 سنوات، والغرض منه تمويل الأصول الثابتة والجزء الثابت من رأس المال العامل.

2-1 تمويل متوسط الأجل:

وهو ذلك التمويل الذي يمتد ما بين السنة إلى العشرة سنوات مثل: القروض المصرفية، القروض القابلة للتعبئة والقروض غير قابلة للتعبئة...

¹ رابع خوني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الطبعة الأولى، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص 95 - 96.

² فريد النجار، البورصات الهندسية، مؤسسات شباب الجامعة، مصر، 1999، ص 16.

3-1 تمويل قصير الأجل:

وهو الذي تكون مدته أقل من سنة، مثل القروض البنكية، التمويل التجاري، أذونات الخزينة... الخ.¹ ويستعمل لتمويل العمليات التشغيلية الجارية للشركة و تغطية رأس المال العامل المتغير (الأصول المتداولة المؤقتة).²

2- أشكال التمويل من حيث المصدر:

وينقسم إلى:

1-2 التمويل الذاتي:

ويقصد به الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية. و بتعبير آخر تمثل الأموال الذاتية ذلك المصدر التقليدي لتمويل المنشأة الذي يتم تغذيته إما من علاوات الإصدار المتعلقة بحصص المساهمين أثناء إصدار الأسهم من طرف المنشأة.³

2-2 التمويل الخارجي:

إن عدم كفاية مصادر التمويل الذاتية لتغطية حاجات المؤسسة، يجعلها مضطرة للجوء إلى سياسات جديدة تقتضي متطلباتها البحث عن مصادر تمويل أخرى قد تكون خارجية لتمويل مشاريعها، وهنا نشير إلى اللجوء لعملية إصدار الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية وإلى عمليات الاقتراض " الائتمان " التي تتم على مستوى البنوك.⁴

3- أشكال التمويل حسب الغرض الذي يستخدم لأجله:

ويحتوي على:

1-3 تمويل الاستغلال:

نشاطات الاستغلال هي كل العمليات التي تقوم بها المؤسسات في الفترة القصيرة، وبعبارة أخرى هي النشاطات التي تقوم بها المؤسسات خلال دورة الاستغلال ومن مميزات هذه النشاطات أنها تتكرر باستمرار أثناء عملية الإنتاج، وتنقسم عمليات الاستغلال إلى:

1-1-3 القروض العامة:

سميت بالقروض العامة لكونها موجهة لتمويل الأصول المتداولة بصفة إجمالية وتلجأ المؤسسات عادة إلى مثل هذه القروض لمواجهة صعوبات مالية مؤقتة ومن أمثلتها : تسهيلات الصندوق ، قرض الموسم ...

2-1-3 القروض الخاصة:

هذه القروض غير موجهة لتمويل الأصول المتداولة بصفة عامة وإنما توجه لتمويل أصل معين وتنقسم إلى: تسبيقات على البضائع، تسبيقات على الصفقات العمومية، الخصم التجاري.

¹ طارق الحاج، مبادئ التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 26.

² عاطف وليد أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص 368.

³ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 27.

⁴ رابح خوني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 100.

2-3- تمويل الاستثمار:

تمنح هذه القروض لتمويل العنصر البشري أو المادي في الإنتاج أو كليهما على الأجل المتوسطة أو الطويلة، ويعني ذلك أن البنك مقبل على تجميد أمواله لمدة ليست بالقصيرة، يمكن أن تمتد على كل حال من سنتين فما فوق حسب طبيعة الاستثمار. وتهدف هذه التمويلات بذلك على عدم الوصول إلى الأصول الثابتة، حيث يتم تسديدها بناء على الأرباح والتدفقات النقدية المحققة من دورة إنتاج إلى أخرى.¹

4- أشكال التمويل من حيث طريقة التمويل:

ينقسم إلى:

1-4 تمويل مباشر:

وهو اتصال مباشر بين المقرضين، وذلك بدون مساعدة من أي وسيط مالي أو أي مؤسسة مالية. حيث يتعهد المقرض للمقرض بأن يسدد له أمواله في المستقبل، بالإضافة إلى عائد مقابل تعرضه لمخاطر الإقراض.² وهذا النوع من التمويل يتخذ صور تتمثل في:

- إصدار أسهم للاكتتاب العام أو الخاص .
- إصدار سندات.
- الائتمان التجاري.
- التمويل الذاتي.
- تسهيلات الاعتماد.....الخ.

تلجأ الحكومة في بعض الأحيان إلى التمويل المباشر عن طريق الاقتراض من الأفراد والمؤسسات من خلال إصدار سندات متعددة الأشكال ذات مدة زمنية مختلفة وأسعار فائدة متباينة ومن أهم السندات نجد أدونات الخزينة...

2-4 تمويل غير مباشر:

يعبر هذا النوع عن كل طرق وأساليب التمويل غير المباشرة والمتمثلة في الأسواق المالية والبنوك أي كل المصادر المالية التي فيها وسطاء ماليين. حيث يقوم الوسطاء الماليين المتمثلين في السوق المالية وبعض البنوك بتجميع المدخرات المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض ثم توزع هذه الادخارات المالية على الوحدات الاقتصادية التي تحتاجها مصادر التمويل، وهناك بعض أشكال التمويل غير المباشرة الأخرى والتي تكون في شكل ضمانات والتي تستعمل عادة في عمليات الاستيراد والتصدير مثل الاعتماد المستندي، التحصيل المستندي... الخ.³

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 11.

² محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2002، ص 201.

³ حسين بني هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، الطبعة الأولى، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002، ص 10.

5- أشكال التمويل المحلية والدولية:

وهي كالتالي:

1-5 التمويل المحلي:

يعتمد هذا النوع من التمويل على المؤسسات المالية والأسواق المالية وهو يضم المصادر المباشرة وغير المباشرة المحلية (القروض بمختلف أنواعها، أوراق مالية وتجارية بمختلف أنواعها...)، وهذا النوع من التمويل يخدم قطاع المؤسسات الاقتصادية أكثر من الهيئات الحكومية.

2-5 التمويل الدولي:

إن حتمية التمويل الخارجي تنشأ نتيجة لقصور التمويل المحلي، ومن ثم لا بد من تغطية الفجوة عن طريق الموارد المالية الأجنبية. وعموماً يمكن للتمويل الدولي أن يكون في شكل منح وإعانات تقدمها العديد من الهيئات والمنظمات الدولية والإقليمية المتخصصة في التنمية الاقتصادية، أو في شكل قروض أجنبية قائمة على القواعد والأسس التجارية السائدة وفقاً لظروف السوق العالمية.¹

6- أشكال التمويل بالاستئجار:

هناك عدة أنواع من التمويل بالاستئجار، نتلخص فيما يلي:

1-6 البيع ثم الاستئجار:

تقوم الشركة التي تملك أرضاً أو مبنى أو معدات ببيع إحدى هذه الأصول إلى مؤسسة مالية، وفي الوقت نفسه توقع اتفاقية مع هذه المؤسسة لاستئجار هذا الأصل وإبقائه عند الشركة لفترة معينة من الزمن وتحت شروط معينة، ويلاحظ أن الشركة البائعة (المستأجرة) تستلم قيمة البيع (أي تحصل على التمويل) من المؤسسة المشترية (المؤجرة) فوراً وفي نفس الوقت تستبقي الأصل المباع عندها لاستخدامه.

2-6 استئجار التشغيل (الخدمة):

يتضمن استئجار الخدمة بشكل عام، المعدات وخدمات الصيانة، ومن أهم هذه المعدات هي الكمبيوتر وماكينات النسخ، والسيارات والشاحنات. فتقوم الشركة المؤجرة بصيانة وخدمة المعدات المستأجرة وتضم تكاليف هذه الصيانة إلى أقساط الإيجار أو تحصلها من الشركة المستأجرة باتفاق منفصل عن عقد الإيجار.

3-6 الاستئجار المالي:

تختار الشركة الأصل التي هي بحاجة إلى استخدامه، وتتفاوض مع صانع أو مورد هذا الأصل على قيمة شراء وشروط تسليمه. ثم تتصل هذه الشركة بالبنك وتتفق معه بعقد أن يشتري البنك هذه الأصل من المورد وأن يؤجره للشركة مباشرة وبهذا الشكل تحصل الشركة على الأصل وتقوم بدفع الإيجار إلى

¹ مريميت عديلة وآخرون، "إستراتيجية الوساطة كمنهج تمويلي معاصر: دراسة حالة تونس"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، ص 04.

البنك على دفعات متساوية في فترات متتالية تساوي في مجموعها قيمة شراء الأصل بكامله بالإضافة إلى عائد معين على الاستثمار للبنك كمؤجر.¹

7- التمويل بالوساطة واللاوساطة المالية:

يعتبر التمويل بالوساطة حلقة ربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز الماليين وينقسم إلى:

1-7 التمويل بالوساطة المالية:

مما لا شك فيه أن البنوك والمؤسسات المختصة لعبت دورا رياديا في تمويل المؤسسة والاقتصاد بصفة عامة، حيث كانت تقوم بجمع المدخرات من الجمهور بسعر فائدة محدد وتقرضها مرة أخرى بسعر فائدة أعلى، وهذا لتغطية مصاريف التسيير وتحقيق أرباح من وراء ذلك. ومن هنا بدأت فكرة الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين. وعليه فإن تمويل المؤسسة عادة ما كان يمر بالبنوك والمؤسسات المالية المختصة في الإقراض، أي عن طريق اللجوء للوساطة البنكية.

2-7 التمويل باللاوساطة المالية:

إن التخلي التدريجي عن الوساطة المالية هو نتيجة لزيادة أهمية رأس المال الخاص في التمويل، الشيء الذي قلل من حصة البنوك في تمويل الاقتصاديات الحديثة، ومنه فقد عرفت اللاوساطة المالية بأنها: "تعكس الوضعية التي لا تمر فيها الأموال المحصل عليها بالمؤسسات المالية وذلك عند تلبية الحاجات التمويلية للأعوان الاقتصاديين."²

المبحث الثالث: السوق المالي

السوق المالي يختلف عن غيره من الأسواق، فهو لا يعرض سلع أو بضائع، ولكن البضائع التي يتم تداولها هي أوراق مالية، وغالبا ما تكون أسهم أو سندات.

المطلب الأول: تعريف السوق المالي وأقسامه

لقد وجدت الأسواق المالية في الأساس لتتبع حاجات ورغبات المتعاملين. ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات.

1- تعريف السوق المالي:

عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات، وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال، ويطلق عليه مصطلح البورصة، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات

¹ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مرجع سبق ذكره، ص 183 - 182.

² مريم عديلة وآخرون، "إستراتيجية اللاوساطة كنموذج تمويلي معاصر: دراسة حالة تونس"، مرجع سبق ذكره، ص 05.

المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل فقط. غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضا جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد.¹

وقد تطور المفهوم العام للسوق المالي نتيجة لتطور وسائل الاتصال، وأنه لم يعد هناك حصر مكان واحد يتم به التعامل في هذه الأسواق، ولا يعتمد على مكان التقاء المتعاملين كشرط أساسي من شروط السوق المالي، مع أنه يعتبر من الأمور الفعالة (معرفة شكل وحجم ومكان المتعاملين بمثل هذا النوع من الأسواق). يشير السوق المالي إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمنها السوق، وتتكون تلك السوق أساسا من سوق رأس المال وسوق النقد.

وهذا ما يعرف عند بعض الكتاب الفرنسيين بأسواق رؤوس الأموال (Marché des capitaux)، كون أن السوق المالية تقع داخل سوق رأس المال إلى جانب السوق النقدية، حيث تتعلق بالأجل الطويل وتتجسد فيها العمليات من خلال القيم المنقولة، وعليه فهي تتشكل من مجمل المؤسسات التي تشجع تلاقي العرض والطلب على رؤوس الأموال طويلة الأجل. وتوفر للمستثمر إمكانية التوظيف على المدى الطويل وبالتالي تسمح له بتجميع وتجنيد تلك التوظيفات المتمثلة أساسا في الأسهم والسندات.²

ومن خلال النظرة السابقة لمفهوم السوق المالي يمكن تعريفه: " السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه."³

2- أقسام السوق المالي:

توجد نوعين من التقسيمات للسوق المالي يمكن إيجازها فيما يلي:

1-2 سوق رأس المال (Capital Market):

ويطلق عليه البعض اسم السوق المالي للاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضا. ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق المالية على أنه أقل اتساعا من السوق النقدي لكنه أكثر تنظيما، حيث يتواجد فيه الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبرى،⁴ وتقسّم أسواق رأس المال إلى مجموعتين هما:

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال (بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات تأمين- شركات استثمار)، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص 236.

² براهيمية أمال، " التطورات الاقتصادية العالمية الحديثة وانعكاساتها على المؤسسات الاقتصادية "، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2004/2003، ص 11.

³ وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 16.

⁴ أحمد أبو الفتوح علي الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية (مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية)، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 15.

1-1-2 أسواق حاضرة أو فورية Spot or cash Markets:

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين.¹ وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية Security Markets. وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها. وتضم الأسواق الفورية ما يلي:

أ-1 أسواق منظمة أو البورصة:

وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة وفق الشروط التي يحددها قانون أو نظام السوق المالي، ويدير عمليات التداول في هذا السوق الوسطاء العاملون به.² وتقسم الأسواق المنظمة بدورها إلى:

أ-1-1 أسواق أولية أو أسواق الإصدار Primary Markets:

وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة، أي التي يتم إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، وطرح رأس مال الشركة للاكتتاب في صورة أوراق مالية، وتتضمن الأسواق المالية مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية، وتتمثل تلك المؤسسات في بيوت السمسرة الكبيرة التي يطلق عليها بنوك أو بنكيورات الاستثمار، كما قد تتمثل في البنوك التجارية وذلك في الحالات التي تنسم فيها سوق رأس المال بالصغر.

أ-1-2 أسواق ثانوية أو أسواق التداول Secondary Markets:

وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية القديمة المصدرة سابقا، التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار، ويوفر هذا السوق السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولية، فالمستثمرين وخاصة حملة الأسهم يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، وذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشآت التي أصدرتها. طالما أن تلك المنشآت مستمرة في ممارسة النشاط. وعليه فإن لم يوجد السوق الثاني ما كان السوق الأول أن يؤدي دوره بكفاءة، فالمستثمر كان سيتردد كثيرا قبل أن يقدم على شراء أوراق مالية من السوق الأول، إذا كان يعتقد في أن فرصته محدودة في التخلص منها بسعر معروف في الوقت الذي يريده، وهو ما يوفره له السوق الثاني.³

¹ زاهر عبد الرحيم عاطف، إدارة العمليات النقدية والمالية (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 256.

² دريد كامل آل ثبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 252.

³ ضياء عبد المجيد، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2003، ص 05.

ب- 1 أسواق غير منظمة Unorgnized Markets:

ونقصد بها السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات غير مستوفية لشروط إدراجها في البورصة، ولا يوجد مكان محدد لتداول الأوراق المالية في هذا السوق. ويلعب الوسطاء دوراً أساسياً في هذا السوق الذي يتصف بالدينامكية المفرطة والمرونة العالية، لأن جميع الصفقات تتم بسرعة بواسطة وسائل الاتصال المتاحة، ودون الحاجة إلى أن يلتقي البائع والمشتري.¹ وتنقسم الأسواق غير المنظمة إلى قسمين:

ب- 1-1 السوق الثالثة Third Market:

هي قطاع من السوق غير المنظمة، وتتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لهم الحق في العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية صغرت أو كبرت، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

ب- 1-2 السوق الرابعة Fourth Market:

ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويساعد في ذلك شبكة قوية من الهواتف والحسابات الآلية، لذلك في ظل السوق الرابعة يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل.²

ب- 1-2 أسواق آجلة أو أسواق العقود المستقبلية Future Contracts Markets:

وهي تتعامل بالأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويستلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر **Prix Risk** مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطرة في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم.³

ب- 1-3 سوق العملات الدولية Currecies Markets:

هي الأسواق التي تنفذ من خلال عمليات بيع وشراء العملات، ولا يوجد مكان محدد، لأن عمليات البيع والشراء تدار بين البنوك والصارفة بواسطة أجهزة تداول الكترونية متطورة بالأقمار الصناعية، تم تصميمها من قبل شركات الخدمات المالية مثل (رويتزر) وقد تم إنشاء هذه الأسواق بهدف تسهيل عمليات الاستيراد والتصدير.

¹ دريد كامل آل ثبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 253.

² زاهر عبد الرحيم عاطف، إدارة العمليات النقدية والمالية (بين النظرية والتطبيق)، مرجع سبق ذكره، ص 257.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية- شركات تأمين- شركات استثمار)، مرجع سبق ذكره، ص 238.

2-2 سوق النقد (Money Market):

هو سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول (أقل من سنة) وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات إذا أن مكانه من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها ببعض، والهدف الأساسي من وجود هذه السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية ومدّها بالقروض، وأهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك المركزية والبنوك التجارية.¹ ويمكن أن نميز بين سوقين هما:

1-2-2 السوق الأولية:

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

2-2-2 السوق الثانوي:

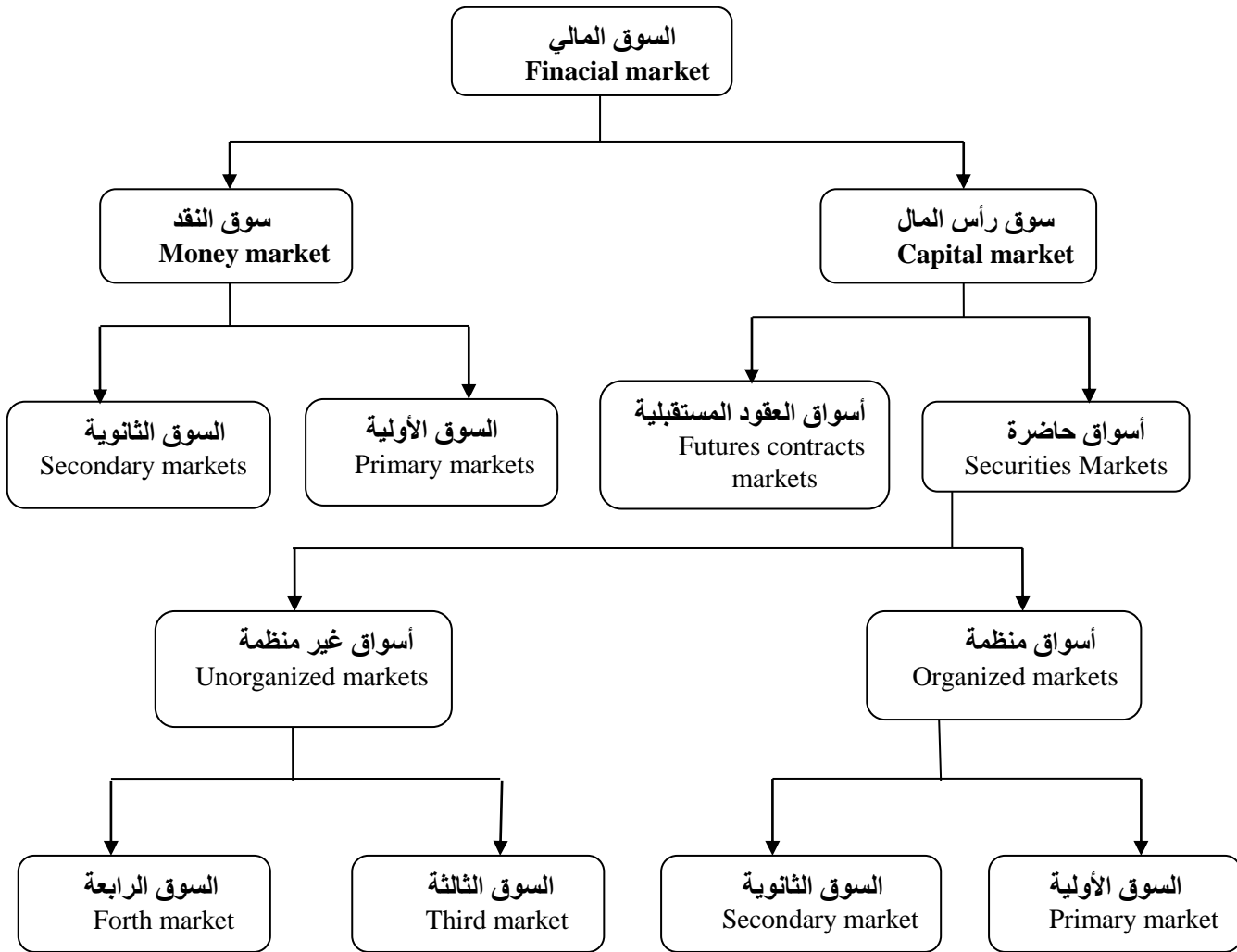
التي تجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب.

أي أن السوق الأولى محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما السوق الثاني محله (إصدارات مستعملة)، يتم تداولها بين مشتريها الأول ومشتريين آخرين.²

والشكل التالي يوضح أقسام السوق المالي:

¹ أحمد أبو الفتوح علي الناقد، نظرية النقود والأسواق المالية (مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية)، مرجع سبق ذكره، ص 15-20.
² إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 124-125.

الشكل رقم (01) : هيكل السوق المالي



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات- أسواق- بورصات)، الطبعة العربية الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 121.

المطلب الثاني: أهمية السوق المالي ووظائفه

تزداد أهمية السوق المالي بازدياد وظائفه المختلفة والمهمة بالنسبة للاقتصاد ووحداته، فهي

تسمح أساساً ب:

1- أهمية السوق المالي:

تزداد أهمية الأسواق المالية في العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأصول للقيام

بإنشاء المشاريع الاستثمارية في المجتمع ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية من خلال:

- تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار العام والخاص وتنشيط الاقتصاد القومي ككل.
- تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على الكمية الحقيقية للأوراق المالية.
- تكوين تراكم رأسمالي لأجل قصيرة أو طويلة.

- يعتبر سوق الأوراق المالية أحد القطاعات المهمة في رأس المال الذي يعمل على تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات، بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال الممثل في تحويل الأوراق المالية إلى نقود جاهزة والعكس في سهولة ويسر.
- الاحتفاظ بالمدخرات القائمة بتوفير منافذ الاستثمار الشرعية.¹
- يلعب السوق المالي دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية ويؤثر في دور البنك المركزي في تغيير سعر الفائدة.
- يساعد في توفير سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل.
- يساعد في توفير مصادر طويلة الأجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال.
- يساعد وجود السوق المالي على تنظيم ومراقبة الإصدارات للأوراق المالية.
- وجود سوق مالي يساعد في عدالة تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة، ومن هنا فإن ذلك يساعد على توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحا.²
- يمثل السوق المالي القناة التي يتم عبرها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض إلى الوحدات التي تعاني من العجز لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد.
- يوفر السوق المالي درجة عالية من المرونة في نظام الائتمان مما يؤدي إلى التخفيف من تأثيرات ارتفاع الأسعار (الضغوط التضخمية) التي يمكن أن تحدث نتيجة للتوسع في منح الائتمان.
- يوفر السوق المالي فرص سانحة لجذب رؤوس الأموال الخارجية المباشرة وفي مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء تكنولوجيا جديدة.
- تنويع المحافظ الاستثمارية* للمستثمرين سواء أكان ذلك من حيث أنواعها أم أجلها.
- العلنية المطلوبة لاتخاذ قرارات مالية رشيدة، بتوفيرها البيانات المطلوبة عن أوضاع الشركات المدرجة من السوق.
- حماية المتعاملين في السوق من محاولات الغش والاحتيال من خلال وضع ضوابط صارمة لتداول الأوراق المالية فيها.
- تهيئة السوق المالي لعنصر الثقة لعمليات الادخار والاستثمار بل وتؤدي من خلال الحركة في سوق الأوراق المالية التي تحدد أفضل مجالات الاستثمارات ونوعية المشروعات المستثمرة.³

¹ أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2007، ص 14.

² وليد صافي، أسس البكري، الأسواق المالية والدولية، مرجع سبق ذكره، ص 23.

* **المحافظ الاستثمارية** هي عبارة عن أداة مركبة من أدوات الاستثمار بحيث تتكون من أصليين أو أكثر ويتم إدارتها من شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة.

³ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 137-

2- وظائف السوق المالي:

- إن الأسواق المالية لم تعد ترفا اقتصاديا وإنما أصبحت ركنا هاما وأساسيا من أركان البنية المالية والاقتصادية، ويتحقق ذلك من خلال قيامها بالوظائف التالية:
- تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالي، حيث يعطي حجم لتداول أسهم الشركة وأسعار أسهمها مؤشرا واضحا عن أحوال الشركة ومركزها المالي.
 - تنظيم ومراقبة عملية إصدار الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية والتعامل بها بالشكل الذي يكفل سلامة التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن سلامة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.
 - المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل، والمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية.
 - توفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار، تهيئ لكل مستثمر اختيار الوجهة المناسبة من حيث الأداة الاستثمارية والتكلفة والعائد والمخاطرة.
 - مساعدة المستثمرين في الأوراق المالية على تسهيل استثماراتهم (أي تحويلها إلى نقود سائلة) بسرعة وسهولة.
 - تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية وبواسطة الوسطاء.
 - حماية جمهور المستثمرين من عمليات النصب والاحتيال.¹
 - توفير أشكال متعددة من الأدوات والمجالات الاستثمارية وإتاحتها إلى جمهور المستثمرين بسهولة تداولها.
 - جذب الأموال من خارج البلد للمساهمة في تمويل المشاريع الكبيرة، وقد عزز هذا الدور مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي واستخدام تكنولوجيا المعلومات.
 - تقوم الأسواق المالية بدور الممول للمشاريع الجديدة وتسد الفجوة التمويلية للمشاريع.
 - توفير الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصاديا من خلال الشروط التي يفرضها السوق المالي على أدراج الشركات وعلى تداول الأوراق المالية إضافة إلى إيجاد أنواع من الاستثمارات تساهم من التحوط ضد المخاطر.

¹ أحمد أبو فتوح علي الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية (مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية)، مرجع سبق ذكره، ص 11-

- تستطيع الحكومات من خلال الأسواق المالية أن تنفذ سياساتها المالية بواسطة إصدار الأوراق المالية كالسندات الحكومية وبيعها في السوق المالي بفائدة محددة.¹

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي

هناك عدة أنواع من الأدوات المالية في السوق المالي، تختلف باختلاف السوق الذي تنتمي إليه وتتمثل فيما يلي:

1- أدوات سوق رأس المال:

تعد أدوات سوق رأس المال Capital Market Instruments، أدوات دين متوسطة وطويلة الأجل، وتستحق قيمتها في أجال أكثر من سنة مالية، وتتعرض هذه الأدوات إلى تقلبات كثيرة في أسعارها بالمقارنة بأدوات سوق النقد، ومن ثم تعد أكثر مخاطرة، وفيما يلي سوف نلقي الضوء على أهم أدوات سوق رأس المال:²

1-1 الأسهم Stock:

يعرف السهم بأنه صك، لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول الشركة، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم. ويمكن تقسيم الأسهم إلى:

1-1-1 تبويب الأسهم من حيث طريقة التداول:

وتنقسم إلى:

أ-1 أسهم اسمية:

الأصل أن تصدر الأسهم الاسمية بمعنى قيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، وعند تداول هذه الأسهم في البورصة يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد.

أ-2 أسهم لحاملها:

وهي أسهم تشبه النقود، ويكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه، أي أن الملكية تنتقل بمجرد المناولة. وتوفر الأسهم لحاملها مزايا معينة للمستثمرين أهمها عدم الإعلان عن اسمه وسهولة التداول. كما يمكن استخدامها كوسيلة لإخفاء الثروة والتهرب الضريبي.³

1-1-2 تبويب الأسهم من حيث الحقوق المكفولة:

يمكن تقسيم الأسهم من حيث الحقوق المكفولة إلى:

أ-1 الأسهم العادية Ordinary shares:

تتميز الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص أبرزها ما يلي:

¹ دريد كامل آل ثبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 250.

² إسماعيل أحمد الشناوي، عبد المنعم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 138.

³ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 20-21.

- ليس لها تاريخ استحقاق محدد، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة.
- لأصحابها حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة باعتبارهم مالكي هذه الشركة.
- يحصل حامل السهم العادي على عائد متغير طبقا لما تحققه الشركة من ربح.
- المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية أعلى من تلك المرتبطة بالسندات على اعتبار أن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على توزيعات أرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى.
- توزيعات الأرباح على المساهمين متوقفة على قرار الجمعية العمومية للمساهمين.¹

أ-2 الأسهم الممتازة Preferred Stocks:

تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية، وهي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة.²

وتوجد أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة ويمكن إيجازها فيما يلي:

أ-2-1 أسهم ممتازة مجمعة الأرباح أو غير مجمعة الأرباح:

وتعني الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح أن عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نصيبهم من الأرباح، وإنما ترحل وتجمع مع المستحق في السنة المالية التالية وتحصل على الأرباح المجمعة معاً، وإذا لم تكفي تجمع على أرباح السنة التالية وهكذا. أما الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح فتعني أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حقهم في المطالبة بها.

أ-2-2 أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء وغير القابلة للاستدعاء:

والأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء تجمع بين خصائص الأسهم والسندات، فهي من ناحية يتم ردها وفقاً لما هو محدد في نشرة الاكتتاب وهي خاصية من خصائص الدين وفي نفس الوقت لا يترتب عن سداد توزيعات أرباحها أو فوائدها مشاكل متعلقة بإشهار الإفلاس وهي خاصية من خصائص الأسهم العادية، وعادة ما يحدد لهذا النوع من الأسهم ربح سنوي ثابت وتكون مجمعة الأرباح.

أ-2-3 أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح:

تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية، مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر، بينما يستحق للأسهم الممتازة غير

¹ أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 38.

² عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2006-2007، ص 37.

المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية ثابتة بصرف النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة كبيرة أو متوسطة أو صغيرة.

أ-2-4 أسهم قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو غير قابلة للتحويل:

أحيانا تعطى للأسهم الممتازة حق التحول إلى أسهم عادية وفقا للأوضاع المقررة في نشرة الاكتتاب.

1-1-3 تبويب الأسهم على أساس طبيعة مقابل الوفاء بقيمتها:

يمكن أن يكون مقابل الوفاء بقيمة الأسهم مبالغ نقدية أو حصص عينية وكذلك يمكن أن يكون مقابل أسهم الزيادة في رأس المال ما يلي:

- مبالغ نقدية و حصص عينية
- ديون نقدية مستحقة الأداء للمكتب قبل الشركة.
- تحويل ما يملكه المكتب من سندات أو صكوك التحويل إلى أسهم وذلك بحسب شروط إصدار تلك السندات أو هذه الصكوك.
- تحويل ما يملكه المكتب من حصص تأسيس أو حصص أرباح إلى أسهم.¹

1-2-2 السندات Bonds:

يعد السند عبارة عن جزء من قرض تصدره شركة مقرضة، أو دولة أو هيئة، ويتم طرحه للاكتتاب فيه من جانب المقترض على المقترضين الذين يرغبون في إقراض هذه الشركة أو هذا المقترض. والسند هو بمثابة تعهد بسداد مبلغ معين في تاريخ معين بمعدل فائدة محدد، ويفضل أن تصدر السندات بقيمة صغيرة حتى يسهل بيعها وشراؤها وتداولها في البورصة... ويفضل أن يكون معدل الفائدة عليها متميزا ومنافسا للأسعار السائدة في السوق عند الإصدار. وتتأثر قيمة السندات السوقية مثلها مثل قيمة الأسهم بما يطرأ على المركز المالي للشركة التي أصدرتها. وتعتبر العلاقة ما بين حامل السند والجهة التي أصدرته علاقة تعاقدية أي دائنة ومديونية حيث يكون مصدر السند مدينا والمكتب فيه دائنا. وتقسيم السندات بدورها إلى:

1-2-1 سندات تصدرها منشآت الأعمال:

تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة والمستثمر، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقترض. مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضمانا للسداد أو وضع قيود على سندات أخرى في تاريخ لاحق، كما قد يتضمن العقد شروطا لصالح المقترض، مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.

¹ محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1996، ص 60.

2-2-1 سندات حكومية:

يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم. وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة على أنها أكثر جاذبية، إذ عادة ما يتمتع عائدها بالأعضاء الضريبي، وهو ما ينذر أن يتحقق للأوراق المالية الأخرى. يضاف إلى ذلك تضائل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيلية.¹

3-2-1 سندات مضمونة:

تصدرها المنشأة بضمان رهن عقاري أو أي ضمان آخر.

4-2-1 سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:

وهي سندات يمكن استبدالها بأسهم عادية عند نهاية تاريخ استحقاقها.²

الفرق بين الأسهم والسندات:

- **السندات كالأسهم** من خصائصها العامة، فهي متساوية القيمة، ولها قيمة اسمية وقابلة للتداول، ولا تقبل للتجزئة في مواجهة الشركة أو المؤسسة.

أما الاختلاف:

- **السندات** تمثل ديناً على الشركة، بينما **السهم** عبارة عن حصة من رأس المال الشركة ويعتبر مالكة شريكاً.
- **السند** يعطي مالكة حقا في فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أو خسرت، أما **السهم** فمالكة يحصل على الأرباح إذا ربحت الشركة، وإلا فلا يحصل على أرباح.
- **السند** لا يعطي مالكة حق في التدخل في شؤون الهيئة العامة للمساهمين ولا في التصويت أو الاشتراك في الإدارة والرقابة، أما مالك **السهم** له الحق في التدخل في شؤون الهيئة العامة للمساهمين والتصويت والإدارة.
- عند **التصفية** الشركة يكون لمالك **السند** الأولوية في الحصول على قيمة السند. أما مالك **السهم** فليس له شيء إلا بعد تصفية السندات و قضاء الديون.
- **تنقطع** صلة صاحب **السند** بعد أن يتم الوفاء بقيمته من الشركة، أما صاحب **السهم** الذي يستوفي قيمته في الأرباح فتبقى صلته بالشركة ويبقى له حق المساهمة في الربح والاشتراك في الجمعية العامة.

¹ بلعزوز زين علي، محمد الطيب أحمد، دليلك في الاقتصاد، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 147.

² عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008، ص 86.

- يمكن أن يصدر السند بأقل من قيمته الاسمية (أي بخصم الإصدار) بينما لا يمكن إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية.¹

3-1 المشتقات المالية Financial Derivatives :

هي عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد. وبالتالي فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد، فالمشتقات المالية هي عقود يجرى تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد، فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر لأطراف المشتقة أي على الأصل المالي محل التعاقد، وعلى ذلك فإن المستثمرين في أسواق المشتقات المالية يندرجون تحت الشرائح التالية:

- **المتحوظون Hedgers:** تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، إذا أن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكد يتوقف على الأوراق المالية الأصلية، ولكن ذلك لا يعني ضمان كامل.
 - **المضاربون Speculators:** تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية، من أجل تحقيق مكاسب ذاتية احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.
 - **المراجعون Arbitrageurs:** وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر. إذ تشتري من السوق المنخفض الأسعار وتبيع في سوق مرتفع الأسعار وتحقق ربح عديم المخاطرة.²
- وهناك عدة أنواع من المشتقات المالية تتمثل فيما يلي:

1-3-1 الخيارات Options:

وهي عقود يحق بموجبها تنفيذ عملية ما ببيعا أو شراءا لقدر معين من أصل مالي في تاريخ لاحق وبسعر يحدد وقت التعاقد وذلك نظير دفع علاوة للبائع عند تحرير العقد. ولا تكون هذه العلاوة قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه، ويعتبر الخيار أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية. كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح.³

2-3-1 العقود الآجلة Forward Contracts :

وهي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق، ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر

¹ محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، الطبعة الثانية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 32-33.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات- أسواق- بورصات)، الطبعة العربية الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 124-125.

³ بلعزوز بن علي، محمد الطيب، دليلك في الاقتصاد، مرجع سبق ذكره، ص 149.

متفق عليه يدعى بسعر التسليم أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه.¹

3-3-1 العقود المستقبلية Futures Contracts:

تعطي هذه العقود لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، ويلتزم كل من طرفي العقد على إيداع نسبة من قيمة العقد (هامش مبدئي) لدى بيت السمسرة في شكل نقود أو أوراق مالية بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم مقدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر.

ويتمثل وجه الخلاف الرئيسي بين العقود المستقبلية وعقود الخيار في أن العقود المستقبلية واجبة التنفيذ، بينما تعطي عقود الخيار لمشتريها الحق في تنفيذ العقد من عدمه. كما أنه يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة عقد الخيار. في حين أن الهامش المبدئي الذي يودعه كل من طرفي العقد المستقبلي لدى بيت السمسرة يمكن استرداده بالكامل في حالة تنفيذ العقد. وتتميز العقود المستقبلية عن الأجلة في إمكانية تداولها بالبورصات.

4-3-1 المبادلات Swaps:

هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية، تتحدد وفقا له قيمته الصفة آنيا على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق.²

4-1 حصص التأسيس Shares of incorporation:

وهي حصص تمنحها الشركة لبعض الأشخاص بغير مقابل مالي نظير خدمات أو مساعدات يؤدونها وتخول لصاحبها حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة، لذا يطلق عليها حصص الأرباح ويتم تداولها في البورصة ولا تدخل ضمن رأس مال الشركة.³

2- أدوات سوق النقد:

تتميز أدوات الدين قصيرة الأجل التي تتداول في سوق النقد، بأنها لا تتعرض لتقلبات ملحوظة في أسعارها، كما أن الاستثمار المالي فيها لا يتعرض لمخاطر تذكر. وهي تعد أكثر أدوات الدين سيولة وأكثرها انتشارا في التداول،⁴ وتتحدد أهم أدوات الدين قصيرة الأجل فيما يلي:

1-2 أذونات الخزانة Treasury Bills:

وهي أدوات دين حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين 03 - 12 شهر، تصدر من قبل الحكومات وتعرضها للتداول داخل السوق المالي في كثير من الأحيان لمعالجة عجز مؤقت ولتشجيع الادخار

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات - أسواق - بورصات)، مرجع سبق ذكره، ص 133.

² بلعوزي بن علي، محمد الطيب أحمد، دليلك في الاقتصاد، مرجع سبق ذكره، ص 151.

³ مريم عديلة وآخرون، "إستراتيجية الوساطة كنموذج تمويلي معاصر: دراسة حالة تونس"، ص 10.

⁴ إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 129.

أو التأثير على معدلات أسعار الفائدة في هذه الأسواق، وتتصف هذه الأوراق المالية بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة الخطر لأنها مضمونة من البنك المركزي أو الحكومات، ولكنها أداة قصيرة الأجل فإنها المفضلة لدى المستثمر المحافظ، وتكون أسعار الفائدة منافسة لأسعارها في السوق النقدي، ويتم تداولها على أساس معدلات خصم إذ يحدد سعر التداول باستخدام ما يعرف بسعر خصم الشراء وسعر خصم البيع.

2-2 شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول Negotiable Bank Certificates of Deposit:

وهي عبارة عن وثيقة تصدرها المصارف تثبت حق العميل مقابل وديعة ثابتة بمبلغ معين وتاريخ استحقاق محدد تتراوح بين شهر و 18 شهر وبسعر فائدة محدد أو عائم حسب معدل أسعار الفائدة في السوق، إذ تصدر بقيم اسمية مختلفة ولآجال زمنية متفاوتة وتباع على أساس العائد أو على أساس الخصم ويتم تداول شهادات الإيداع في السوق الثانوي، ومن المزايا التي توفرها شهادة الإيداع ما يلي:

- تمنح حاملها الفرص للحصول على النقد قبل موعد استحقاق الوديعة.
- معدل العائد للمستثمرين شهادة الإيداع أعلى من العائد على حساب التوفير ومن عائد السندات الحكومية.
- تتميز بدرجة عالية من السيولة و الأمان نظرا لقبولها من البنك المركزي وتبني إصدارها من المصارف.¹

3-2 الأوراق التجارية Commercial Paper:

وهي أداة دين قصيرة الأجل (الكمبيالات والسندات الأذنية والشيك) تصدرها وتبيعه البنوك الكبيرة والشركات ذات السمعة الحسنة للوسطاء الماليين في السوق المالي، مما يساعدها في الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها بصورة مباشرة بدلا من الاعتماد على المصارف.²

4-2 القروض المصرفية قصيرة الأجل Short-term bank loans:

هي تلك القروض التي مدتها أقل من سنة، وأن تكاليف هذه القروض هي بمقدار الفائدة المدفوعة، وتستخدم لأغراض تمويل رأس المال التشغيلي للاستثمارات.

5-2 ودائع مصرفية بعملة أجنبية Bank deposits denominated in foreign currencies:

لقد تم التداول بهذه الودائع في بادئ الأمر باسم اليورو دولار ثم أصبحت تتعامل بالعملة الوطنية الأخرى، إذ قامت بعض المصارف الأوربية بقبول الودائع بالدولار الأمريكي، وتمنح المستثمر فائدة على الإيداع وفي الوقت نفسه تقوم بإقراض الدولار الأمريكي للمستثمرين بفائدة أعلى من فائدة الإيداع، خلاف للمعرف المصرفي القاضي برد مثل هذه الودائع بالعملة المحلية. إن سوق العملات الأجنبية ساهم في ميادة

¹ دريد كامل آل ثبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 25 - 258.

² إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 130.

عرض الأموال بالعملات الأجنبية الأمر الذي قلل من تكاليف التمويل وإجراءات الحصول عليها مما أدى إلى تخفيض أسعار الفائدة.¹

المطلب الرابع: مؤشرات السوق المالي وكفاءته

لا يمكن أن نتحدث عن السوق المالي أو البورصة دون أن نتطرق إلى فهم المؤشرات المالية أو كفاءة السوق المالي من حيث إذا كان كفاء أو غير كفاء.

1- مؤشرات السوق المالي:

للمؤشرات المالية أهمية كبرى في السوق المالي، فمن خلاله يمكن للمتعاملين الماليين معرفة وضعية أسعار السوق واتجاهاته، وسنوضح أكثر من خلال ما الآتي:

1-1 مفهوم مؤشر السوق:

هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق المال، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على حركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

2-1 أساليب بناء مؤشرات السوق:

توجد العديد من الأساليب لبناء مؤشرات السوق أو قطاعات معينة داخل سوق ومن أهمها:

1-2-1 المؤشرات المبنية على أساس القيمة:

من أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة هو مؤشر ستاندراند بورز ومن مزايا احتساب المؤشر الموزون على أساس القيمة، هي أن قيمة المقسوم عليه لا يتغير إذا ما حدث اشتقاق في بعض أسهم المؤشر.

2-2-1 المؤشرات المبنية على أساس السعر:

حسب هذه الطريقة يتم جمع أسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر ثم قسمة حاصل الجمع على رقم ثابت يعرف بالقاسم، وعليه ينسب السعر إلى مجموع الأسعار الخاصة بالأسهم المكونة للمؤشر ومن أشهر المؤشرات التي تعتمد على هذه الطريقة هو مؤشر داو جونز.

3-2-1 المؤشرات النسبية على أساس الأسعار النسبية:

تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر حيث يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم مثلا على سعر السهم اليوم على سعر السهم أمس، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار ثم تحديد قيمة المؤشر، بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر.

4-2-1 المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

¹ دريد كامل آل ثبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 257 - 258.

يقوم هذا المدخل على افتراض أنه يجب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عن بداية تكوين المؤشر، وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار، وهو أحد العيوب التي تعاني منها المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق.¹

3-1 أهم مؤشرات السوق المالي:

للسوق المالي عدة مؤشرات وقد تم اختيار أهم المؤشرات العالمية والمتمثلة فيما يلي:

1-3-1 مؤشر داو جونز الصناعي Dow Jones Industrial Index :

تم استخدام هذا المؤشر ابتداءً من عام 1884، وهو يصدر لمتابعة سلوك بورصة نيويورك ويقاس مستوى أسعار أسهم 30 شركة صناعية كبرى، تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والتوزيعات في بورصة نيويورك، وهذه الشركات تعد من أعظم وأقوى مجموعة من الشركات الأمريكية. وتنتشر الأرقام القياسية لداو جونز صباح كل اثنين في جريدة الوال ستريت² Wall Street Journal. ويحسب هذا المؤشر كالاتي:

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it} / D_{adj}$$

حيث :

$DJIA_t$ قيمة المؤشر في الفترة t

P_{it} سعر السهم i في الفترة t

D_{adj} القاسم المعدل في الفترة t

2-3-1 مؤشر ستاندرد أند بور Standard & and Poor Index 500 :

تتضمن العينة التي يقوم عليه مؤشر ستاندرد أند بور 500 من 500 سهم تمثل 400 منشأة صناعية، 40 شركة منافع عامة. 20 شركة نقل تعمل في المجال المالي، وكلها شركات كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو في السوق المنظمة.³ ويعتبر من المؤشرات المرجحة، وهذا المقياس هو رقم

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 251 - 257.

² رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 217.

³ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار المعارف الإسكندرية، مصر، 1999، ص 149.

قياسي يقوم على نسبة أسعار السوق في فترة المقارنة إلى أسعار السوق في فترة الأساس. ويحسب هذا المؤشر كالاتي:

$$S \& P500 = \frac{\sum P_{it} Q_{it}}{\sum P_{ib} Q_{ib}} (K)$$

حيث :

P_{it}	قيمة المؤشر في الفترة t
Q_{it}	عدد وحدات السهم i في الفترة t
Q_{ib}	عدد وحدات السهم i في الفترة b
b	فترة الأساس
k	رقم الأساس

1-3-3 مؤشر نيكاي (اليابان) NIKKEI 225 Stock Average:

يعتبر هذا المؤشر أكبر المؤشرات العالمية و الآسيوية حيث سعة هذا المؤشر الدولي باستطاعته قياس أهم معدل أسعار السوق المالي أي سوق طوكيو للأوراق المالية. ومن أهم مميزات الأسهم التي يتم قياسها بواسطة مؤشر نيكاي هي الأسهم العادية الاسمية، حيث تصدر بأسماء مالكيها وتصدر بقيمة 50 ين، وفي نفس الوقت هناك أسهم اسمية يمكن أن تصدر بقيمة 500 ين وعلى أن تكون كافة الأسهم التي يقيسها مؤشر نيكاي مسجلة حكوميا في اليابان.¹

2- كفاءة السوق المالي:

يعتبر السوق المالي كفوا إذا كان قادرا على تحقيق تخصيص كفؤ للموارد المتاحة بما يضمن توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية.

1-2 تعريف السوق الكفاء:

السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات، وعلى هذا الأساس تنعكس المعلومات بصورة كاملة وسريعة في الأسعار السوقية داخل السوق الكفاء. كما يعتبر السوق الكفاء بالنسبة لمجموعة محددة من المعلومات إذا اتضح استحالة تحقيق أرباح غير عادية باستخدام هذه المجموعة من المعلومات عند اتخاذ قرارات البيع والشراء.² ويتصف أي سوق مالي بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة وصحيحة كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة

¹ جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002، ص 290 - 291.

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 106-107.

المالية، ويتم تعديل هذه الأسعار بصورة سريعة في حالة ظهور معلومات جديدة، كما يمكن أن تختلف الأسعار التي يتوقعها المستثمرون عن الأسعار السوقية ويسمى ذلك بخطأ التنبؤ في التقدير، ويعكس الاختلافات بين تقديرات المستثمرين للعوائد الموقعة والعوائد الفعلية ومن ثم تحقق أرباح أو خسائر في ضوء ذلك.¹

2-2 مستويات كفاءة السوق المالي:

يمكن تصنيف كفاءة السوق المالي إلى ثلاثة مستويات هي:

1-2-2 المستوى القوي:

يتوفر في هذا المستوى كل المعلومات للمتعاملين في السوق المالي سواء كان مصدرها بيانات منشورة أو تاريخية، ويعني ذلك أن تتوفر المعلومة في السوق بشكل عام، ولا يكون هناك مجال لظهور ظاهرة احتكار المعلومات أي (القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية = 0). ولكن هذا المستوى لا يعني قدرة بعض المحللين على معرفة بعض الأرقام والمعلومات غير المعلنة، وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية، ولكن يلاحظ على هذا السوق أنه بعد فترة وجيزة ستعود الأرباح إلى وضعها الحالي لما يتعرض له هؤلاء المحللين إلى خسائر غير متوقعة نتيجة ظهور ظاهرة المضاربة.

2-2-2 المستوى شبه القوي:

تقتصر المعلومات في هذا المستوى على البيانات المنشورة والمعلنة أو المعلومات التاريخية المتوفرة عن الأسعار الحالية نفسها، لذلك يكون هناك مجال لبعض الأشخاص من المحللين للوصول إلى المعلومات غير منشورة غير معلنة يحققون من خلالها بعض الأرباح غير العادية من خلال استغلال ما يسمى بظاهرة احتكار المعلومات.²

3-2-2 المستوى الضعيف:

تعني أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة المتعلقة بالأسعار، الإيرادات، التوزيعات وغيرها من المعلومات التاريخية. كما أنه لا يمكن استعمال تلك المعلومات من قبل المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية وذلك بكل بساطة لأن تلك المعلومات أصبحت معروفة لدى الجميع، وهي منعكسة مسبقا في الأسعار الحالية. وعليه تمثل الصيغة الضعيفة فكرة الحركة العشوائية لأسعار الأسهم، فلا يستطيع أي محلل للمعلومات السابقة معرفة ما ستكون عليه سوق الأسهم في الفترة القادمة.³

¹ عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 149 - 150.

² وليد صافي، أنس بكري، الأسواق المالية والدولية، مرجع سبق ذكره، ص 20 - 21.

³ محفوظ جبار، "اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004 دراسة تجريبية"، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية المجلد العاشر، العدد الأول 2007، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، ص 85.

3-2 متطلبات كفاءة سوق السوق المالي:

لتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقيق سمات أساسية يمكن إيضاحها كمايلي:

1-3-2 كفاءة التسعير "الكفاءة الخارجية":

يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاعل زمني كبير، ودون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات وبنفس مستوى الأرباح. إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتحقق ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفاءة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن وسيلة كسب الميزة في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لدى عدد كبير من المتعاملين.

2-3-2 كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية":

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصون (صناع السوق)* فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه. وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجع على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.¹

3-3-2 عدالة السوق:

بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في أن يبرم فيه الصفقات.

4-3-2 درجة الأمان و الانضباط بين المتعاملين:

يقصد به ضرورة توافر وسائل الحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، ومن أمثلة تلك المخاطر: مخاطر الغش و التدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف، إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة بهم.²

*صانع السوق يعمل في البورصة على الاستقرار النسبي لاتجاه الأسعار، ويحدد اتجاه الأسواق أمام المستثمرين، ويعمل على إيجاد السعر الحقيقي الذي يعكس التوازن بين العرض والطلب في لحظة معينة.

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق رأس الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها)"، مجلة الباحث، العدد 07، 2009 - 2010، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص 186.

² ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال وأدواتها)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 12.

خاتمة الفصل:

رأينا في هذا الفصل أن للمؤسسة الاقتصادية أهمية بالغة في الاقتصاد الوطني أو حتى في الاقتصاد العالمي خصوصا مع التطورات الأخيرة كدخول اقتصاد السوق وظاهرة العولمة...، لذلك وجب الاهتمام بجميع وظائف المؤسسة فلكل منها دورها وأهميتها. فنجاح المؤسسة الاقتصادية يتوقف على جميع الوظائف والنشاطات داخلها. كما يعتبر التمويل المحرك الأساسي لنشاط المؤسسة، وخطورة غياب التمويل لأي مؤسسة تتمثل في فقدان عنصر رأس المال الذي من شأنه أن يحكم عليها بالفشل، لذا عليها اختيار مصادر تمويل تتناسب مع مدة المشروعات الممولة وبأقل تكلفة ممكنة وكذا إمكانية الحصول على هذه المصادر في الوقت المناسب، ومن الأفضل أن تحاول المؤسسة الاقتصادية الاعتماد على مصادرها الذاتية لتمويل استثماراتها من أجل تخفيض العبء على خزينتها وأن لا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا عند الضرورة الحتمية، وبالتالي التمويل الذاتي هو الأفضل بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية.

كما أن السوق المالي بأقسامه المختلفة يشكل ركنا أساسيا من أركان النظام التمويلي داخل المؤسسة الاقتصادية وذلك عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية سواء التقليدية منها كالأسهم والسندات أو حديثة كالمشتقات والخيارات المالية. كما تجدر الإشارة إلى أن السوق المالي هو عبارة عن سوق تتبادل فيه الأدوات المالية بين أصحاب الفوائض المالية وذوي الحاجة إليها وفق أسعار معينة تحددها آليات العرض والطلب، والذي يميزها هو آجال استحقاق الأدوات المالية المعروضة أو المطلوبة في السوق، وتستعمل هذه الأدوات بحسب الهدف الذي يريد تحقيقه المستثمر.

تمهيد:

للبورصة دورا اقتصاديا تمويليا لا يستهان به، حيث تعد المركز الأول لخلق السيولة داخل البلاد عن طريق تداول القيم المنقولة المقيدة فيها، ويسمح سوق البورصة بدخول مدخرين جدد محل حملة الصكوك الذين يريدون التصرف فيها، مما يحقق هذه السيولة النقدية.

ولا أحد يجهل أن الجزائر دخلت عهد الإصلاحات منذ الثمانينات قصد الانتقال من اقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، ونظرا لأهمية البورصة في النظام الاقتصادي الجديد عملت الحكومة الجزائرية على توفير الظروف المناسبة لإقامة بورصة القيم المنقولة، وقد تم وضع الإطار القانوني الذي تقوم على أساسه البورصة، كما تم تحديد مكان الإقامة هذه الأخيرة.

و من هذا المنطلق خصصنا فصلا كاملا لتتناول فيه بورصة القيم المنقولة في الجزائر، وقد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث وهي كالتالي:

- مسار إنشاء بورصة الجزائر.
- الشركات المصدرة للأوراق المالية ببورصة الجزائر.
- أداء بورصة الجزائر.

المبحث الأول: مسار إنشاء بورصة الجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية يدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية، التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988، وفي سنة 1993 صدر المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 يقضي بإنشاء بورصة في الجزائر.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر

قبل أن يتم إنشاء سوق مالي في الجزائر، كانت هناك جملة من الأسباب يمكن إيجازها فيما يلي:

1- أسباب إنشاء البورصة في الجزائر:

من بين العوامل التي حثت على قيام السوق المالية في الجزائر نجد ما يلي:

1-1 استغلال الادخارات غير الموظفة:

لقد عرف الاقتصاد الجزائري ضعفا في الادخار رغم وجود مدخرات هائلة غير مصرح بها، وهذا في ظل نقص الشبكات والمنتجات لتحفيز الادخار، فقد قدر الادخار الوطني لسنة 1997 حوالي 73.3 مليار دينار في حين قدره المختصون ب 363.5 مليار دينار جزائري، ومن هنا برزت الحاجة لإنشاء سوق مالية يمكن من التجنيد المباشر للادخارات والمساهمة في تخفيف أعباء الاستدانة وتخفيف العجزات في الميزانيات، كما تسمح بضمان مهمة توجيه أموال الأعوان الاقتصادية ذات الفائض نحو الأعوان ذات الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل.

2-1 ظروف المحيط الاقتصادي:

لقد تم إنشاء السوق المالية في الوقت الذي عانت فيه الجزائر من التراجع الاقتصادي والذي دام حتى 1986، وعلى الرغم من بعث التنمية الاقتصادية سنة 1996، فقد بقي معدل النمو في انخفاض حيث قدر في تلك السنة 3.4% مقابل 2% سنة 1997، وفي هذا الشأن فإنه كان من اللازم إكمال الدائرة الجديدة للتمويل وذلك بتأسيس سوق مالية تضمن تجنيد الإدخال المالي طويل الأجل لأغراض تمويل الانطلاقة الاقتصادية للتنمية.¹

3-1 زيادة احتياجات المؤسسات العمومية:

مثلت احتياجات تمويل المؤسسات العمومية الاقتصادية على الدوام عبئا ثقيلا، وبهذه الصدد يمكن ملاحظة أن القروض الممنوحة للاقتصاد مثلت 360 مليار دينار سنة 1992 مقابل 325.6 مليار دينار شهر ديسمبر 1991، يمكن أيضا ملاحظة أن تحديد سقف القرض قد ساهم في السحب على المكشوف البنكي الذي

¹ نوال بن لكحل، "الأسواق المالية: آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص 130-131.

كان يتجه نحو زيادة ضعف الاحتياطات من العملة الصعبة، وهو ما ساهم بشكل بارز في تقليص دور العمليات الاقتصادية الجزائرية على الأسواق الأجنبية.¹

2- مراحل إنشاء بورصة الجزائر:

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر مرت بعدة مراحل:

1-2 المرحلة الأولى (1990-1992):

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، من جملة هذه الإجراءات أنشئت مؤسسة دعيت شركة القيم المنقولة (S.V.M) ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول العظمى، لقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، أما رأسمال هذه الشركة، فلقد بلغ (320 000 دينار جزائري)، يدير الشركة مجلس إدارة متكون من 8 أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

2-2 المرحلة الثانية (1992 حتى يومنا هذا):

لقد مرت هذه الشركة بفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، ففي فيفري 1992 رفع رأس مال الشركة إلى (9.320.00 دينار) كما أن اسم الشركة تغير وأصبح بورصة الأوراق المالية (B.V.M).² والتي تأسست بالمرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993، وبعد أن كانت صناديق المساهمة هي التي تمتلك أسهم الشركات، دخلت الجزائر مرحلة الخصخصة وأصبح الأفراد بإمكانهم اقتناء أسهم المؤسسات. تعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة وشركات الأسهم، ويكون مقرها في الجزائر العاصمة.³

المطلب الثاني: تعريف بورصة الجزائر وطريقة سير عملها

تأسست بورصة الجزائر بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمتمم بالقانون رقم 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003. تعقد بورصة القيم في مدينة الجزائر وتعرف بأنها "إطار لتنظيم وتسيير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم".⁴ وتنقسم بورصة الجزائر إلى:

¹ براق محمد، "محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام: 22 و 23 أبريل 2003، ص 02.

² شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص 79-80.

³ Journal officiel algérien, Numéro 34, le décret législatif N-93-10 du 23 mai 1993, P 06.

⁴ Ismail Noureddine, reforme du marché financier en Algérie (principaux axes de développement et modernisation du marché du marché financier en Algérie), cosob, ministère de finance, atelier marché financier, juillet 2008, p 02.

1- قسم القيم المتداولة:

يتم التداول في هذا القسم على سندات رأس المال وسندات الدين. حاليا نجد في مقصورة شركة تسيير بورصة القيم خمس (05) شركات مسجلة في التسعيرة الرسمية:

- ثلاث شركات للأسهم (مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي وأليانس للتأمينات).
- مؤسستين للسندات (سونلغاز، دحلي).

يتم تداول القيم المنقولة مرتين في الأسبوع وذلك كل اثنين وأربعاء.

2- قسم سندات الخزينة العمومية:

في إطار الإصلاحات المبذولة من طرف وزارة المالية والتي ترمي إلى إعادة الاعتبار إلى السوق المالي في عملية تمويل الاقتصاد الوطني بصفة عامة وتفعيل دور البورصة بصفة خاصة، تم إدراج سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر في 11 فبراير 2008.

تتنوع سندات الخزينة المدرجة بين سندات ذات الأجل 7 سنوات و 15 سنة حيث يتم تداولها عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين وشركات التأمين المتخصصة في قيم الخزينة بمعدل 5 حصص في الأسبوع.

1-2 طريقة التسعير:

يتم التداول في البورصة لمراجعة أوامر الشراء وأوامر البيع، ويتم هذا بإحدى الطريقتين:

1-1-2 طريقة التثبيت:

يسمح التسعير بالتثبيت بتحديد سعر يومي لمواجهة أوامر الشراء والبيع وذلك خلال فترة زمنية محددة للوصول إلى سعر التوازن. وتسمح هذه الطريقة:

- بتحقيق أكبر قدر ممكن من الصفقات.
- التخفيف من اللاتوازن.
- يسمح بتقليل تذبذب الأسعار.
- تعيين سعر الوحدة الذي تتداول عليه القيم.
- صالح خلال مدة حصة التداول.

2-1-2 طريقة التسعير المستمر:

تتمثل في مواجهة متواصلة بين أوامر الشراء والبيع، والذي يشكل العديد من أسعار التوازن، ويتم في التسعير المستمر تجميع كل الأوامر، غير أنه بمجرد أن يتفق بائع ومشتري حول السعر تتم التبادلات

بالاستمرار من افتتاح إلى إقفال البورصة. والطريقة المتبعة في بورصة الجزائر هي التسعير " بالتثبيت الإلكتروني"، تتم مواجهة الأوامر عن طريق الإعلام الآلي.¹

2-2 توقيت التسعير:

وفيه ما يلي:

1-2-2 قسم القيم المتداولة:

تبدأ حصة التداول بدءا من الساعة 09 و30 دقيقة صباحا وتنتهي قبل الساعة 12 و00 دقيقة، وتتم حسب المراحل الزمنية التالية:

الجدول رقم (01): المراحل الزمنية لحصص التداول للقيم المتداولة في بورصة الجزائر

النداء الإلكتروني لوسطاء عمليات البورصة	09 سا و20د
افتتاح الحصة	09 سا و30د
إدخال الأوامر آليا من طرف العملاء المفاوضين على محطات التداول	10 سا و15د
طبع دفاتر الأوامر للمراجعة	10 سا و30د
معالجة الأوامر المسجلة (حساب التثبيت، التوزيعات)	10 سا و40د
معالجة صفقات الكتل	10 سا و50د
عرض ونشر النتائج	11 سا و05د
إقفال الحصة	11 سا و15د

المصدر: بورصة الجزائر، "سير عمل بورصة الجزائر"، تاريخ النشر 2012/03/08، متاح على الموقع www.sgbv.dz.

2-2-2 سندات الخزينة العمومية:

تبدأ حصة التداول بدأ من الساعة 09:00 صباحا وتنتهي قبل الساعة 12:00، حسب المراحل الزمنية التالية:²

¹ بورصة الجزائر، "سير عمل بورصة الجزائر"، تاريخ النشر 2012/03/08، متاح على الموقع www.sgbv.dz.
² المرجع السابق.

الجدول رقم (02): المراحل الزمنية لحصص التداول لسندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر

تقديم دفاتر السندات لرسميين المقصورة الذين يقومون بمراجعتها	09 سا و 00د إلى 09 سا و 15د
افتتاح حصة التداول	09 سا و 15د
إدخال أوامر البورصة آليا من طرف العملاء المفاوضين لوسطاء عمليات البورصة	09 سا و 15د إلى 10 سا و 00د
تعليق مرحلة إدخال الأوامر	10 سا و 00د
نشر الأوامر ومراجعتها من طرف وسطاء عمليات البورصة	10 سا و 00د إلى 10 سا و 15د
معالجة الأوامر المصادقة من طرف العملاء المفاوضين و تحديد أسعار الإقفال	10 سا و 25د
القيام بعمليات الكميات الكبيرة على السندات المسعرة	10 سا و 35د إلى 10 سا و 50د
عرض ونشر النتائج، إمضاء كشوف منشورات التبادلات و التعويض	10 سا و 50د إلى 11 سا و 50د
تجهيز و تحويل ملفات المعلومات (المؤتمر المركزي على السندات)	11 سا و 50د إلى 12 سا و 00د

المصدر: بورصة الجزائر، "سير عمل بورصة الجزائر"، تاريخ النشر 2012/03/08، متاح على الموقع

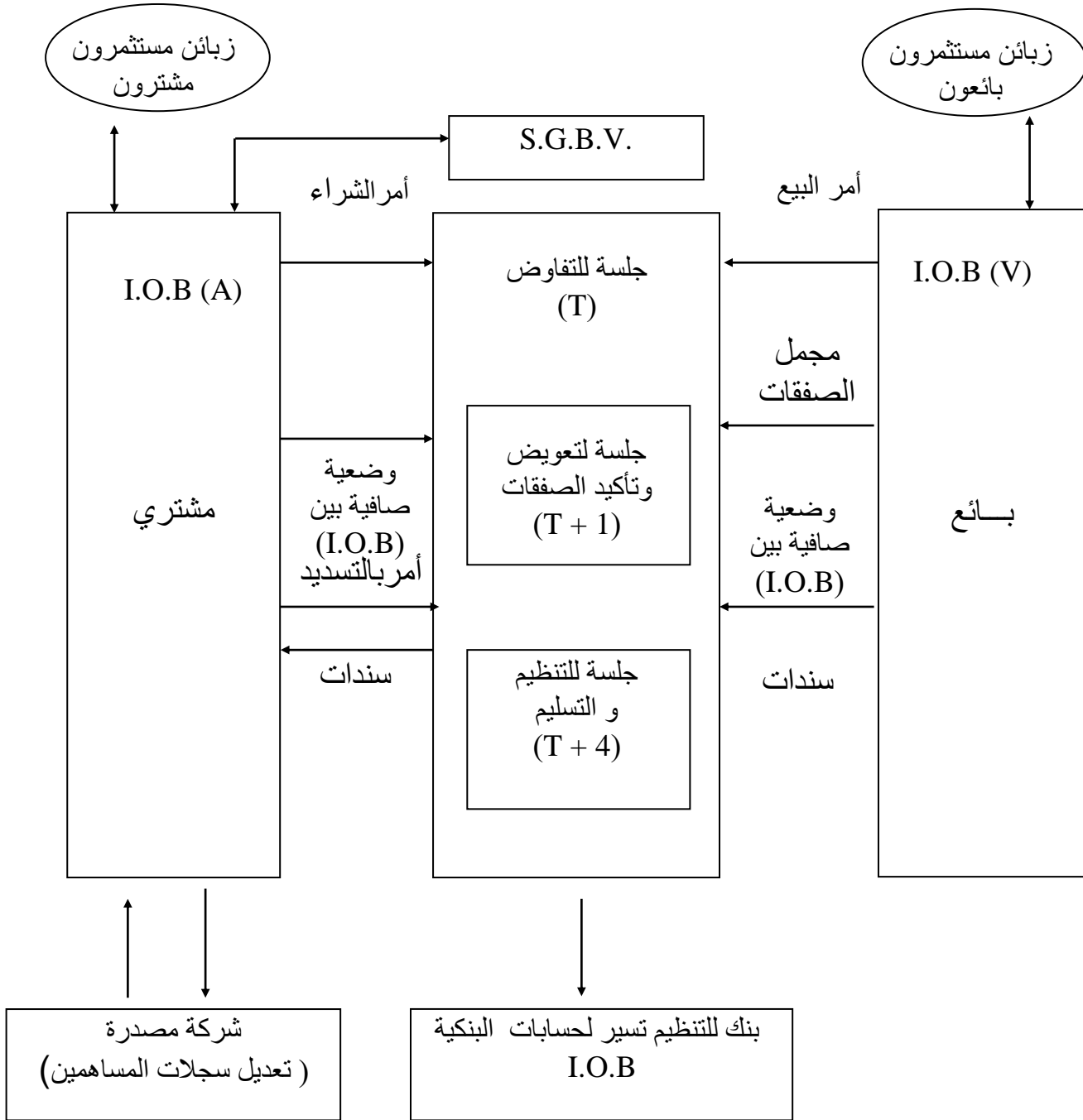
.www.sgbv.dz

2-3 نظام الدفع/التوصيل:

إن سوق البورصة في الجزائر، هو سوق عاجل، يعني أنه على المشتري دفع المبالغ المتعلقة بطلب الشراء الذي قدمه بصورة فورية، وعلى البائع أن يمتلك السندات المتعلقة بطلب البيع الذي حوّله إلى وسطاء عمليات البورصة التأكد من أن مقدم الطلب يمتلك السندات أو المبالغ لتغطية العملية التي يريد القيام بها. يتم تزامن تسليم الأوراق المالية وتسديد الأموال وذلك حسب أجل تسديد/التسليم المحدد من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. يحدد هذا الأجل ب T+3 أيام عمل بالنسبة للقيم المنقولة ويوم T+1 أيام بالنسبة لسندات الخزينة وهذا من إنشاء المؤتمر المركزي على السندات (Algérie Clearing). وفي حالة تعذر التسليم في الأجل يعتبر الوسيط في عمليات البورصة والقيم في حالة عجز عن التسليم، يمكن لشركة تسيير بورصة القيم اللجوء إلى إعادة شراء القيم المنقولة غير المسلمة.¹

¹ بورصة الجزائر، "سير عمل بورصة الجزائر"، مرجع سبق ذكره.

الشكل رقم (02): مخطط عام لسير بورصة الجزائر



المصدر: ملال محمد طارق، " تمويل التنمية الاقتصادية وأهمية جباية القيم المنقولة في البورصة مع دراسة حالة بورصة الجزائر"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1998-2001، ص120.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر

تشمل بورصة القيم المنقولة في الجزائر على الهيئات التالية:

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (C.O.S.O.B) :

Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

أنشأت هذه اللجنة سنة 1993 بناء على المرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والتي تم تنصيبها في 13 فيفري 1996 والتي تعتبر سلطة سوق البورصة، وهي مكلفة بإعداد وتحضير النصوص التنظيمية والتي تشكل محيط السوق المالية الحقيقية. وحسب المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 1993/05/23، المتعلق ببورصة القيم المنقولة تتكون هذه اللجنة من رئيس وستة (06) أعضاء¹ ويعين الرئيس وأعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي لمدة أربع سنوات 04 وفق الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعاً للتوزيع الآتي:

- قاضي يقترحه وزير العدل.
 - عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
 - أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
 - عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
 - عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنوية المصدرة للقيم المنقولة.
 - عضو يقترحه الصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين².
- وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على:
- حماية الادخار للمستثمر في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء الفعلي للادخار.
 - السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها.

وبهذه الصفة، تقدم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تقريراً سنوياً عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة³ ولقد زود المشرع اللجنة لتمكينها من القيام بمهامها بعدة سلطات وهي:

¹ ملال محمد طارق، "تمويل التنمية الاقتصادية وأهمية جباية القيم المنقولة في البورصة مع دراسة حالة بورصة الجزائر"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1998-2001، ص 114-115.

² مبروك حسين، المدونة النقدية والمالية الجزائرية (لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة)، الطبعة الأولى، دار هومة، 2004، ص 227.

³ أحمد بوسقيعة، الوجيز في القانون الجزائري الخاص، الجزء الثاني، الطبعة الرابعة، دار هومة، الجزائر، 2006، ص 199.

1-1 السلطة التنظيمية:

تقوم اللجنة بسن أنظمة تخص:

- واجبات الإعلام التي يتعين على الشركات المصدرة القيام بها عند إصدار القيم المنقولة من خلال اللجوء العلني للادخار، الدخول في البورصة أو عمليات العرض العمومي.
- قواعد مهنية مطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة.
- شروط التداول والمقاصة التي تخص القيم المنقولة المسجلة في البورصة.
- القواعد التي تخص ماسكي الحسابات/حافظي السندات.
- القواعد التي تخص تسيير نظام الدفع/ التوصيل على السندات.
- تسيير حافظة القيم المنقولة.

2-1 سلطة المراقبة والتحقيق:

تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكيد خصوصا من:

- تتأكد اللجنة من أن الشركات المقبولة تداول قيمها المنقولة في بورصة القيم المنقولة وتتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها ولا سيما في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية.
- تجري اللجنة عن طريق مداولة خاصة، وقصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والرقابة، تحقيقات لدى الشركات التي تلجئ إلى التوفير علنا، والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة ولدى الأشخاص الذين يقدمون نظرا لنشاطهم المهني، مساهمتهم في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو في المنتجات المالية المسعرة أو يتولون إدارة مستندات مالية.

3-1 سلطة التأديب والتحكيم:

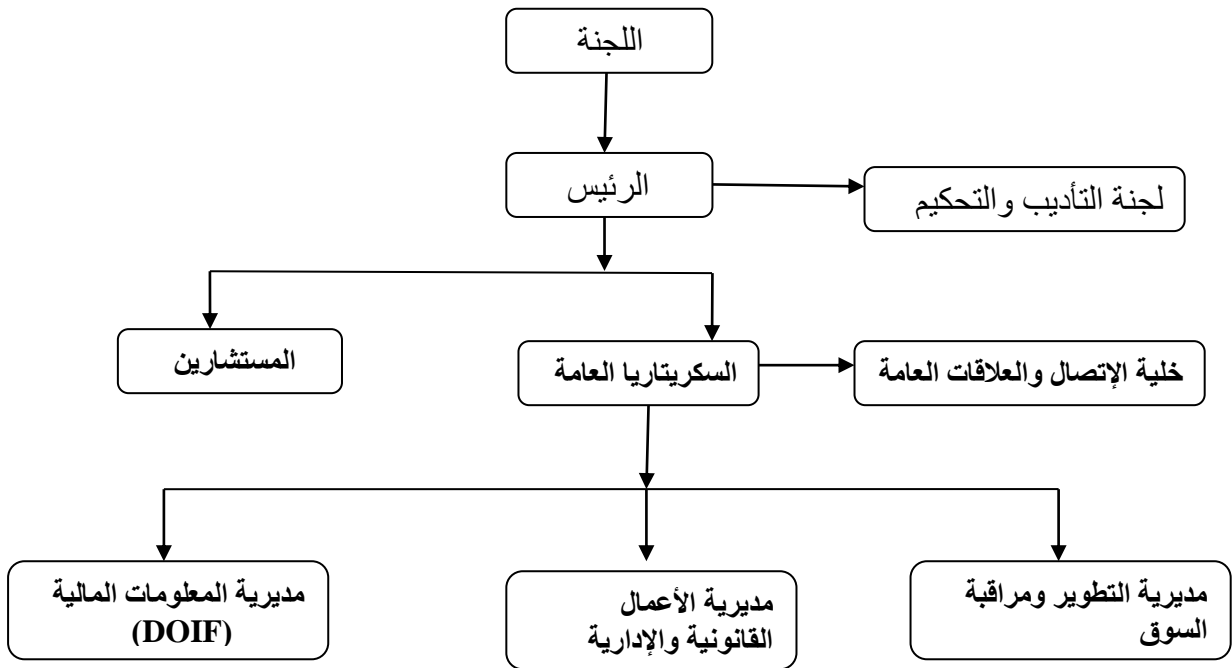
تنشأ ضمن اللجنة غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف زيادة على رئيسها من:

- عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة انتدابها.
- قاضيين يعينهما وزير العدل ويختاران لكفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي.¹
- ففي المجال التأديبي: تختص الغرفة بدراسة إخلال أو فتك بالالتزامات المهنية والأدبية الخاصة بالوسطاء في عمليات البورصة وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

¹ صديقي كمال، "جرائم البورصة في التشريع الجزائري - دراسة مقارنة"، مذكرة التخرج لنيل إجازة المدرسة العليا للقضاء، وزارة العدل، الدفعة السابعة عشر، 2006-2007، ص 17.

- في مجال التحكيم: تختص الغرفة بدراسة كل نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة ويحدث بين:
 - الوسطاء في عمليات البورصة.
 - الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم.
 - الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم.
 - الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المدرجة.¹

الشكل رقم (03): الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها



المصدر: بورصة الجزائر، "الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"، متاح على الموقع www.cosob.org.dz.

2- شركة تسيير بورصة القيم (S.G.B.V):

Société de Gestion de la Bourse des Valeurs

شركة تسيير بورصة القيم هي شركة ذات أسهم، أسهمها مملوكة كلياً من طرف الوسطاء المعتمدين من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وعليه لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتماداً

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 10.

فعليا إلاّ بعد أن يكتتب في رأسمال هذه الشركة، وهذا حسب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة. أقر لهذه الشركة المهام الرئيسية التالية:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
- تنظيم عمليات مقاصة* المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.¹

هذه المهام تمارس تحت رقابة اللجنة مع الأخذ بعين الاعتبار المصلحة العامة الموكله إليها. وبهذا الشأن فإن اللجنة أعدت وصادقت على القانون الذي يحدد شروط الممارسة الموكله لشركة تسيير بورصة القيم الذي نشر وأرسل إلى وزارة المالية من أجل المصادقة عليه قبل نشره في الجريدة الرسمية.

وتأسست هذه الشركة بموجب الجمعية العامة التي تكونت وهيئت في 21 ماي 1997 في مقر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، برأسمال اجتماعي يقدر ب أربعة وعشرون مليون دينار جزائري (24.000.000 دج) من قبل المساهمين وهم الوسطاء في عمليات البورصة (IOB).

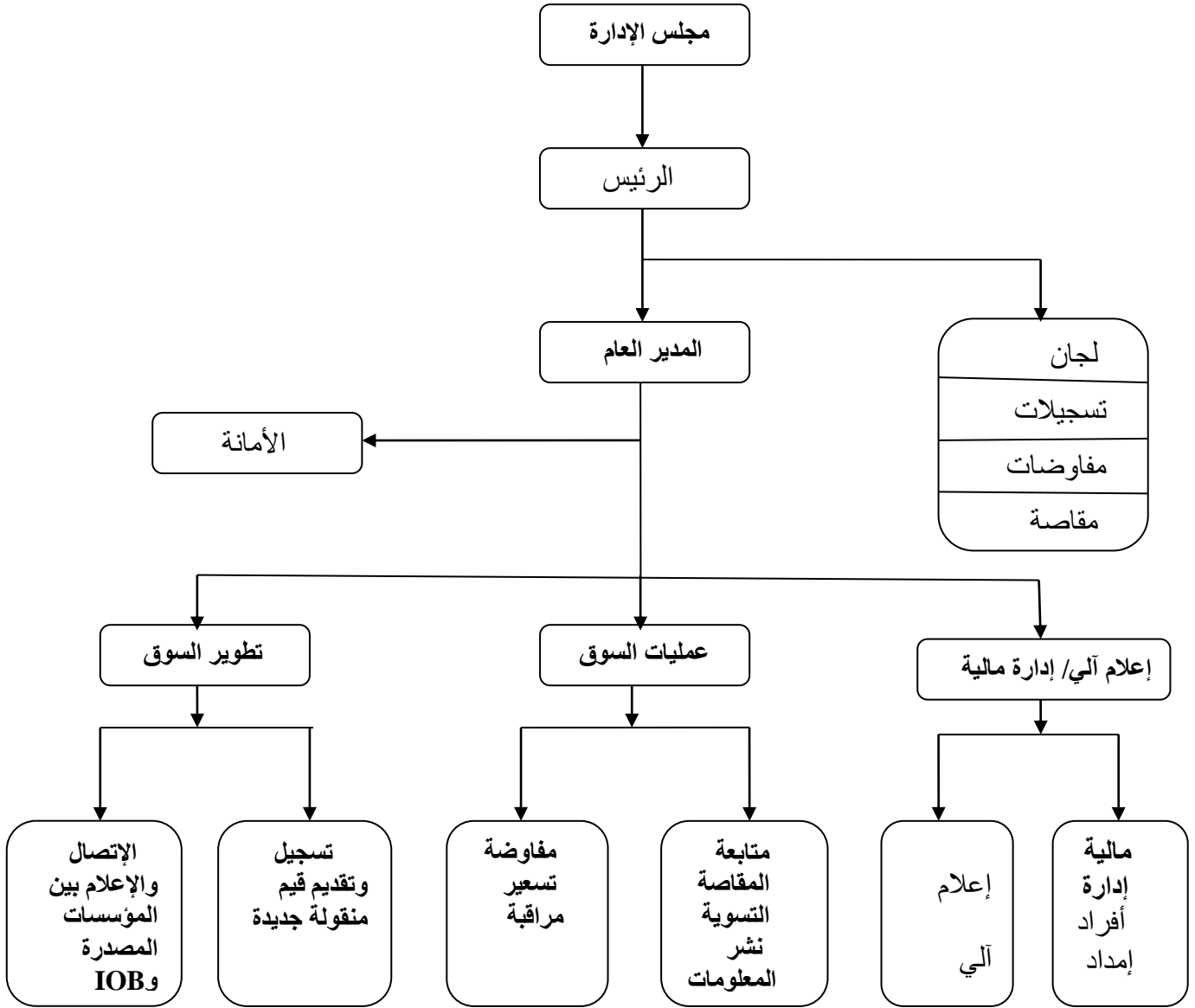
شركة تسيير بورصة القيم لها مجلس إدارة متكون من 12 هيئة مالية، تتمثل في البنوك التجارية التالية (BNA, BADR, BEA, BA, BDL, CNEP)، والبنوك المتخصصة (Union Bank) وكذا شركات التأمين (CAAT, CAAR, CNR, CNMA, SAA).²

* المقاصة **clearing** معالجة عمليات الدفع والتسليم وتحديد حجم الدائنية والمديونية بين المتعاملين، وبالتالي تحديد التزامات كل طرف تمهيدا للتسوية.

¹ Mabrouk Hocine, code monétaire et financier algérien (Banque d'Alger, COSOB, Bourse, Trésor, Assurances), première édition, édition Houma, 2003, p232.

² ملال محمد طارق، " تمويل التنمية الاقتصادية وأهمية جباية القيم المنقولة في البورصة مع دراسة حالة بورصة الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص 116 - 117.

الشكل رقم (04): تنظيم انطلاقة شركة تسيير بورصة القيم



المصدر: شرياق رفيق، "دور البنوك التجارية في تفعيل رأس المال - حالة الجزائر -"، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2004-2005، ص 90.

3- الوسطاء في عمليات البورصة: (I.O.B) :

Les Intermédiaires en Opérations de Bourse

يعرف الوسيط في عمليات البورصة بأنه كل شخص طبيعي أو معنوي له دراية وخبرة في شؤون البورصة، وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة لكل من البائع والمشتري.

وتنص المادة 06 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 1993/05/23 المعدل والمتمم بالقانون رقم 04/03 المؤرخ في 2003/02/17 المتعلق ببورصة القيم المنقولة على: "مهمة الوسيط في عمليات البورصة تمارس بعد اعتماد اللجنة من طرف أشخاص طبيعيين أو شركات مساهمة أنشأت خصيصا لهذا الغرض".

إلا أن القانون رقم 04/03 المؤرخ في 2003/02/17 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 1993/05/23، قد أدرج تعديلات فيما يخص الأشخاص المرخص لهم ممارسة الوساطة في البورصة، فأقضى هذا القانون الشخص الطبيعي من الوساطة في البورصة واكتفى بالترخيص للبنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية أيا كان نوعها أنشأت خصيصا لهذا الغرض لأن تكون وسيطا في البورصة.¹

يتدخل الوسيط في عمليات البورصة بشكلين: بصفة سمسار للأوراق المالية (وهو وسيط ذو النشاط المحدود) أو بصفة تاجر للأوراق المالية (وهو الوسيط ذو النشاط الدائم)، وهذا وفقا لما تنص عليه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB وفقا للمرسوم التشريعي رقم 03/96 المؤرخ في 1996/07/03.

3-1 الوسيط في عمليات البورصة ذو النشاط المحدود:

يمارس هذا الوسيط مهمة واحدة في البورصة وهي **التفاوض** في القيم المنقولة لحساب عملائه دون تقديم الخدمات الأخرى التالية:

- عمليات مخالفة حول القيم المنقولة للسند.
- الاستثمار في أوراق مالية لحساب أطراف أخرى.
- تسيير وتفويض المحافظ المالية وباقي العمليات المقررة من طرف COSOB.

3-2 الوسيط في عمليات البورصة ذو النشاط الدائم:

يتولى هذا النوع من الوسطاء إجراء كل العمليات على القيم المنقولة فيمارس الوسيط إضافة إلى مهمة مفاوضة القيم المنقولة القابلة للتداول بالبورصة الأنشطة التالية:

- شراء وبيع القيم المنقولة.
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير.
- تسيير حافظات القيم المنقولة لحساب الغير بموجب توكيل.

¹ هداغ غنية، "النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2002/2001، ص 12 - 13.

- عمليات الطرف المقابل على القيم المنقولة بصفة ثانوية أو أساسية.¹

يوجد على مستوى السوق الجزائرية في الوقت الحاضر ستة (06) وسطاء في عمليات البورصة، وهي بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك الجزائر الخارجي، البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، القرض الشعبي الجزائري، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، التي تم اعتمادها كوسيط في عمليات البورصة لممارسة نشاطها كاملا وتم الترخيص لها بممارسة النشاطات الآتية بصورة رئيسية:

- التداول لحساب الغير والتداول لحسابهم الخاص.
- ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة.

ويكون النشاط في البورصة على مستوى البنوك بصورة عامة مهيكلا في مديريات أو في دوائر تكون ملحقة بمديريات الخزينة التي تتوفر لديها الوسائل المادية والبشرية لممارسة هذا النشاط.

ولقد تميز نشاط الوسطاء في عمليات البورصة بتراجع خفيف من حيث تدخلاتهم في السوق الثانوية سنة 2010 وفي الواقع، فإن حجم العمليات التي تجري تبادلها بين الوسطاء على مستوى سوق البورصة قد سجل مبلغ 4.984 مليار دينار وذلك مع نهاية سنة 2010 في مقابل 5.982 مليار دينار خلال سنة 2009. إن هذه الوظيفة تتجسد بصورة رئيسية من خلال تسديد القرض السندي لشركة الخطوط الجوية الجزائرية، كما أن مصالح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تقوم بصورة منتظمة من أجل حماية مصالح المستثمرين بإجراء عمليات مراقبة لدى الوسطاء في عمليات البورصة. وفي مجال الوسائل والإجراءات الموضوعية، فإن الوسطاء في عمليات البورصة يعانون عموما من نقص فيما يلي:

- الاستقلالية في المجال المالي واتخاذ القرار المرتبط بالنشاط.
- البرمجيات المعلوماتية اللازمة لتسيير النشاط.
- إجراءات المراقبة الداخلية.²

4- المؤتمر المركزي على الأوراق المالية:

تم إنشاء هذه الهيئة بموجب القانون رقم 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003، وهو شركة ذات أسهم تعمل على تسمية تجارية "الجزائرية للتسوية*"، مكلف بمسك حسابات مصدري الأوراق المالية سواء تعلق الأمر بالدولة أو الجماعات المحلية، أو الشركات العمومية، أو شركات الأسهم، وتتمثل مهام المؤتمر المركزي على السندات في حفظ القيم المنقولة وفتح حسابات لمصدري تلك الأوراق، كما تتم متابعة حركة

¹ p TMansour Mansouri, la bourse des valeurs mobilières d'Alger (législation, jurisprudence commentaires), OP.CI 40.

² لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، مرجع سبق ذكره، ص 72.
* التسوية **settlement** فيقصد بها التحويل الفعلي للنقد من المشتري إلى البائع، وتسليم المثلث (أي توثيق نقل ملكية المثلث كالأوراق المالية) من البائع إلى المشتري.

الأوراق المالية بين حسابات المصدرين. ويتكون رأسمال المؤتمن المركزي على السندات والبالغ 65 مليون دينار من مساهمات خمسة مؤسسات مالية هي: البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، وثلاث مؤسسات تمثل الشركات التي تم إدراج أسهمها في البورصة وهي: مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ومؤسسة رياض سطيف، بالإضافة إلى الخزينة العمومية وبنك الجزائر. وما يمكن استخلاصه من الهيكل التشريعي والمؤسسي للسوق المالي الجزائري هو مدى هيمنة الدولة على تسيير وتنظيم لجنة تنظيم عمليات البورصة وعلى شركة تسيير البورصة وعلى نشاط السمسرة في البورصة، وهو ما يحد من طموح المستثمرين الخواص في مجال القيم المنقولة. كما أن الأوراق المالية المتداولة منذ بداية التعامل بها لم يتجاوز الثلاثة أوراق وسند واحد لشركة سونطراك، بالرغم من أن القانون أتاح التعامل بأكثر من ذلك. كما أن مهمة الإعلام التي يُفترض أن تقوم بها كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير البورصة تبقى محدودة للغاية.¹

5- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة:

هي هيئات تهدف إلى تكوين حافظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير. وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما يكن قليلا لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة. يتمثل المدخرون المعنيون في أولئك الذين لا يرغبون في استثمار ادخارهم مباشرة في السوق المالية، باختيار هذا السند أو ذلك، فيعهدون حينئذ بادخارهم إلى مسير محترف يقوم بتوظيف ذلك في السوق. ويمكن أن يستثمر الادخار الذي تجمعه هيئات التوظيف الجماعي في مختلف أنواع القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى (أسهم، سندات دين، سندات دين قابلة للتداول...) التي تصنف على أساسها هيئات التوظيف الجماعي.

- (ه.ت.ج.ق.م) ذات أسهم: 60% من الحافظة تتكون من أسهم.
- (ه.ت.ج.ق.م) ذات سندات دين: 60% من الحافظة تتكون من سندات دين وسندات أخرى شبيهة بها.
- (ه.ت.ج.ق.م) "النقدية": 60% من الحافظة تتكون من أدوات السوق النقدية.
- (ه.ت.ج.ق.م) "المتنوعة": لا تحدد أي نسبة من السندات المحمولة في الحافظة، فهي تستند إلى مبدأ التسيير النشط للحافظة وفق الفرص التي تتيحها السوق.

يتم التمييز بين عائلتين قانونيتين كبيرتين من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وهما:

¹ سامي مبارك، "فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2004/2003، ص 114 - 115.

1-5- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير:

وهي شركة أسهم ذات رأس مال متغير، تصدر أسهمها تماشياً مع طلبات الاكتتاب. ويصبح كل مستثمر يشتري أسهمها مساهماً وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعية العامة، وله حق التصويت والحق في الإعلام، والحق أن تدفع له حصة من الأرباح...

2-5- الصندوق المشترك للتوظيف:

وهو ملكية مشتركة للقيم المنقولة، لا يتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، ويصدر حصصاً. وليس لحامل الحصص أي حق من الحقوق المخولة للمساهم. ويتولى تسيير الصندوق المشترك للاستثمار شركة تسيير تتصرف باسم حملة الحصص وفي صالحهم دون سواهم.

مزايا التوظيف في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة هي:

- إمكانية الشراء والبيع في أي وقت.
- الحصول من خلال الحافظة المستثمرة، على أنواع شتى من السندات.
- تسيير يقوم به المحترفون.
- قواعد استثمار واضحة تقلل من المخاطر.
- إطار قانوني وتنظيمي مأمون فيما يخص المكتتبين، وذلك بفضل آلية المراقبة الموضوعية.¹

المطلب الرابع: شروط القبول والإدراج في بورصة الجزائر

إن هدف أي مؤسسة هو تحديد إستراتيجية نمو في المدى المتوسط والطويل والبحث عن مستوى أفضل لرأس مالها، وكذلك اكتساب الشهرة والحصة السوقية واستمراريتها، فتلجأ إلى وضع أسهمها للتداول في البورصة حتى وإن كانت المؤسسة تسيير على ما يرام، لذا فإنه حتى تكون قيم مؤسسة ما مسعرة في البورصة يجب أن تكون هذه القيم المنقولة موضوع قرار قبول من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وأن تتبع إجراء الدخول بهدف التسجيل في السوق الرسمية.

1- شروط القبول في بورصة الجزائر:

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

1-1 الشروط الخاصة بالشركة طالبة القبول:

- أن لا يقل رأسمالها عن مائة مليون (100.000.000) دج.

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة"، التقرير السنوي 2004، ص 02.

- نشر على الأقل 20% من رأسمالها إلى الجمهور.
- تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- نشر الوضعية المالية لسنتين سابقتين وللسنة الجارية.
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لكسب القبول.
- إعلام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حالة التوقف أو التخلي عن بعض الأصول قبل الدخول إلى البورصة.
- تقديم تقرير لتقييم أصولها معد من طرف خبير محاسبي مستقل عن الشركة.
- تبرير وجود هيئة للمراقبة الداخلية للشركة.
- أن تتولى الشركة عملية تحويل الأوراق المالية.

2-1 الشروط الخاصة بالقيم موضوع القبول:

- أن تكون القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.
- يجب تحرير كل سهم.¹
- لا يمكن قبول القيم التي تمس رأس المال في سوق السندات، إلا إذا كانت أوراق رأس المال المتعلقة بها هي ذاتها مقبولة في البورصة.
- يجب أن يتم توزيع الأسهم المعروضة على الجمهور لا يقل عن 300 مساهم.
- يجب أن تكون أوراق الاقتراض موضوع طلب القبول موزعة على الأقل على 100 مكتب أو حامل
- لا تخضع أوراق القرض الصادرة عن الدولة لشرط حد أدنى مسجل، ولا بالنسبة لقيمة الإصدار ولا فيما يخص عدد المكتتبين.²

2- كيفية الإدراج في البورصة:

تمر عملية إدراج المؤسسة في البورصة بعدة مراحل وخطوات:

1-2 اتخاذ القرار:

باقتراح من مجلس الإدارة يصادق على القرار الذي يسمح بالإدراج في البورصة من طرف الجمعية الطارئة للمساهمين، ويعتبر هذا القرار فرصة لتقرير مبدأ مراجعة الأوضاع وتجزئة الأسهم لكي تصبح قيمتها الاسمية في متناول الجميع.

2-2 اختيار الوسيط المرافق:

يجب على المؤسسة القيام بتعيين وسيط في عمليات البورصة يتولى متابعة إجراءات القبول أو الإدراج، ويقوم بإرشاد ومرافقة ومساعدة المؤسسة خلال كل مرحلة من مراحل العملية.

¹ شرياق رفيق، " دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال – حالة الجزائر -"، مرجع سبق ذكره، ص 98.

² SGBV: la bourse des valeurs, support documentaire, 1998, p 03.

3-2 التقييم الاقتصادي للمؤسسة:

يتم التقييم من طرف خبير محاسب معتمد أو مكتب دراسات معترف به من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ويتم على أساس هذا التقييم تحديد سعر الإصدار.

4-2 المطابقة مع متطلبات السوق:

وذلك من خلال المراجعة المحاسبية، إعداد الحسابات المدعمة وتسوية ما يمكن من النزاعات.

5-2 انجاز المذكرة الإعلامية والمنشورة الدعائية:

المذكرة الإعلامية عبارة عن وثيقة تحتوي على كافة المعلومات التقديرية الهامة التي تساعد المستثمر في الحكم على المؤسسة، ويودع مشروع المذكرة الإعلانية لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بغرض الحصول على تأشيرة القبول، وتحتوي المذكرة أساسا على معلومات خاصة بالعملية وأخرى خاصة بالمؤسسة. أما المنشورات الدعائية فهي وثيقة تلخص المعلومات الأساسية المحتواة في المذكرة الإعلامية وتوجه لعامة الجمهور.

6-2 تقديم طلب القبول مرفق بملف:

يتكون هذا الملف من جملة وثائق قانونية واقتصادية ومالية ووثائق متعلقة برأس المال، ووثائق خاصة بأوضاع المراجعة، مشروع المذكرة الإعلامية، الحواصل وجداول النتائج، إضافة إلى تقدير التقييم الاقتصادي للمؤسسة، وعند إتمام الملف يودع لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بغرض الحصول على تأشيرة القبول، وبعد الفحص والدراسة تبلغ اللجنة قرارها خلال مدة لا تتجاوز شهرين من تاريخ إيداع الطلب.

7-2 إبرام العقود والاتفاقات:

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

- العقد بين المؤسسة والوسيط.
- الاتفاقيات بين البنوك والوسطاء.
- عقد السيولة.

8-2 طبع ونشر مطبوعات أوامر الشراء والتحضير لطبع شهادات الأسهم:

تطبع وتنشر مطبوعات الشراء بكميات تكفي المساهمين الجدد، وكذا عمليات السوق الثانوية، كما يجب على المؤسسة أن تحضر الوسائل المادية والبشرية اللازمة لاستمارة الشهادات بأسماء المساهمين الجدد وفي أحسن الظروف الممكنة.

9-2 انطلاق الحملة الإعلامية:

ويتم ذلك من خلال تحديد إستراتيجية الإعلان (ملصقات، الإشهار بالوسائل الإعلامية السمعية والبصرية والمكتوبة)، إرسال قافلة حول عدة نقاط من الوطن، الالتقاء بالمستثمرين، التعريف بالمؤسسة من كل الجوانب، الإجابة عن أسئلة المستثمرين.

10-2 طبع شهادات الأسهم:

ويتم ذلك عند نهاية العملية وتبليغ النتائج من طرف بورصة الجزائر.¹

المبحث الثاني: الشركات المصدرة للأوراق المالية ببورصة الجزائر

تحتاج المؤسسات إلى البورصة للحصول على التمويل اللازم لاحتياجاتها، كما أن العملية عكسية فوجود عدد كبير من المؤسسات المدرجة في البورصة من يزيد من فعاليتها.

المطلب الأول: مجمع رياض سطيف

نشأت المؤسسة في 01 جانفي 1983 على إثر إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية لصناعة الدقيق والطحن و صناعة العجائن الغذائية والكسكس (SN.SEMPAC) مؤسسة الرياض -سطيف- تحولت إلى شركة أسهم في 02 أفريل 1990 باسم مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب و مشتقاتها بسطيف (ERIOD) لمدة 99 سنة وذلك برأسمال اجتماعي قدره 100.000.000 دج مكون من 1000 سهم قيمة السهم الواحد 100000 دج ، هذه الأسهم مقسمة كالتالي:

- صندوق المساهمة للصناعات الزراعية الغذائية: يمتلك 350 سهم.
- صندوق المساهمة "صناعات مختلفة": يمتلك 250 سهم.
- صندوق المساهمة "مناجم هيدروكربورية مائية": يمتلك 200 سهم.
- صندوق المساهمة "خدمات": يمتلك 200 سهم.²

قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة بتاريخ 25 أفريل 1998 إدخال الشركة العمومية الاقتصادية Eriad-Sétif بسوق الأوراق المالية بالجزائر لوضعيتها المالية الإيجابية ، و في 29 أفريل 1998 حددت الجمعية العامة غير العادية لمؤسسة رياض سطيف الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار. برفع رأس مالها من 4.000.000 دج إلى 5.000.000.000 دج، أي بنسبة 25 % . و ذلك بإصدار 1.000.000 سهم بقيمة اسمية 1000 دج. و قد تم تحديد سعر إصدار 2300 دج.

¹ شرياق رفيق، "دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال - حالة الجزائر -"، مرجع سبق ذكره، ص 99 - 100.
² دالي علي لمياء، "مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 22/21 نوفمبر 2004، ص 08.

خلال فترة الاكتتاب التي امتدت من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998. و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:¹

الجدول رقم (03) : نتائج اللجوء العلني للادخار لأسهم رياض سطيف

الفئات	عدد المكتتبين	عدد الأسهم
الأشخاص المعنويون والخواص	68	63 082
الأشخاص الطبيعيون	5106	395 844
المؤسسات المالية	06	541 074
المجموع	5180	1 000 000

Source : Synthèse de l'opération appel public à l'épargne, Eriad-Sétif, 1999, p07.

يمكن الإشارة بأن مؤسسة رياض سطيف قد انسحبت من بورصة الجزائر. كما أن سهم رياض سطيف كان موضوع طلب علني على إعادة شرائه في سنة 2006، وقد تحقق ذلك.²

المطلب الثاني: فندق الأوراسي

مؤسسة الأوراسي مؤسسة هي مؤسسة متخصصة في مجال الخدمات الفندقية والسياحية، مصنفة 05 نجوم، افتتحت يوم 02 ماي 1975، ووضعت تحت تصرف وزارة السياحة والثقافة. وبمقتضى المرسوم رقم 95/25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة ، تم تحويل ملكية الفندق إلى الشركة القابضة للخدمات، و تنفيذًا لبرنامج الخصخصة و بهدف تنشيط بورصة الجزائر ، تم اتخاذ قرار إدخال المؤسسة إلى البورصة في 24 ماي 1999 بعد مطابقة شروط لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وذلك بجزء من رأسمال الفندق إلى البورصة بنسبة 20% ، من رأسماله الاجتماعي أي ما يقدر بحوالي 1.200.000 سهم وذلك انطلاقًا من 15 جوان 1999 إلى غاية 18 جويلية 1999 ، و قدر السعر الوحدوي للسهم بقيمة 400 دج، و تمت العملية بمساعدة الوسطاء الماليين على رأسهم شركة الراشد المالي.³ و قد أسفرت عملية الإصدار عن النتائج التالية:

¹ زيدان محمد، نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21/22 نوفمبر 2006، ص 09.

² لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، " التقرير السنوي 2009"، الصادر في فيفري 2010، ص 29.

³ Marché primaire, Analyse de l'OPV EGH .EL AURASSI, SGBV, 1997, P 05.

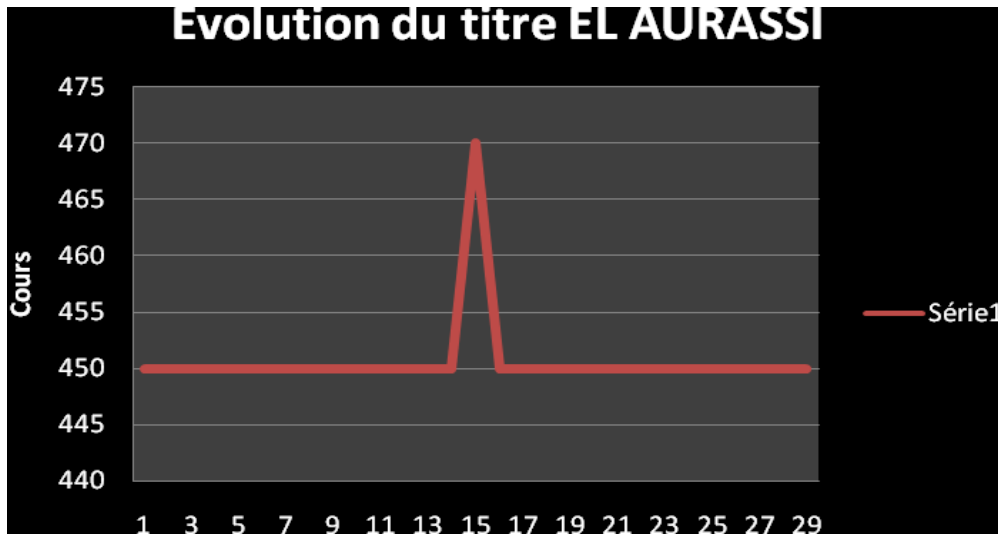
الجدول رقم (04): نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي

النسبة %	العرض العمومي	الفئات
15	180000	بنوك، شركات التأمين والوسطاء
20	240000	شركات معنوية وتجار
05	60000	أجراء فندق الأوراسي
60	720000	أشخاص طبيعيين
100	1200000	المجموع

Source : Marché primaire, Analyse de l'OPV EGH .EL AURASSI, SGBV, 1997, P05

سجل سعر سند الأوراسي، فيما يخص السنة المالية 2010، استقرار شبه مطلق.

الشكل رقم (05): تطور سعر سند الأوراسي



المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 39.

المطلب الثالث: القرض السندي لسونطراك

نشأت هذه المؤسسة وفقا للمرسوم التشريعي رقم 491/63، بتاريخ 31 ديسمبر 1963، ليعلن عن قيام الشركة الوطنية لنقل وتسويق المحروقات (سونطراك)، وقد حدد رأس المال الأولي لسونطراك ب 40 مليون دينار، مقسمة إلى 400 سهم، قيمة السهم الواحد منها 100000 دج. ينحصر حق تملك هذه الأسهم بالدولة والمؤسسات العمومية. ويخول المرسوم التأسيسي للشركة حق تعديل رأسمالها عن طريق إصدار الالتزامات أو السندات، أو بأي وسيلة أخرى.¹ منحت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التأشير رقم 001/97 بتاريخ 18 نوفمبر 1997 بموجب المذكرة الإعلامية المسلمة من طرف شركة سونطراك،

¹ حسين يرقى، "إستراتيجية تنمية الموارد البشرية في المؤسسة الاقتصادية - حالة سونطراك -" أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص تسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص 248.

والمعلقة بقرض سندي بمبلغ خمسة ملايين دينار بسعر فائدة مقداره 13% مدته خمس سنوات.¹ وكانت أهم خصائص هذا القرض أنه تميز بالأمان والمردودية، الأمر الذي تطلب تعديل المذكرة الإعلامية أعلاه لتشتمل بذلك على الخصائص التالية :

- مبلغ القرض النهائي قدر بحوالي 12,126 مليار دينار .
- علاوة الإصدار تقدر بنسبة 2,5% من القيمة الاسمية .
- مدة القرض 5 سنوات انطلاقا من 4 جانفي 1998 .

و تم طرح ثلاث فئات من السندات بقيم اسمية مختلفة تمثلت في : 10.000، 50.000، 100.000 دج و ذلك بغية استقطاب أكبر قدر ممكن من المستثمرين، و توفير أكبر قدر من السيولة للسندات محل الإصدار، و تمت بذلك أول تسعيرة بتاريخ 18 أكتوبر 1999 ، أما تاريخ الاستحقاق فقد كان يوم 03 جانفي 2003.²

المطلب الرابع: مؤسسات أخرى

هناك أيضا مؤسسات مدرجة في بورصة الجزائر، يمكن إيضاحها فيما يلي:

1- الخطوط الجوية الجزائرية:

وهي شركة الطيران الوطنية في الجزائر، أنشئت عام 1947 م تحت اسم "CGT" الشركة العامة للنقل، مع شبكة موجهة أساسا نحو فرنسا، وهي شركة مساهمة رأسمالها يقدر ب 43 مليار دينار جزائري، تحمل تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02/04 في 27 أكتوبر 2004. وفي 01 ديسمبر 2004 أطلق أول إصدار للسندات بقيمة 14.18 مليار دينار على مدى 06 سنوات بسعر فائدة 3.75% للسنتين الأوليتين، 4.5% في السنتين الثالثة والرابعة، و6% في السنتين الخامسة والسادسة. وتم الدخول إلى السوق المالي الجزائري في 12 فيفري 2007.³

ارتفع الحجم الإجمالي المتبادل لسند الخطوط الجوية الجزائرية، فيما يخص السنة المالية 2010، إلى 58.915.910 دج، أي بانخفاض قدره 75.169.710 دج، وتوزع القيمة الإجمالية فيما يخص السنة المالية 2010 شهريا. لقد تم تداول سند AA10 بين 100.50% (أدنى سعر للتداول) و102.70% (أعلى سعر للتداول)، ويبين الرسم البياني أدناه تطور سعر هذا السند:⁴

¹ محمد براق ، "بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية"، الجزء 2، أطروحة دكتوراه ، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر ، 1999-2000، ص 399 .

² زيدان محمد، نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 22/21 نوفمبر 2006، ص 09.

³ بورصة الجزائر، " دليل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة"، تاريخ النشر 2012/03/15، متاح على الموقع www.sgbv.dz.

⁴ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، مرجع سبق ذكره، ص 47.

الشكل رقم (06): تطور سعر سند الخطوط الجوية الجزائرية



المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 47.

2- شركة سونلغاز:

لقد تم إنشاء شركة سونلغاز وفقا للأمر رقم 69/59، المؤرخ في 28 جويلية 1969 (الصادر في الجريدة الرسمية رقم 63 بتاريخ 01 أوت 1969) المتضمن حل شركة "كهرباء وغاز الجزائر EGA وإنشاء الشركة الجديدة الممثلة في الشركة الوطنية للكهرباء والغاز. لكي تستطيع سونلغاز المساهمة في بناء هيكل اقتصادية وطنية، حدد لها الأمر سالف ذكره مجال تدخل واسع جدا، ومنح لها على الخصوص احتكارا كلياً لإنتاج الكهرباء والغاز.¹

تتعلق تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها قرضا سنديا واحد يتكون من حصتين (02)، تتضمن الحصة الأولى 10 ملايين دج لمدة تسع (09) سنوات مع قسيمة نسبتها 3.75%، وأما الحصة الثانية تتضمن 10 ملايين دج، ويمكن أن ترتفع إلى 15 مليار دج لمدة إحدى عشرة (11) سنة مع قسيمة نسبتها 4%.²

1-2 سندات استحقاق سونلغاز أجل الاستحقاق 2011:

تتمثل خصائص سندات سونلغاز ذات أجل الاستحقاق 2011 فيما يلي:

- المدة: 06 سنوات.
- مبلغ الإصدار: 15,9 مليار دج.
- نسبة الفائدة التدريجية: 3,50%، 3,57%، 4,00%، 4,25%، 5,00%، 7,00%.
- تاريخ الإصدار: 25 ماي 2005. - تاريخ الاستحقاق: 25 ماي 2011.
- دورية القسيمة: سنوية.
- تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02/05 المؤرخ في 29 ماي 2005.

¹ شركة سونلغاز، تاريخ النشر 2012/03/21، متاح على الموقع www.sonelgaz.dz.

² لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2009"، مرجع سبق ذكره، ص 33.

- أما الدخول الرسمي إلى بورصة الجزائر: يوم 29 ماي 2006.

لقد شهد سند استحقاق مؤسسة سونلغاز الذي يحل أجله في 2011، ارتفاعا ملحوظا مقارنة بالسنة المالية 2009 من حيث حجم التداول، بلغ 7.751 سند مع 15.561 سند للسنة المالية 2010، في مقابل 7.810 سند في سنة 2009. شهدت سونلغاز خلال السنة المالية 2010، خمس (05) مبادلات على الصفقات بالجملة بلغت 60.647.000 دج أي 38.75% من المبلغ الإجمالي للمبادلات في سنة 2010. كما تراوحت أسعار سند سونلغاز لنفس السنة بين نسبة 100% و 101.1%¹.

الشكل رقم (07): تطور سعر سند سونلغاز أجل استحقاق 2011



المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 55.

2-2 سندات استحقاق سونلغاز أجل الاستحقاق 2014:

تتمثل خصائص سندات سونلغاز ذات أجل الاستحقاق 2014 فيما يلي:

- المدة: 06 سنوات.

- مبلغ الإصدار: 30 مليار دج.

- نسبة الفائدة التدريجية: 3,57%، 4,00%، 4,50%، 5,00%، 5,50%، 6,50%.

- تاريخ الإصدار: 01 جوان 2008.

- تاريخ الاستحقاق: 01 جوان 2014.

- دورية القسيمة: سنوية.

- تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02/08 المؤرخ في 12 ماي 2008. أما الدخول

الرسمي إلى بورصة الجزائر: يوم 12 ماي 2008.

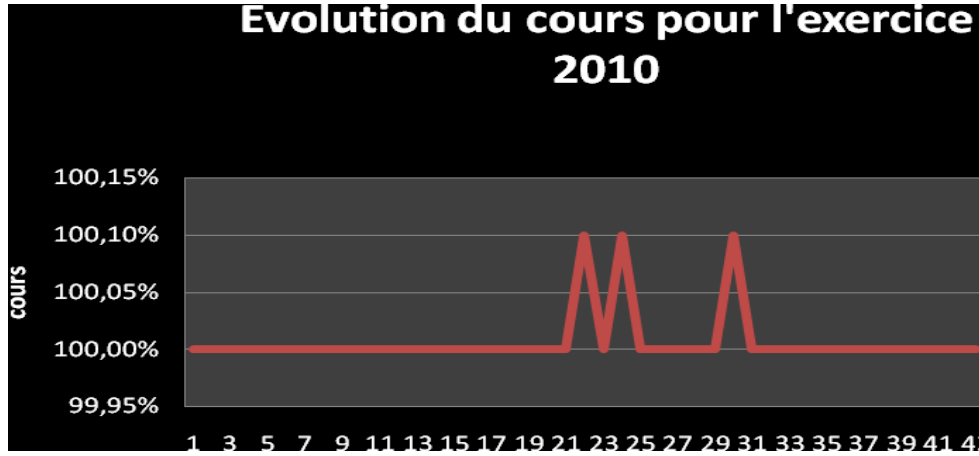
بلغ الحجم الإجمالي المتبادل خلال السنة المالية 2010 حدود 49.483 أي بارتفاع قدره 6.929 سند

مقارنة بالسنة المالية 2009. وبلغت القيمة الإجمالية للمبادلات لسنة 2010، مبلغا قدره 210.104.500 دج،

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، مرجع سبق ذكره، ص 55.

أي بنسبة 84.88% من القيمة الإجمالية المتبادلة. وقد تم تداول سعر سند استحقاق سونلغاز الذي يحل أجله سنة 2014 بين نسبة 100% و 100.10%¹.

الشكل رقم (08): تطور سعر سند سونلغاز أجل استحقاق 2014



المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 59.

3- مؤسسة اتصالات الجزائر:

نص القرار 03/00 المؤرخ في 05 أوت 2000 عن استقلالية قطاع البريد والمواصلات حيث تم بموجب هذا القرار إنشاء مؤسسة بريد الجزائر والتي تكفلت بتسيير قطاع البريد، وكذلك مؤسسة اتصالات الجزائر التي حملت على عاتقها مسؤولية تطوير شبكة الاتصالات في الجزائر، إذ وبعد هذا القرار أصبحت اتصالات الجزائر مستقلة في تسييرها عن وزارة البريد، لتصبح اتصالات الجزائر مؤسسة عمومية اقتصادية ذات أسهم برأس مال اجتماعي قدره 100.000.000 دينار جزائري تنشط في مجال الاتصالات. وبعد أزيد من عامين وبعد دراسات قام بها وزارة البريد وتكنولوجيات الإعلام والاتصال تبعت القرار 03/00، أضحت اتصالات الجزائر حقيقة جسدت في 2003. مكونة من ثلاث فروع وهي: موبيليس، شبكة الإنترنت جواب والاتصالات الفضائية.² وفي 17 أكتوبر 2006 أطلقت الشركة أول إصدار للسندات بقيمة 21.5 مليار دج لمدة خمس سنوات بمعدل فائدة سنوي تدريجي، يقدر في السنتين الأوليتين ب 4%، السنة الثالثة والرابعة 4.5% وفي السنة الأخيرة ب 7.9%. وتم إدخال شركة اتصالات الجزائر في السوق المالي الجزائري يوم 22 نوفمبر 2006.

1-3 سند اتصالات الجزائر أجل الاستحقاق 2011:

تشمل خصائص هذا السند ما يلي:

- المدة: 05 سنوات.

- مبلغ الإصدار: 21.598.560.000,00 دج.

- نسبة الفائدة التدريجية: 4,00%، 4,00%، 4,50%، 4,50%، 7,90%.

¹ المرجع السابق، ص 59.

² نبذة عن مجمع اتصالات الجزائر، تاريخ النشر 2012/03/24، متاح على الموقع www.algerietelecom.dz.

- تاريخ الإصدار: 17 أكتوبر 2006. - تاريخ الاستحقاق: 17 أكتوبر 2011.

- دورية القسيمة: سنوية.

تأشير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 05/06 المؤرخ في 03 سبتمبر 2006.

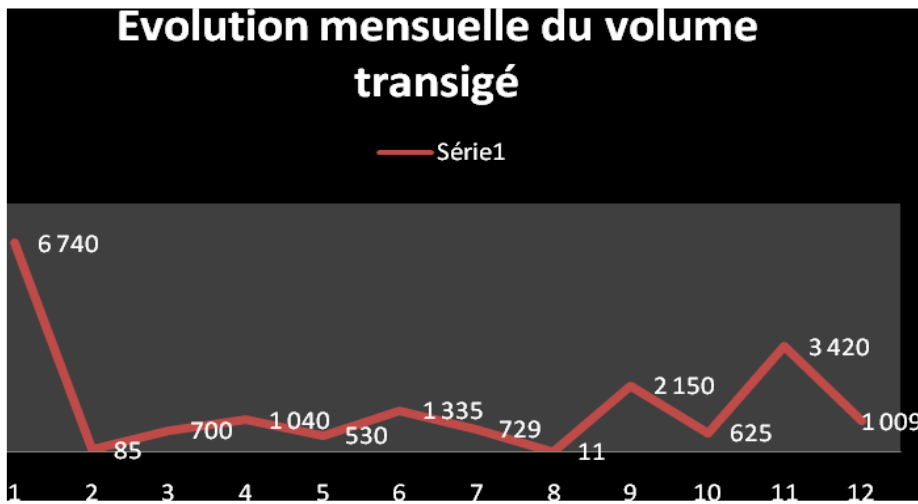
- أما الدخول الرسمي إلى بورصة الجزائر: يوم 12 نوفمبر 2006.

بلغت القيمة الإجمالية المتبادلة خلال السنة المالية 2010، حدود 183.940.170 دج في مقابل

454.795.910 دج خلال السنة المالية 2009، أي بانخفاض قدره 270.855.740 دج. أما تبادل سعر سند

اتصالات الجزائر خلال السنة المالية 2010 فيما بين 100% و 100,50%¹.

الشكل رقم (09): التطور الشهري للحجم المتبادل لسند اتصالات الجزائر



المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 51.

4- مؤسسة دحلي:

(DAEWOO ALGERIE HOTELLERIE LOISIRS ET IMMOBILIERS) اختصارا بكلمة DAHLI،

وهي شركة ذات أسهم تم إنشائها في 09 أكتوبر 1996، بعد التعديل القانوني للشركة الاقتصادية المختلطة

SAHLI، هذه الأخيرة أسست في 24 ماي 1988. يقدر الرأس مال الاجتماعي لمؤسسة SPA DAHLI

ب 20.882.040.000 دج. في 10 أبريل 2008 عقدت الجمعية العامة اجتماعا خاصا لإطلاق أول قرض

سندي خاص بمؤسسة دحلي للفئة واسعة من الجمهور قدر ب 20 مليار دج (20.000.000.000 دج) لتمويل

مشاريعها التنموية. كما قرر مجلس الإدارة في 05 نوفمبر 2008 أن يخفض من مبلغ القرض السندي المقدر

ب 20 مليار دج إلى 8.300.000.000 دج وسيطلق للجمهور العريض وذلك لتمويل جزء من المشاريع

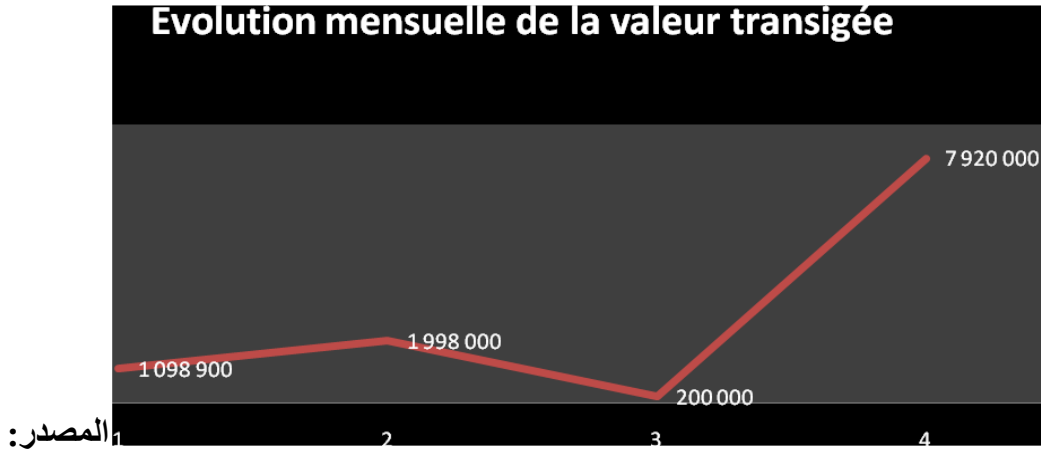
المختلفة: "الجزائر مدينة"، "فندق الإقامة"، ميناء "مارينا باي" ومنتزه المياه "بابا عروج".

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، مرجع سبق ذكره، ص 49 - 52.

خصائص هذه السندات هي:

- سندات لحاملها غير مادية. تسجل هذه السندات في حساب مع محتويات حافظي السندات المخول لهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
 - تصدر هذه السندات بسعر ثابت 100% من القيمة الاسمية للسند الواحد، و هو 10.000 دج.
 - تاريخ الإصدار 11 جانفي 2009 وتاريخ الاستحقاق هو 11 جانفي 2016، وذلك بمعدلات فائدة تختلف من سنة إلى أخرى، السنة الأولى 4.00%، السنة الثانية 4.25%، السنة الثالثة 75.4%، السنة الرابعة 5.25%، السنة الخامسة 5.75%، السنة السادسة 6.25% و 6.75% للسنة السابعة.
 - الرصيد 2.360.140.000,00 دج من ضمن 8.3 مليار دج مستهدفة من البداية¹.
- لقد شهد سند دخلي ارتفاعا في القيمة المتبادلة، في حدود 8.216.900 دج سند، مقارنة بالسنة المالية الماضية.

الشكل رقم (10): التطور الشهري للحجم المتبادل لسند دخلي



لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 49.

5- شركة أليانس للتأمينات:

أليانس للتأمينات هي شركة تختص في تأمين جميع الفروع، وهي مملوكة للقطاع الخاص. تحظى الشركة بثقة أكثر من 300 ألف مؤمن. في أواخر عام 2009، كان رأس المال الاجتماعي للشركة يبلغ 800 مليون دينار. افتتحت الشركة رأسمالها للجمهور من أجل رفعه إلى 2,2 مليار دينار في نوفمبر 2010. أليانس للتأمينات متواجدة في جميع مناطق الجزائر. إن التطور الذي عرفته شبكتها التجارية سمحت مع نهاية سنة 2009، سمحت لنا بافتتاح 116 مركز إنتاج، مهيكلة تحت مظلة ثمانية وكالات رئيسية، و 35 وكالة مباشرة، و 46 وكلاء، و 27 ملحقة، موزعة على 35 ولاية.

¹ SPA DAHLI, « NOTICE D'INFORMATION POUR EMISSION OBLIGATAIRE GRAND PUBLIC », 13 décembre 2008, p 04-07.

أليانس للتأمينات، شركة ذات أسهم، تأسست في جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 07/95 المؤرخة في 25 جانفي 1995، والصادرة عن وزارة المالية، والمتعلقة بفتح سوق التأمينات. بعد الحصول على موافقة الجهات المختصة (رقم 122/05)، انطلق نشاط الشركة سنة 2006، بواسطة القيام بجميع عمليات التأمين وإعادة التأمين. في 03 أكتوبر 2010، تطلق أليانس للتأمينات عملية اكتتاب عام تمهيدا لإدراج حصة من أسهما في بورصة الجزائر، وبدأت فترة الاكتتاب من الثاني نوفمبر 2010، لتدوم شهرا كاملا. تأتي هذه العملية بعد منح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الضوء الأخضر من خلال موافقتها يوم الثامن أوت 2010 تحت رقم 2010/02. وقد حدد سعر الاكتتاب بـ 830 دينار للسهم الواحد. هذه الزيادة في رأس المال هي جزء من الخطة الإستراتيجية المعتمدة من طرف الشركة التي سبق لها وأن قامت، في عام 2009، بعملية مماثلة تمثلت في زيادة رأسمالها ليصل إلى 800 مليون دينار بموجب المرسوم التنفيذي رقم 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009، المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي رقم 95-244 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995.

لقد اختارت أليانس تأمينات، طريق الاكتتاب العام على طرق وأساليب أخرى (مثل تحرير الرأس المال من طرف المساهمين التاريخيين، أو إشراك صناديق استثمار، أو الانفتاح على مستثمرين أجانب ووطنيين...) من أجل إشراك الجمهور في عملية التطوير والتنمية المستدامة للشركة. ولأنها وفية لقيمها في مجال الابتكار والمواطنة، تعزز أليانس للتأمين أيضا المساهمة في إنعاش سوق بورصة الجزائر وتقاسم ثمار التنمية مع أكبر عدد من الجزائريين. إن هذه الزيادة في رأس المال ستسمح للشركة، إلى جانب تطوير التأمين على الخسائر وتفرير التأمين على الأشخاص، بتنفيذ مشروعين لفروع جديدة للشركة:

- في مجال الترقية العقارية، وإدارة الأصول العقارية.
- فرع خاص بشركة الاستثمارات الخاصة والتي من شأنها أن تشتري حصصا محدودة في المؤسسات والشركات الجزائرية التي تتوفر على إمكانات تنموية قوية.¹

¹ أليانس للتأمينات، "أليانس للتأمينات تطلق عملية رفع رأسمالها بالجوء إلى الاكتتاب العام ودخول البورصة"، مقالة منشورة بتاريخ 2010/01/17، متاحة على الموقع www.allianceassurances.com.

الجدول رقم (05): تمويل الفروع عن طريق شركة التأمين "أليانس"

التعيين	المبلغ (دج)	%	الملاحظات/الاحتمالات
فرع التأمين على الحياة	510.000.000	36,2%	مشاركة شركة التأمين "اليانس" 51% 1مليار دج أي 510 مليون دج.
فرع الترقية العقارية	450.000.000	31,9%	مشاركة شركة التأمين "اليانس" 90% 500 مليون دج أي 450 مليون دج
فرع الرأسمال الاستثماري	450.000.000	31,9%	مشاركة شركة التأمين "اليانس" 90% 500 مليون دج أي 450 مليون دج
المجموع	1.410.000.000	100%	/

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 29.

المبحث الثالث: أداء بورصة الجزائر

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسسية وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو المساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية. إلا أنه و من خلال المؤشرات السابقة نجد أن هناك معوقات حالت دون تحقيق الفعالية المرجوة منها.

المطلب الأول: مقومات بورصة الجزائر وعوامل رفع كفاءتها

إن هذه الدراسة ستولي عناية متميزة لعوامل تبدو أكثر أهمية لإقامة سوق مالي مستمر و دائم، ومن هذه العوامل ما يلي:

1- إصلاح قوانين الشركات:

إن التأكيد على شركات المساهمة كأحد الشروط الضرورية لضمان فعالية البورصة، يعني فتح الرأسمال للخواص على مختلف مواقعهم في الهرم الاجتماعي للمساهمة في تكوين رأسمال الشركة بواسطة امتلاكهم لأسهم الشركة. وهنا يحق لمالكي الأسهم حضور الجمعية العامة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة ومراقبة سلوكات المسيرين. إن إنشاء شركات مساهمة أو تحويل شركات القطاع العام في مجالات الإنتاج الصناعي والبناء والخدمات المالية والنقل و الاتصال ستضفي الكثير من الجدية في الأداء وزيادة المنافسة وإرساء ثقافة الادخار والاستثمار في قطاعات الإنتاج بدلا من الاستثمار في العقارات والأنشطة الطفيلية. وهكذا يجذب الجمهور إلى الاستثمار مما يمهد لإنشاء بورصة تتصف بخاصية الديمومة.

2- عصنة الجهاز المصرفي:

إذا كانت للبنوك التجارية دورها التقليدي في استلام الودائع والمساهمة في تنمية المدخرات والاستثمارات، فإن النظام القانوني للجهاز المصرفي أهمل كلية دور وأهمية بنوك الاستثمار الذي يعتبر وجودها ضروريا لكونه يتولى ممارسة العديد من الأنشطة التي لا تندرج ضمن مهام البنوك. إنها بنوك

متخصصة في إصدار الأوراق المالية وتقديم الاستشارات والاقتراحات حول مختلف وسائل التمويل وإعادة التمويل بعبارة أخرى أنها تساعد شركات الأعمال فيما إذا كانت من المهم إصدار أوراق مالية معينة أم لا، وتحليل الاحتياجات المالية لمثل هذه الشركات.¹

3- تطهير المؤسسات العمومية:

من المفيد للمؤسسات العمومية قبل دخولها البورصة إتمام عملية تطهيرها على المستوى التنظيمي والتسييري قبل خصصتها، ويستحسن عند تحرير أسهمها التوجه للمستثمرين التأسيسيين لمالهم من قدرات تمويلية، ومع ذلك فإنه يتعين تطبيق سياسة إدماج للمحيط، وذلك بإشراك عمال المؤسسة في رأسمالها، وبعد ذلك يمكن اللجوء إلى الجمهور العريض بغية صرف أسهم المؤسسة في أوساطهم، وفي حالة عدم قدرتهم وكفايتهم فإنه يمكن التوجه للشراكة الأجنبية مع ضبط سلوكيات هؤلاء المستثمرين بنصوص تشريعية وتنظيمية واضحة.²

4- تنشيط السوق المالية خاصة ما تعلق بالسوق الأولية:

بمعنى تسويق عدد كبير ومتنوع من الأوراق المالية التي حددها المشرع في عشرة أنواع باعتبارها السلع المتداولة في إطار سوق التداول، إن وجود بورصة مرهون بوجود سوق الإصدار علاوة على وجود وسطاء تداول لذلك ينبغي إسناد الأمر للبنوك التجارية للقيام بهذا الدور في فترة أولية مع إمكانية اللجوء إلى المكاتب الاستشارية المالية الأجنبية لإتمام العملية في إطار سليم، بما ينعكس إيجابا على السوق المالي الجزائري.³

5- تحفيز المؤسسات الاقتصادية:

يجب تحفيز المؤسسات الاقتصادية وخاصة التي تحقق نتائج ايجابية على الابتعاد عن أساليب التمويل بالوساطة المالية والتوجه أكثر نحو التمويل بالوساطة. ويمكن لأصحاب القرار في الدولة تنشيط البورصة عن طريق المضي في برنامج التخصيص بانتهاج طريقة استبدال الديون بمساهمات في تلك الشركة، سواء تلك الديون لدائنتين محليين أو ديون خارجية بما يخفف العبء على ميزانية الدولة ويساهم في تنويع الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

¹ صالح فلاح، "بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار"، مقالة منشورة بتاريخ 2011/12/02، على الموقع www.4shared.com، ص 08 - 09.

² براق محمد، "محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، أيام: 22 و23 أفريل 2003، ص 11.

³ حسان خبابة، "بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق"، مجلة العلوم الاجتماعية الإنسانية، العدد 08، جامعة باتنة، جوان 2003، ص 87.

6- مراجعة شروط الدخول في بورصة الجزائر:

من الضروري مراجعة دخول مؤسسات القطاع الخاص في البورصة، لما تلعبه من أدوار أساسية في تحقيق التنمية الشاملة للبلاد، وتمكينها من الاستفادة بالدعوة العمومية لادخار وتداول الأوراق المالية بهذه الهيئة.¹

المطلب الثاني: نشاطات بورصة الجزائر

إن السوق المالية الجزائرية، حتى وإن كانت لا تقوم بالدور المعترف في تمويل الاقتصاد الوطني فإنها مازالت تثير اهتمام المصدرين والمهنيين والمستثمرين في الجزائر وفي الخارج.

1- سوق الأسهم:

تتمثل نشاطات السوق المالي في الجزائر حسب التقرير الخاص بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للسنة المالية 2010 ما يلي:

1-1 السوق الأولية:

لقد استأنفت السوق الابتدائية للأسهم في سنة 2010 عملية إصدار سندات رأس المال وذلك بعد غياب طويل عن إصدار مثل هذا النوع من السندات في السوق. ويأتي هذا الإصدار الجديد لأسهم شركة التأمين "أليانس" ليعزز قسم الأسهم في بورصة الجزائر التي لم يكن يوجد بها آنذاك إلا سندان 2 فقط وهما سهم مؤسسة تسيير نزل الأوراسي وسهم مجموعة صيدال. وبالفعل، فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كانت قد منحت خلال هذه السنة تأشيرتها لشركة التأمين "أليانس" لكي تشرع في عملية رفع رأسمالها عن طريق الطلب العلني على الادخار. وتندرج هذه العملية ضمن إطار المطابقة مع المشروع التنفيذي رقم 375/09 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 الذي يعدل ويتم المرسوم التنفيذي رقم 344/95 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 والمتعلق بالأسمال الأدنى لشركات التأمين.²

إن شركة التأمين "أليانس" من خلال توجهها للسوق المالي، تعتبر أول مؤسسة من القطاع الخاص تدخل إلى البورصة. ولقد بلغت الأموال التي تم رفعها مقدار 1,4 مليار دينار، سوف يتم استخدامها في تمويل عملية إنشاء الفروع. وقد تم تقسيم نسبة العرض كما يلي:

¹ وصاف عتيقة، عاشور سهام، "مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 22/21 نوفمبر 2006، ص 15.

² لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، مرجع سبق ذكره، ص 28 - 30.

الجدول رقم (06): التقسيم النهائي للأسهم الممنوحة من قبل شركة "أليانس" للتأمينات

رمز القسم	عدد الأسهم الممنوحة	ب(%)
أ	1.338.346	74,17%
ب	181.625	10,07%
ج	186.022	10,31%
ج مكرر	90.226	5,00%
د	3.635	0,20%
هـ	4.657	0,26%
المجموع	1.804.511	100%

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 30.

إن المصدر الذي يحمل التسمية الحالية للشركة "أليانس للتأمين" هي شركة تأمين اعتمدها وزارة المالية بموجب قرار مؤرخ في 30 يوليو 2005 وتم نشره في الجريدة الرسمية، العدد 8 الصادر في 11 ديسمبر سنة 2005 ويتمثل الغرض التجاري لهذه الشركة في ممارسة عمليات التأمين على الحوادث، الأمراض، هياكل السيارات، الحرائق، الأضرار التي تلحق بالممتلكات، المسؤولية المدنية على السيارات، والحياة - الوفاة... الخ.

أثارت عملية الاكتتاب حماسا كبيرا عبر أرجاء التراب الوطني. ويبين الجدول الآتي التوزيع بحسب

كل ولاية¹:

الجدول رقم (07): عملية الاكتتاب حسب كل ولاية لسند "أليانس"

الولاية	الكمية المطلوبة	عدد الأوامر	الكمية المعتمدة	الكمية الممنوحة	نسبة التلبية %
الجزائر	1234195	1248	1202113	771200	0,64
وهران	153045	276	151540	115433	0,76
تلمسان	155610	255	153980	102911	0,67
بجاية	111543	264	106313	98788	0,93
تيارت	98498	186	96698	58802	0,61
قسنطينة	57418	174	55973	51335	0,92
ميلة	42612	81	41530	41530	1,00
الشلف	40287	175	40276	40267	1,00
باتنة	47357	276	47047	38589	0,82
البلدية	51291	136	49791	38492	0,77

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، مرجع سبق ذكره، ص 31 - 32.

1,00	31996	31996	94	31996	ورقلة
0,93	29869	32187	99	32187	عناية
0,91	24598	27031	109	27271	جيجل
0,59	23956	40364	165	40384	سطيف
1,00	23575	23575	96	23575	معسكر
0,95	23255	24484	233	24509	عين الدفلى
0,31	23110	75184	112	75271	تيزي وزو
0,93	19764	21173	64	21173	بومرداس
0,57	18177	31657	30	31657	المسيلة
1,00	17378	17378	81	17528	غليزان
1,00	15846	15846	35	15846	أم البواقي
1,00	15408	15408	75	15608	عين تيموشنت
1,00	15341	15341	163	15953	تيبازة
1,00	13032	13032	64	13802	سيدي بلعباس
1,00	11955	11955	73	11955	أدرار
0,78	11902	15310	44	15310	المدية
1,00	11276	11276	52	11276	سكيكدة
1,00	10570	10570	76	10470	تبسة
0,88	9931	11340	56	11405	سعيدة
0,63	9828	15646	18	15646	برج بوعريريج
1,00	9447	9447	158	9447	مستغانم
0,99	9071	9140	48	9140	قالمة
1,00	8623	8623	43	8623	الوادي
0,50	8555	16963	60	16963	غرداية
1,00	7963	7963	72	8223	تيسمسيلت
1,00	6509	6509	98	6529	بسكرة
0,24	6355	26860	28	26860	البويرة
1,00	6185	6185	106	6245	الجلفة
1,00	5664	5664	57	5664	الأغواط
1,00	5631	5631	24	5631	تامنغست
1,00	4490	4490	33	4490	سوق أهراس
1,00	2385	2385	24	2385	خنشلة
1,00	1975	1975	11	1975	بشار
1,00	1701	1701	31	1701	إيليزي
1,00	1172	1172	20	1392	الطارف
1,00	329	329	7	329	النعامة

1,00	200	200	4	200	تيندوف
1,00	142	142	11	142	البيض

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 34.

2-1 السوق الثانوية:

بلغ حجم الأوامر المقدمة في قسم الأسهم خلال السنة المالية 2010 (بيع وشراء) ما مقداره 644.404 أمر، أي بنقصان في الأوامر بلغ 708.221 أمر مقارنة بسنة 2009.¹

الجدول رقم (08): حجم الأوامر المقدمة في قسم الأسهم للسنتين الماليتين 2009 و2010

السند	2009	2010	الفارق
عدد الأوامر المقدمة	748.828	644.404	- 104.424

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 35.

ويوضح التوزيع حسب القسم ما يلي:

الجدول رقم (09): التوزيع حسب القسم

القسم	السنة المالية
عند الشراء	599.390 سند
عند البيع	45.014 سند
النزعة	سوق نزاعة نحو الشراء

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 36.

شهدت السنة المالية 2010 انخفاضا في النشاط مقارنة بالسنة المالية 2009، كما يبين الجدول الوارد

أدناه:

الجدول رقم (10): النشاط الإجمالي لسوق الأسهم للسنتين الماليتين 2009 و2010

السنة	الحجم	القيمة	عدد المبادلات
2010	27.420	11.985.965	125
2009	34.700	13.891.895	160
التغيرات	- 7.280	- 1.905.930	- 35

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 36.

¹ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، "دليل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"، مرجع سبق ذكره، ص 33 - 34.

3-1 الرسملة في البورصة:

كانت الرسملة المصفقية في البورصة قد استقرت مع نهاية سنة 2010 عند مبلغ 7.900.000.000 دج في مقابل 6.550.000.000 دج سنة 2009، أي بتسجيل ارتفاع قدره 1.350.000.000 دج. وتستمد هذه النتيجة من ارتفاع سعر سند صيدال. والجدول الموالي يبين الرسملة في بورصة الجزائر بالنسبة لسند الأوراسي وصيدال:

الجدول رقم (11): الرسملة المصفقية لبورصة الجزائر

السند	سعر البورصة	عدد السندات المتداولة	الرسملة في البورصة(دج)
الأوراسي	450	6.000.000	2.700.000.000
صيدال	520	10.000.000	5.200.000.000
المجموع	/	/	7.900.000.000

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 42.

2- سوق سندات الاستحقاق:

تتمثل نتائج السندات في بورصة الجزائر بالنسبة للسنة المالية 2010 كالتالي:

1-2 السوق الأولية:

سلّمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها خلال سنة 2010 تأشيرة واحدة تتعلق بمبلغ ملياري (2) دينار في مقابل تأشيرتين (2) تم منحهما خلال سنة 2009، وتتعلق هذه التأشيرة بإصدار مبلغ قدره 31 مليار دينار(منها 25 مليارا تخص مُصدرها سونلغاز). والباقي من هذه التأشيرة تخص المؤسسة المالية "الاثتمان الإيجاري المغاربي بالجزائر".

السوق السندية المستحقة لحلول الأجل: لقد لوحظ خلال هذه السنة حلول أجل استحقاق أربعة (4) قروض سندية، وصل مجموع مبلغها إلى 27,26 مليار دينار في مقابل 14,11 مليار دينار في سنة 2009 ويتعلق الأمر بقروض سندية قام بإصدارها المُصدرون الآتي ذكرهم:

1-1-2 المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار:

ويتعلق الأمر بالقرض السندي الأول لهذه الشركة الذي حلّ أجل استحقاقه من ضمن أربعة (4) قروض سندية للمؤسسة الوطنية لأشغال الآبار، ووصل مبلغها إلى 5 ملايين دج ومدة إنضاج قدرها (5) سنوات، ولقد حل أجل استحقاقه في 2010/07/20.

2-1-2 شركة الخطوط الجوية الجزائرية:

ويتعلق الأمر بالقرض السندي "الخاص بالجمهور الواسع" بمبلغ قدره 14,18 دج على مدة 06 سنوات مع تقسيمات تدريجية تتراوح من 3,75% إلى 6%. أجل استحقاقه أول ديسمبر 2010.

3-1-2 المؤسسة الوطنية لأشغال الحفر:

ويتعلق الأمر بالقرض السندي الأول لهذه الشركة الذي حل أجل استحقاقه ضمن 03 قروض سنديّة للمؤسسة الوطنية لأشغال الحفر، وقد وصل مبلغها إلى 4,08 مليار دج ومدة إنصاج قدرها (5) سنوات، ولقد حل أجل استحقاق هذا القرض بتاريخ 2010/12/11.

4-1-2 سونلغاز:

وهو ثاني قرض سندي لمجموعة سونلغاز، حل أجل استحقاقه بالنسبة إلى 11 قرض في رصيد المصدر، بمبلغ 4 ملايين دج، مع مدة إنصاج قدرها 06 سنوات، و حل أجل استحقاقه في 2010/12/27.¹

2-2 السوق الثانوية:

وتتمثل نتائجها كالتالي:

1-2-2 سند استحقاق الخطوط الجوية الجزائرية:

لقد شهدت السوق الثانوية حلول أجل استحقاق القرض السندي لشركة الخطوط الجوية الجزائرية، وبناء على ذلك فقد تم سحبه من جدول التسعرة ببورصة الجزائر. وكان سند شركة الخطوط الجوية الجزائرية قد سجل منذ دخوله جدول التسعرة في البورصة النتائج الآتية :

الجدول رقم (12): النتائج المسجلة لسند الخطوط الجوية الجزائرية للسنتين الماليتين 2009 و 2010

السنة	الحجم المتبادل	القيمة المتبادلة	عدد المبادلات
2009	13.152	134.085.620	75
2010	5.761	58.915.910	33
المجموع	18.913	193.001.530	108

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 45.

2-2-2 سند دخلي سنة الاستحقاق 2016:

لقد شهد سند دخلي، خلال السنة المالية 2010 ، ارتفاعا في الحجم المتبادل مقارنة بالسنة المالية الماضية، وذلك في حدود 830 سند، مع 1.130 فيما يخص سنة 2010 في مقابل 300 فيما يخص سنة 2009. ولقد توزع السند شهريا على النحو الآتي:

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، مرجع سبق ذكره، ص 43.

الجدول رقم (13): توزيع سند دخلي شهريا

الشهر	الحجم المتبادل
5	110
6	200
8	20
12	800
/	1.130

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 10.

2-2-3- سند اتصالات الجزائر أجل الاستحقاق 2011 :

بلغت القيمة الإجمالية المتبادلة، خلال السنة المالية 2010 ، حدود 183.940.170 دج في مقابل 454.795.910 دج خلال السنة المالية 2009 ، أي بانخفاض قدره 270.855.740 دج.

2-3-2 السوق الثانوية لسندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة:

سجلت السوق الثانوي الخاصة بسندات الاستحقاق الشبيهة بسندات الخزينة العمومية ما يلي:

2-3-2-1 تقديم الخطوط المسعرة خلال السنة المالية 2010:

بلغت الخطوط التي تم تسعيرها في بورصة الجزائر خلال السنة المالية 2010 ما مقداره 22 خطا، أي بزيادة ثلاثة (03) خطوط مقارنة بالسنة المالية السابقة، وتتوزع هذه الخطوط حسب الأصناف كما يأتي:

- سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة 7 سنوات :7 خطوط أي بزيادة خط واحد (1) مقارنة بالسنة المالية 2009.
- سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة 10 سنوات:9 خطوط أي بزيادة خط واحد (1) مقارنة بالسنة المالية 2009.
- سندات الاستحقاق الشبيهة للخرينة 15 سنوات :6 خطوط أي بزيادة خط واحد (1) مقارنة بالسنة المالية 2009.

2-3-2-2 الإصدارات الجديدة في السوق الأولية :

سجلت السنة المالية 2010 ثلاثة (03) إصدارات جديدة تتوزع حسب الأصناف كما يأتي¹:

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، "التقرير السنوي 2010"، مرجع سبق ذكره، ص 51 - 60.

الجدول رقم (14): الإصدارات الجديدة في السوق الأولية لسنة 2010

صنف سندات الاستحقاق الشبيهة بالخرينة	العدد	تاريخ الإصدار	أجل الاستحقاق
07 سنوات	01	03 نوفمبر 2010	05 مارس 2017
10 سنوات	01	17 مارس 2010	18 مارس 2020
15 سنة	01	07 أفريل 2010	07 أفريل 2017

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 60.

2-3-3 إعادة فتح الخطوط:

قامت الخزينة العمومية بإعادة فتح خطوط سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة الآتية:

الجدول رقم (15): إعادة فتح خطوط سندات الاستحقاق الشبيهة للخزينة

الخط سبع سنوات	الأربعاء 03 مارس 2010	الأحد 07 مارس 2010
إعادة فتح الخط سبع سنوات	الأربعاء 16 يونيو 2010	الأحد 20 يونيو 2010
إعادة فتح الخط سبع سنوات	الأربعاء 03 نوفمبر 2010	الأحد 07 نوفمبر 2010

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 60.

المطلب الثالث: معوقات سير بورصة الجزائر

إن من أبرز ما يعيق البورصة في الجزائر ما يلي:

1- المعوقات الاقتصادية:

يمكن إيجازها فيما يلي:

1-1 التضخم:

يعرف التضخم عموماً على أنه ارتفاع في الأسعار، وهو يعرقل النشاط العادي لسير البورصة حيث أن الارتفاع في الأسعار وضعف مداخيل الأفراد لا يساعد العائلات على شراء الأسهم والاحتساب في سندات البورصة.¹ وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إلى مستويات غير مرغوب فيها، وهكذا فإن التضخم يمثل عائقاً بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى كالبنوك والأسواق الأجنبية بعيدة عن البورصة.

¹ ملال محمد طاق، "تمويل التنمية الاقتصادية وأهمية جباية القيم المنقولة في البورصة مع دراسة حالة الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص

2-1 السوق الموازية:

إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية، لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه ادخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية، فحجم هذه السوق يمثل 20% إلى 30% من الناتج المحلي الخام أي ما يمثل 14 مليار دولار.

3-1 غياب الشفافية:

سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي، مالي، محاسبي... الخ وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة.

4-1 الضغط الجبائي:

النظام الجبائي يستطيع المساهمة بفعالية في ترقية وتوجيه الادخار المالي نحو الأصول المالية، لكن في الظروف الحالية إنه غير قادر على إزالة شبكة المؤسسات التي تنتمي على سوق موازية والتي تحقق أرباحا دون الخضوع إلى جباية.¹

2- المعوقات القانونية والسياسية:

إن غالبية الشركات الهامة هي شركات عمومية، أي ملك للدولة، فأسهمها لا يمكن أن تقتنيها إلا صناديق المساهمة بمعنى آخر انتقال ملكية السهم يتم من صندوق لآخر أي بطريقة إدارية... إن أهمية البورصة لا تظهر جلية إلا إذا كان الأفراد بإمكانهم الحصول على جزء من الأسهم وهذا يفرض خصخصة الشركات.² وكذلك العائق الأكبر الذي يواجه بورصة القيم المنقولة هو مشكل عدم الاستقرار السياسي، هذا الأخير يعتبر شرط أساسي الواجب توفره لجلب المستثمرين خاصة الأجانب منهم في البورصة، حيث يستبعد استثمارهم في ظل أوضاع سياسية غير مستقرة، ذلك لأن كل مستثمر يسعى للحصول على أقصى حد من الضمانات لاستثماراته.

3- المعوقات الاجتماعية والثقافية:

إن الانفجار الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غداء ولباس... إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخاراتها أساسا نحو الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط من أجل الحصول على مسكن. إلى جانب ذلك نجد غياب الشفافية البورصية لدى أفراد المجتمع، وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها، كما أن الأمية تمثل عائقا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة.

4- المعوقات التنظيمية:

¹ علة مراد، "معوقات سير البورصة في الجزائر"، مقالة منشورة بتاريخ 2012/12/10، على الموقع www.4shared.com، ص 01.

² شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 80 - 81.

هناك عدة معوقات تنظيمية أدت إلى تعطيل عمل البورصة في الجزائر ومنها ما يلي:

1-4 قلة المؤسسات المدرجة:

تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي لأي سوق مالي، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة كلما زاد من فعالية البورصة والعكس صحيح. وما يلاحظ في الجزائر هو وجود عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات.

2-4 ضعف حجم المبادلات:

إن المبادلات أو المعاملات عبارة عن مجموع عمليات شراء وبيع الأوراق المالية، فحجم المبادلات يعتبر أحد المؤشرات التي تعبر عن مدى فعالية بورصة الجزائر، فكلما كانت هناك حركة تداول كبيرة كلما كانت هناك سيولة للأوراق المالية، فالمستثمرين يفضلون البورصة التي تعرض لهم إمكانية سيولة الأسهم بشكل كبير.

3-4 عدم التنوع في إصدار الأوراق المالية:

إن الأوراق المالية المتداولة الآن في بورصة الجزائر إنما هي أسهم وسندات عادية، وبالتالي وجب التنوع في إصدارها حتى يتسنى للمستثمرين التنوع في محافظهم المالية من جهة واستعمالها لجلب المدخرين من جهة أخرى، إذ أن التنوع في الأوراق المالية يؤدي إلى تخفيض المخاطر.

5-4 وجود بعض النقائص في الهيكل التنظيمي:

فمثلا نجد أن شركة إدارة بورصة القيم تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع، وذلك يوم الاثنين من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحا، على غرار البورصات العالمية التي تعمل 24ساعة و24ساعة وخلال كل أيام الأسبوع، كما نجد أن عملية التسوية تدوم أسبوعا كاملا مما يعرقل السير الحسن للمعاملات، فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم، فهذا الوقت سوف يحط من رغبته في القيام بأمر الشراء أو الشراء.¹

المطلب الرابع: آفاق تطوير بورصة الجزائر

إن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة من دول العالم يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق وتتخذ هذه الرعاية مظاهر عدة للنهوض بسوق الأوراق المالية في الجزائر تتمثل في :

1- التحكم في المحيط الاقتصادي الكلي:

يتلخص كالتالي:

1-1 محاربة الاقتصاد الموازي:

¹ علة مراد، "معوقات سير البورصة في الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص 03 - 04.

إصلاح أدوات الضبط الاقتصادي التي كانت تشكو من غياب الشفافية وطغيان للرشوة والفساد وهذا من خلال العمل على إعداد مشروع قانون للإصلاح الجبائي يعمل على تبسيط الجباية والرفع من مردوديتها دون المساس بمبدأ العدل الجبائي ، و كذا تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنظيم وتسيير النشاط الاقتصادي.

2-1 إصلاح النظام الجبائي :

للسياسة الضريبية أثر كبير في تطوير البورصة من ناحيتين هما:

1-2-1 الأثر على الاستثمار:

إذ تمارس السياسة الضريبية تأثيراتها على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال ومن ثم معدل العائد على الاستثمار، إذ لا بد أن تتضمن التشريعات الضريبية ويرفع من ثم معدلات العوائد ويخفض من تكلفة الاستثمار بعد الضريبة، وذلك بهدف زيادة حجم الاستثمار ومن ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية.

2-2-1 الأثر على القرارات التمويلية للشركات:

تتأثر القرارات التمويلية بدورها بالسياسة الضريبية اعتمادا على المعاملة الضريبية لكل مصدر تمويلي. لذا ينبغي على النظام الضريبي أن يحفز الشركات على اختيار التمويل بإصدار أسهم جديدة و ذلك من خلال منح الامتيازات و الإعفاءات الضريبية.

3-1 تخفيض سعر الفائدة:

ذلك لأن تخفيض سعر الفائدة من شأنه تشجيع المدخرين إلى الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعتبر بديلا للودائع المصرفية.

4-1 تسريع عملية الخصخصة:

تعتبر البورصة آلية من آليات الخصخصة وذلك من خلال فتح رأس مال المؤسسات العمومية أمام المستثمرين الخواص في سوق الأوراق المالية. مما يؤدي إلى زيادة عرض الأوراق المالية في البورصة ، و تنوع فرص الاستثمار بالنسبة للمدخرين.

5-1 تفعيل دور البنك المركزي و الجهاز المصرفي في تنمية البورصة:

وذلك عن طريق:

- السماح بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج و الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات و ضمان الاكتتاب بها.

- ضمان البنك المركزي للسندات الصادرة عن المؤسسات العمومية الأمر الذي سيوسع من سوق السندات.¹
- العمل على تحرير أسعار الفائدة لما لها من علاقة عكسية مع أسعار الأوراق المالية.
- المساهمة المباشرة في تأسيس الشركات الجديدة بهدف تنشيط سوق الإصدار و من ثم سوق التداول.
- تسويق و ترويج أسهم الشركات الجديدة أو القائمة.
- التوسع في منح القروض لضمان الأوراق المالية مما يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية، و إضافة متعاملين جدد في سوق الأوراق المالية.

2- مقترحات تمس الجانب التنظيمي لبورصة الجزائر:

وفيها ما يلي:

1-2 تجزئة سوق البورصة:

يمكن تقسيم بورصة الجزائر إلى قسمين : سوق رسمية وسوق ثانية. فالبورصة على الشكل الحالي تهدف إلى التخلص من الشركات التي لديها أهمية ضئيلة في السوق، بسبب الوضعية المالية فبالرغم من وصف البورصة من أنها سوق لجلب الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات إلا أنها تبعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة منها ، ومن أجل هذا يجب إعادة هيكلتها حتى تستفيد منها الشركات الكبيرة والمتوسطة على السواء.

2-2 مكنة أنظمة التداول:

إذ لا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد خاصة عن طريق الإنترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهدها الأسواق العالمية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

3-2 تعزيز الشفافية والإفصاح:

على شركة إدارة بورصة إصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، مع إبرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، كشركتي رويترز و بلومبيرج.

3- مقترحات بخصوص الجانب السياسي و التشريعي:

تتمثل في المقترحات التالية:

¹ زيدان محمد، نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق"، مرجع سبق ذكره، ص18.

1-3 العمل على ضمان الاستقرار السياسي:

إنه ليس من الممكن وضع سياسة رشيدة وحقيقية لتجنيب الادخار بغية ضمان انطلاقة تحقق لنا التنمية الاقتصادية دون وجود استقرار سياسي في البلاد وفي هذا الصدد فإن المستثمرين يطرحون جملة من الأسئلة قبل البدء في عملية الاستثمار.

2-3 مراجعة الإطار التشريعي:

إن القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي يعتبر عاملا محددًا في نجاح أي مؤسسة، وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي. ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية خاصة تلك المتعلقة بسلوك المتدخلين.¹

4- مقترحات تخص الجانب الثقافي و الديني:

وتشمل ما يلي:

1-4 العمل على إرساء ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية:

إن تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي تشجيع العائلات على توجيه مدخراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية، ولهذا ينبغي انتهاج سياسة إعلامية واضحة عن طريق مختلف وسائل الإعلام، ولجنة تنظيم ومراقبة البورصة وشركة إدارة بورصة القيم وكذا الوسطاء في بورصة الجزائر وذلك من أجل تبيد المخاوف التي تؤثر على البورصة من الوسائل التي تهدف في مجملها إلى التعريف بهذه المؤسسة الفعالة في تمويل الاقتصاد الوطني.²

2-4 الجانب الديني:

بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتعين إنشاء و إدراج أسهم البنوك الإسلامية و دخولها و عملائها كمتعاملين في البورصة و كذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها و جربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية.³ كما يستلزم وجود بنوك إسلامية كثيرة العدد لإنعاش السوق وتحقيق تطور نوعي في عمليات التداول، فضلا عن تشكيل مؤسسات انتقالية تصدر لأصالح الشركات المكتتبه تتحمل مسؤولية دفع المستحقات والريوع وتشرف على عمليات التسديد في آجال الاستحقاق.⁴

¹ زيدان محمد، نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق"، مرجع سبق ذكره، ص 19.
² قورين حاج قويدر، وآخرون، "تأهيل قطاع السوق المالي كمدخل لتدعيم تنافسية الاقتصاد الجزائري بالاعتماد على النظام المحاسبي الجديد(SCF)", الملتقى الدولي الرابع حول: المنافسة والإستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 08 - 09 نوفمبر 2010. ص 22.
³ زيدان محمد، نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق"، مرجع سبق ذكره، ص 20.
⁴ ليلي أعراب، "الحكومة مطالبة بمنح تحفيزات جبائية لإنعاش سوق القيم"، مقالة منشورة بتاريخ 2009/02/25، على الموقع، www.djarairess.com .

5- تسهيل دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق البورصة:

تعتزم بورصة الجزائر اعتماد إجراءات تسهيلية لفائدة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لتمكينها من تنويع مصادر تمويلها و توسيع حصتها بالبورصة إلى فاعلين آخرين. ستعمل بورصة الجزائر على إنشاء قسم بالبورصة مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والذي سيكون عمليا في بداية 2012. فالأمر يتعلق بتسهيل الشروط التأهيلية لإدخال هذه المؤسسات في السوق مقارنة بما يتم إلزام المؤسسات الكبرى به فيما يخص فتح رؤوس الأموال، وسيتم مراجعة الحصص المفروضة لفتح رؤوس الأموال الاجتماعية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى 10 % مقابل 20 % المطبقة على الشركات الكبرى. كما سيتم تخفيض عدد المساهمين الذين يملكون أسما للؤسسات الصغيرة و المتوسطة حيث أنه على المؤسسة الاكتفاء ب 50 مساهما عوضا عن 300 مساهم أو ثلاثة مستثمرين مؤسستيين (بنوك و مؤسسات مالية أو شركات تأمين) يكفون لإدخال السندات بالبورصة، كما أن هذه الإجراءات تهدف إلى تعبئة موارد مالية مستدامة تسمح للمؤسسات بتحقيق مخططها التنموي بشكل أفضل.¹

¹ مصطفى فرفارة، "إجراءات تسهيل دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق البورصة"، مقالة منشورة بتاريخ 2011/01/17، على الموقع www.ennaharonline.com.

خاتمة الفصل الثاني:

إن متطلبات الحياة الاقتصادية الواسعة و الحديث و التطور الاقتصادي الذي تمر به الجزائر، جعل الحاجة ملحة إلى رؤوس أموال ضخمة وكبيرة لتأمين مختلف الفعاليات الاقتصادية. وهذا لا يتحقق إلا بوجود سوق مالي ينظم تداول هذه الأموال، و الجزائر بلد سائر في طريق النمو تحتاج بدون شك إلى هذه المؤسسة المالية الهامة لتمويل الشركات برؤوس الأموال المدخرة وتحتاج إلى تنظيم تشريعي يبعث ثقة الجمهور بهذه المؤسسة وبواسطة البورصة، فإنه يمكن للشركات أن تمول نفسها عن طريق إصدار سلسلة من الأسهم والسندات وغيرها و هذا ما يساعد على تمويلها ذاتيا.

يمكن القول أن بورصة الجزائر تتواجد ككيان مادي جامد وعاجز عن القيام بدوره وتحقيق أهدافه، فهي تتصف بعدم الكفاءة ولا يمكننا الانتظار أن تكون غير ذلك في ظل الغياب التام للشفافية المالية وثقافة البورصة، تحديدا لدى المجتمع الجزائري الذي لم يهضم طبيعة البورصة كسوق يتم فيها تداول الأسهم والسندات، إضافة إلى تفاعس متخذي القرار في الدولة بشأن الإسراع في إتمام برنامج خصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية، إضافة إلى أن الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر إنما هو نتاج لعديد من العراقيل سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي والديني، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام.

تمهيد :

باعتبار الدواء سلعة كغيره من السلع الاستهلاكية فإنه يخضع لقواعد السوق ولضغوط اقتصادية داخلية وخارجية، فالضغوط الداخلية تتلخص أساسا في رغبة السلطات العمومية في ترشيد هذا القطاع وتأقلمه مع السياسة الوطنية للصحة التي ترمي إلى ضمان توفير الأدوية للمواطن وتوفير العلاج والرعاية الصحية، ونظام التعويض على التأمين الاجتماعي، أما الضغوط الخارجية، تتمثل في تقليص حجم فاتورة الاستيراد للأدوية، وتطوير الصناعة الوطنية للأدوية.

ويعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الكبرى في الجزائر الرائدة في الإنتاج الصيدلاني، الشيء الذي أكسب المجمع ميزات تنافسية عدة، ولقد مر المجمع مثله مثل العديد من المؤسسات العمومية، بمراحل عدة حتى وصل إلى ما هو عليه الآن، هذه المراحل جاءت تلبية لمتطلبات جملة الإصلاحات التي قامت بها الدولة في ذلك الوقت. ولقد كانت التغيرات التي عرفها مجمع صيدال حافزا أساسيا بالنهوض الذاتي بالمجمع، لمواجهة متطلبات السوق الجزائرية من المادة الصيدلانية، والاعتماد على الذات في التسيير الجيد للمجمع من جميع النواحي. ولقد حقق المجمع نتائج إيجابية في السنوات الثلاث 1995 1996 و1997، ما خوله ليكون ثاني أهم مؤسسة اقتصادية تدخل إلى السوق المالي الجزائري.

وقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي:

- تقديم مجمع صيدال.
- مجمع صيدال في البورصة.
- تعبئة موارد مجمع صيدال عن طريق السوق المالي الجزائري.

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال

يعد النشاط الصيدلاني من أهم النشاطات المهمة في السوق الجزائري، وهذا كون أن هناك شريحة كبيرة من السكان تستخدم منتج هذا النشاط، مما يكون قاعدة عريضة من الطلب. يعد مجمع صيدال من المؤسسات الرائدة في مجال الصناعة الصيدلانية في الجزائر، حيث أن هذه الأخيرة مستها عدة تغيرات مثله مثل باقي المؤسسات العمومية، حتى وصلت إلى ما عليها الآن.

المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال

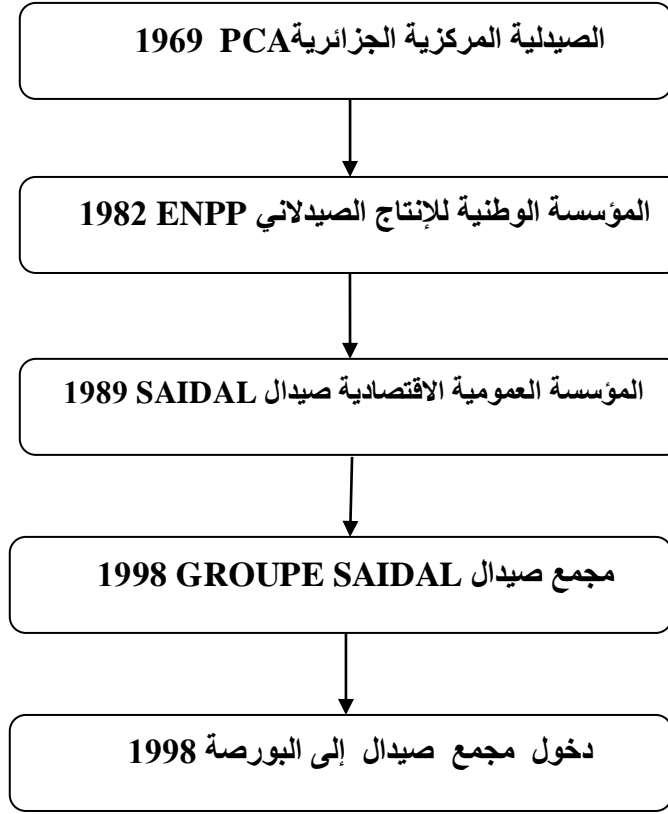
يعتبر مجمع صيدال من أكبر مؤسسات إنتاج المواد الصيدلانية في قارة إفريقيا، كما يلعب دورا هاما في اقتصاد الجزائر.

1- نشأة مجمع صيدال:

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية سنة 1969 بأمر رئاسي يوكل لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المنتجات الصيدلانية الخاصة بالطب البشري، وفي إطار مهمتها الإنتاجية أسست سنة 1971 وحدة الإنتاج بالحراش، وبعد إعادة هيكلة الصيدلة المركزية تم تحويل فرعها الإنتاجي إلى مؤسسة وطنية للإنتاج الصيدلاني بمقتضى المرسوم رقم 161/82 الصادرة في أبريل 1982. تمثلت ممتلكات المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني في وحدات الإنتاج بالجزائر العاصمة، ومشروع المضادات الحيوية الذي كان بحوزة الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية، وقد بدأت الإجراءات المتعلقة بهذا التحويل سنة 1986، وتم التسليم الرسمي سنة 1988، أما سنة 1989 فقد تم تغيير تسمية المؤسسة الوطنية للصناعة الصيدلانية لتصبح تسميتها "صيدال"، وهي مؤسسة عمومية حكومية ذات استقلالية في التسيير، وذات قانون أساسي جديد (شركة ذات أسهم)، ولكنها بقيت دائما خاضعة لمراقبة صندوق المساهمة بترو كيمياء وصيدلة. في عام 1993 سمحت التغيرات التي أجريت على قوانين المؤسسة، بمشاركة صيدال في كل عملية صناعية أو تجارية من شأنها خدمة الهدف الاجتماعي، سواء بإنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة للمؤسسة، وقد تم أيضا في هذا العام الإصلاح المالي لصيدال، حيث تحملت الدولة جميع ديونها وخسائرها في إطار الإصلاح المالي لمؤسسات القطاع العمومي، أما سنة 1997 فقد انتهجت المؤسسة مخططا لإعادة الهيكلة مما أدى إلى تحويلها إلى مجمع صناعي في 02 فيفري 1998¹ وكان الهدف من هذه الهيكلة، تمكين المجمع من البحث في المجال الطب البشري والبيطري، بالإضافة إلى لامركزية القرارات، حيث طرأت التحولات على الصعيد التنظيمي الذي كان مركزيا في السابق. وتم إعادة

¹ سليمان بلعور، "أثر إستراتيجية الشراكة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة - مجمع صيدال -"، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة أعمال، جامعة الجزائر، 2004/2003، ص 95.

تنظيم المؤسسة إلى ثلاثة فروع هي بيوتيك، فارمال وأونتيبيوتيكال، وهذا ما يسمى بالتنظيم الأفقي، بينما تم إحداث تنظيم عمودي بالشراكة مع عدة أجنب. الشكل رقم (11): محطات التغيير في مجمع صيدال



المصدر: من إعداد الطالبتين، انطلاقاً من الموقع www.saidalgroup.dz

2- تعريف المجمع:

يعتبر مجمع صيدال مؤسسة ذات أسهم SPA (Société Par Actions) يقدر رأسمالها ب 2.500.000.000 دج. موزعة على 10 ملايين سهم، تقدر القيمة الاسمية لكل سهم ب 250 دج موزعة كما يلي:

- 80 % من الأسهم للشركة العمومية القابضة للكيمياء والصيدلة.
- 20 % من الأسهم لحملة الأسهم الصغار (الخواص).

يتكون المجمع من عدة مديريات مركزية وثلاثة فروع، إضافة إلى مركز للبحث والتطوير وثلاث وحدات توزيع ومديرية التسويق والإعلام الطبي.¹

¹ سامية لحول، "التسويق والمزايا التنافسية دراسة حالة - مجمع صيدال لصناعة الدواء في الجزائر -"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم، شعبة تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007/2008، ص 348.

لمجمع صيدال أيضا عدة مشاركات في رأسمال المؤسسات التالية:

- 30% في مؤسسة وينثراب فارما صيدال (Winthrop Pharma Saidal).
- 30% في مؤسسة فيزر صيدال مانيفكتورينغ (Pfizer Saidal Manufacturing PSM).
- 30% في مؤسسة جوراس فارماسوتيكال (Joras Pharmaceutical).
- 44,51% في مؤسسة تافكو (-TAPHCO – Tassili Pharmaceutical Company).
- 6,67% في الجزائرية للتسوية (Algerie Clearing).
- 0,38% في مؤسسة أكديما (ACDIMA – arab company for drug industries and medical appliances).
- 4,4% في مؤسسة نوفر (NOVER).
- 20% في مؤسسة إبيرال (IBIRAL)¹.

المطلب الثاني: مهام وأهداف مجمع صيدال

لقد كان الغرض من إنشاء صناعة دوائية عمومية والتي يقودها حاليا مجمع صيدال في الجزائر ذات مهام وغايات اجتماعية واقتصادية تطورت مع تطور المجمع وكذا مع التطورات العامة التي عاشتها الجزائر حتى اليوم، ويمكن توضيحها في النقاط التالية:

1- مهام المجمع:

من أهم المهام الذي يقوم بها المجمع ما يلي:

- إنتاج الأدوية ذات الاستعمال البشري، إضافة إلى المواد الأولية المختلفة المستخدمة في الإنتاج الصيدلاني.
- التسويق للمنتجات الصيدلانية خاصة التي ينتجها المجمع عن طريق مختلف الوحدات التجارية التي يمتلكها.
- الاستيراد والتصدير لكل ما يتعلق بالمواد الصيدلانية والكيميائية سواء على شكل مواد أولية أو منتجات نصف مصنعة أو تامة الصنع.
- التكوين المستمر للعمال والمستخدمين من أجل رفع تأهيلهم العلمي.
- تخزين المنتجات الصيدلانية في أحسن الظروف.
- صيانة آلات الإنتاج والعتاد لكل فرع.
- البحث والتطور في المجال الطبي وصناعة المستحضرات الدوائية.
- إدارة المحفظة المالية وتطوير المجمع.

¹ Plan de Développement du Group Saidal, juin 2011, p 08.

- العمل على تلبية احتياجات السوق الوطني للأدوية بمختلف ما يحتاجه، سواء بالإنتاج للأدوية الجينية* (médicaments génériques) أو بالاستيراد من الخارج.¹

2- أهداف المجمع:

- بما أن مجمع صيدال هو رائد الصناعة الدوائية بالجزائر فإنه يسعى إلى تحقيق الأهداف التالية:
- تعزيز وضعية قيادة المجمع في صناعة الأدوية الجينية في السوق الوطني.
- تحسين المردودية، من أجل ضمان البقاء والاستمرارية.
- تحسين صورة المؤسسة وضروف العاملين بها.
- تحسين القدرة الشرائية للمواطنين في مجال الأدوية الجينية، والتقليص من فاتورة الأدوية وتنظيم السوق.²
- زيادة الحصة السوقية لمجمع صيدال في السوق الوطنية.
- تنويع وتوسيع قائمة المنتجات من الأدوية، خاصة بالتركيز على الأدوية الجينية.
- عرض منتجاته من الأدوية بنوعيات جيدة وأسعار تنافسية.
- تكثيف تواجدها في السوق الوطني عن طريق تطوير نظام التسويق لضمان تواجدها وتغطيتها لمختلف مناطق التراب الوطني.
- تطوير اتفاقيات الشراكة مع الأجانب وتفعيلها ميدانيا.
- الارتقاء بالإنتاج إلى مستوى أمثل يتماشى مع الطاقات والإمكانات المتاحة.
- ترشيد استخدام عنصر العمل من خلال تأهيل العمال من أجل تحسين الإنتاجية.
- التحكم في التكاليف عن طريق الاستخدام الأمثل للمواد المتاحة وتسيير فعال لمختلف المصالح.³

* الأدوية الجينية هي أدوية مماثلة للأدوية الأصلية من حيث الفعالية، بحيث تتوفر على نفس الأصل الفعال principe actif لكن باسم تجاري آخر، ومراقب من طرف الدولة، والأدوية الجينية أقل تكلفة من الأدوية الأصلية.
¹ الصادق بوشناقفة، "الأثار المحتملة لانضمام الجزائر للمنظمة العالمية للتجارة على قطاع صناعة الأدوية - حالة مجمع صيدال -"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تخطيط، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2006، ص 281.

² Plan de Développement du Group Sidal, OP.CIT. p 10.

³ Sidal infos, "Publication Trimestrielle," éditée par le Groupe Sidal, Numéro 1^{er} trimestre 1998, p08.

المطلب الثالث: فروع مجمع صيدال

يتكون مجمع صيدال من عدة فروع (Filiales)، يمكن توضيحها كالتالي:

1- فرع أونتيبيوتيكال ANTIBIOTICAL:

وهو مركب المضادات الحيوية مقره ولاية المدية، بدأ عملية الإنتاج سنة 1988، وتقر مساحته بحوالي 25 هكتار ويعمل به حوالي 1400 عامل، يتمتع هذا الفرع بطاقة إنتاجية كبيرة للمواد التامة الصنع والمواد الأولية السائلة، كما يتمتع بخبرة تفوق 15 سنة في إنتاج المضادات الحيوية¹ ويضم المركب الوحدات التالية:

1-1 وحدة إنتاج المادة الفعالة البنيسيلينية وغير البنيسيلينية:

ويتم فيها الإنتاج بعلميتي التخمر ونصف التحليل، حيث تصل سعة التخمر إلى 1200 م³ بطاقة إنتاج تبلغ 750 طن من المواد الأولية.

2-1 وحدة إنتاج مواد التخصصات الصيدلانية:

تحتوي على بنائيتين منفصلتين، الأولى لإنتاج المواد البنيسيلينية والأخرى خاصة بإنتاج الأدوية غير البنيسيلينية، وتبلغ طاقة إنتاج هذه الوحدة 60 مليون وحدة بيع (U.V)* في السنة على مختلف الأشكال الصيدلانية كما يلي: 50% من الحقن، 30% من الأشكال الجافة (أقراص، كبسولات ومسحوق الشراب)، 05% من الأشربة و15% من المراهم.

3-1 مطبعة:

ذات قدرة تفوق 80 مليون علب و140 مليون وصفة سنويا، حيث تغطي بذلك مطبعة Antiniotical 100% من احتياجاتها و30% من احتياجات فروع مجمع صيدال². وقد حقق هذا الفرع خلال السنوات الأخيرة النتائج المبينة في الجدول أدناه:

¹ أحمد بن موزة، "التحليل التنافسي ودوره في إعداد الإستراتيجية التسويقية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير تخصص علوم التسويق، فرع التسويق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2006/2005، ص 151.

² سامية لحول، "التسويق والمزايا التنافسية دراسة حالة - مجمع صيدال لصناعة الدواء في الجزائر -"، مرجع سبق ذكره، ص 353.

* U.V: Unité de Vente

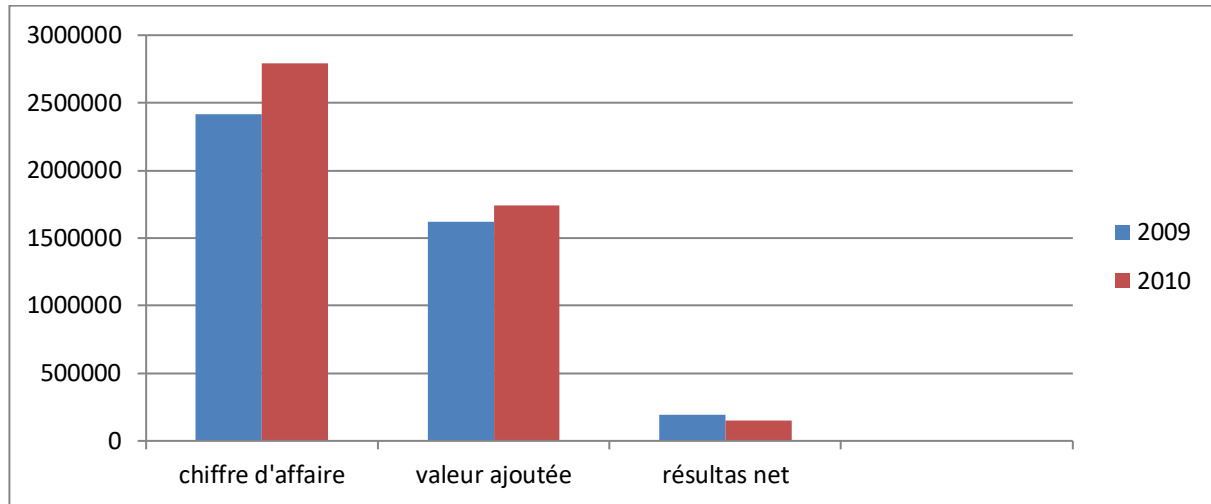
الجدول رقم(16): النتائج المحققة لفرع ANTIBIOTICAL للسنتين 2010/2009

المعدل المحقق (%) R/O 2010/09		نتائج السنتين 2010/2009 على التوالي		الوحدة	التعيين
94	16+	2792520	2412078	ألف دينار جزائري	رقم الأعمال
100	7+	1739950	1621282		القيمة المضافة
115	1340	429073	29798		النتيجة الصافية
87	10-	42066	46630	آلف وحدة بيع	الإنتاج

Source : Rapport du conseil d'administration 2010, groupe Sidal, p25.

سجل رقم أعمال هذا الفرع نتائج لم تتحقق في السنوات السابقة مقارنة بسنة 2010، بنتيجة إيجابية قدرها 16%. وسجلت ميزانية الإنتاج الصيدلاني انخفاض ب 10% في سنة 2010 مقارنة بسنة 2009، الذي لا يزال دون الهدف المنشود. يرجع هذا الإنخفاض إلى عدم توفر بعض المواد الأولية الضرورية.¹

الشكل رقم(12): التطورات الأساسية لمجاميع التسيير لفرع ANTIBIOTICAL



Source : Rapport du conseil d'administration 2010, groupe Sidal, p 25.

2- فرع فارمال PHARMAL:

تأسس هذا الفرع في 02 فيفري 1998، مقره الدار البيضاء، يعمل فيه ما يقارب 900 عامل، ويشمل على ثلاث وحدات إنتاجية وهي:

¹ Rapport du conseil d'administration 2010, OP.CIT, p 26.

1-2 وحدة الدار البيضاء:

يعتبر أقدم الوحدات المكونة لفارمال، ينتج هذا المصنع أصناف صيدلانية متنوعة (أقراص، كبسولات، مراهم...)، وتفوق قدرته الإنتاجية 40 مليون وحدة بيع لكل الأشكال، وهو مزود بمخبر لمراقبة الجودة.

2-2 وحدة عنابة:

تم ضمها إلى الفرع بعد حل ENCOPHARM في 31 ديسمبر 1997، تخصص في إنتاج الأشكال الجافة من أقراص وكبسولات، بقدرة إنتاجية تتجاوز 07 مليون وحدة.

3-2 وحدة قسنطينة:

وهي كذلك تحولت إلى فرع فارمال بعد حل ENCOPHARM في 31 ديسمبر 1997 تقع في المنطقة الصناعية بقسنطينة، ويختص في إنتاج الأشكال السائلة، بورشني إنتاج تقدر ب 05 مليون وحدة بيع، بالإضافة إلى مخبر لمراقبة الجودة، ويضمن تقديم خدمات للهيئات العمومية والخاصة¹. وقد حقق فرع فارمال خلال السنوات الأخيرة النتائج التالية:

الجدول رقم(17): النتائج المحققة لفرع PHARMAL للسنتين 2010/2009

المعدل المحقق (%)		نتائج السنتين 2010/2009 على التوالي		الوحدة	التعيين
R/O	2010/09				
87	15+	2792520	2564815	ألف دينار	رقم الأعمال
100	8-	1416698	1545489	جزائري	القيمة المضافة
69	2	344905	338316		النتيجة الصافية
96	9-	44248	48361	آلف وحدة بيع	الإنتاج

Source : Rapport du conseil d'administration 2010, groupe saidal, p22.

شهد رقم أعمال لفرع فارمال تطور بنسبة 15%. كما حقق إنتاج قدره 44 مليون وحدة بيع، من أجل هدف الوصول إلى 46 مليون وحدة بيع. والجدول الموالي يبين النتائج المحققة من كل وحدة تابعة لفرع فارمال.

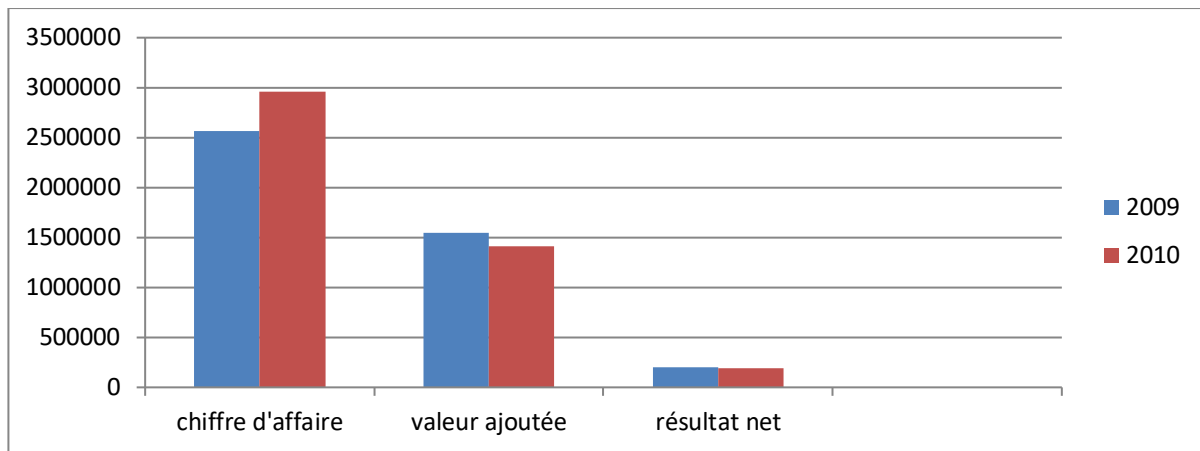
¹ أحمد بن موزة، "التحليل التنافسي ودوره في إعداد الإستراتيجية التسويقية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، مرجع سبق ذكره، ص 151 - 152.

الجدول رقم (18): توزيع النتائج الخاصة بكل مصنع تابع لفرع فارمال

التعيين	إنجازات 2009	%	إنجازات 2010	نتيجة/ الهدف	الهدف
الدار البيضاء	36473	- 9%	33249	100%	33228
قسنطينة	5693	- 6%	5363	77%	6925
عنابة	6195	- 9%	5635	96%	5897
المجموع	48361	- 9%	44248	96%	46684

Source : Rapport du conseil d'administration 2010, groupe saidal, p23.

الشكل رقم (13): التطورات الأساسية لمجاميع التسيير لفرع PHARMAL



Source : Rapport du conseil d'administration 2010, groupe saidal, p22.

3- فرع بيوتيك BIOTIC :

يعتبر هذا الفرع قطبا هاما في مجمع صيدال ويقع مقره بالحراش (الجزائر العاصمة)، ويوظف نحو 1027 عامل، حيث تم إنشاء هذا الفرع سنة 1984، ويضم الوحدات الإنتاجية التالية:

1-3 مصنع جسر قسنطينة:

وله طاقة إنتاج تقدر بـ 18 مليون وحدة بيع، وأنشأ سنة 1985، كما أن هذا المصنع مزود بمخبر لمراقبة النوعية، متخصص في إنتاج المحاليل المكثفة على شكل قارورات وأكياس بتكنولوجيا جد مكثفة.

2-3 مصنع الحراش:

ويحتوي على أربع ورشات إنتاجية، بطاقة إنتاجية تقدر بـ 20 مليون وحدة بيع، وأنشأ هذا المصنع سنة 1984 من طرف الصيدلية المركزية الجزائرية (P.C.A).

3-3 مصنع شرشال:

أنشأ سنة 1986، ويحتوي على ثلاث ورشات إنتاجية مختلفة. مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية والميكروبيولوجية وخصائص السموم.

4-3 مصنع باتنة:

وهو خاص بإنتاج صنف من الأدوية (des Suppositoires) وعلى العموم فإن فرع البيوتيك ينتج أشكالاً وأنواعاً مختلفة من الأدوية وهي: المحاليل المكثفة، المسحوقات، معجون الأسنان، الحقن، المضغوطات، القنينات الزجاجية، المشروبات (Sirops) والأقراص المعلبة.¹ ويمكن إيجاز التطورات الأساسية للمجاميع المحققة لفرع Biotic كالتالي:

الجدول رقم (19): النتائج المحققة لفرع BIOTIC للسنتين 2010/2009

المعدل المحقق (%)		نتائج السنتين 2010/2009 على التوالي		الوحدة	التعيين
R/O	2010/09				
88	5 -	4183088	4404041	ألف دينار	رقم الأعمال
81	45-	2236950	4056078	جزائري	القيمة المضافة
70	73-	616956	2255474		النتيجة الصافية
94	2-	44049	44998	آلف وحدة بيع	الإنتاج

Source : Rapport du conseil d'administration 2010, groupe saidal, p19.

سجل رقم الأعمال المحقق لفرع بيوتيك انخفاض ب 5% في سنة 2010 مقارنة بالسنة السابقة 2009، والسبب الرئيسي هو تلف المخزون من المادة الأولية والحريق الذي نشب في المخزن التابع لوحدة قسنطينة، إضافة إلى الركود الذي أصاب المنتجات الجديدة خلال بداية السنة. كما تم إنتاج 44 مليون وحدة بيع (- 2%) من أجل القيمة 3317 مليون دينار جزائري.²

الجدول رقم (20): توزيع النتائج لكل مصنع تابع لفرع بيوتيك

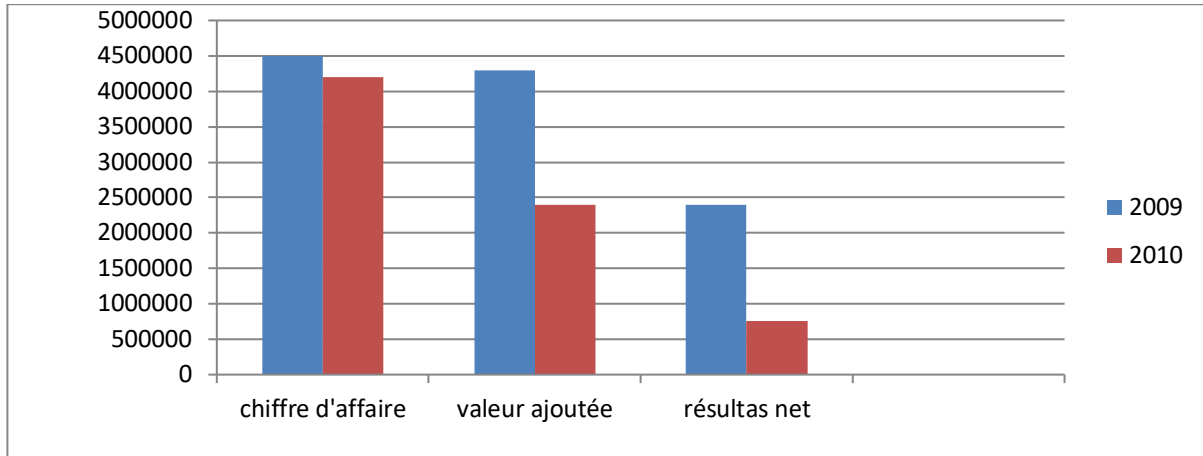
التعيين	إنجازات 2009	%	إنجازات 2010	نتيجة /الهدف	الهدف
الحراش	22223	- 4%	21371	100%	21335
جسر قسنطينة	20582	- 2%	20229	100%	20227
شرشال	1502	16%	1740	44%	3952
باتنة	629	2%	709	61%	1170
المجموع	44999	- 2%	44049	94%	46684

Source : Rapport du conseil d'administration 2010, groupe saidal, p20.

¹ الصادق بوشناق، "الأثار المحتملة لانضمام الجزائر للمنظمة العالمية للتجارة على قطاع صناعة الأدوية - حالة مجمع صيدال -"، مرجع سبق ذكره، ص 284.

² Rapport du conseil d'administration 2010, OP.CIT, p19.

الشكل رقم (14): التطورات الأساسية لمجاميع التسيير لفرع BIOTIC



Source : rapport du conseil d'administration 2010, groupe saidal, p19.

4- فرع سوميديال SOMEDIAL:

تم إنشاء هذا الفرع بإبرام عقد شراكة بين مجمع صيدال وهيئة أوروبية تضم عدة مخابر أوروبية وأيضا شركة FINALEP، تم هذا العقد بتاريخ 17 سبتمبر 1998، وبأشر هذا الفرع إنتاجه الفعلي في ماي 2001، مقره بالمنطقة الصناعية وادي السمار بالجزائر العاصمة، كان هذا الفرع مخصصا أصلا لإنتاج حبوب منع الحمل (les contraceptifs)، إلا أنه في السنوات الأخيرة عرف توسعا في نشاطه وذلك بإنتاج أشكال أخرى من الأدوية. يتوفر على معدات جد متطورة وله القدرة على إنتاج 18 مليون وحدة موزعة على ثلاثة أقسام:

- قسم مخصص لصنع المنتجات الهرمونية بقدرة إنتاجية تصل إلى 4 ملايين وحدة سنويا.
- قسم مخصص لإنتاج كافة أشكال السوائل (شراب والحلول عن طريق الفم) مع قدرة إنتاجية تصل إلى 6 ملايين سنويا.
- قسم مخصص لتصنيع الأشكال الجافة (الكبسولات والأقراص) بطاقة إنتاجية قدرها 8 ملايين وحدة سنويا.¹

ويمكن إيجاز التطورات الأساسية للمجاميع المحققة لفرع SOMEDIAL كالتالي:

¹ راضية دغمان، "نظم المعلومات الإستراتيجية ودورها في تعزيز المركز التنافسي للمؤسسة - دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال -"، مذكرة مكملة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالم، 2010-2011، ص 166.

الجدول رقم (21): النتائج المحققة لفرع SOMEDIAL للسنتين 2010/2009

المعدل المحقق (%)		نتائج السنتين 2010/2009 على التوالي		الوحدة	التعيين
R/O	2010/09				
67	19 -	821304	1018375	ألف دينار	رقم الأعمال
62	17	308735	263131	جزائري	القيمة المضافة
07	298	15904	3997		النتيجة الصافية
54	04	4249	4075	ألف وحدة بيع	الإنتاج

Source : rapport du conseil d'administration 2010, groupe saidal, p27.

المطلب الرابع: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

تتكون الإدارة العليا (الشركة الأم) من :

1- الرئيس المدير العام (Président Directeur Général):

وهو الممثل الرئيسي عن المجمع داخليا وخارجيا، فهو المسؤول الأول على المؤسسة والمباشر على تسييرها، يقدم القرارات واللوائح إلى المدراء المركزيين، كما يقوم بعقد اجتماعات معهم للنظر إلى مختلف التطورات الجارية على مستوى المؤسسة.

2- الأمين العام (Secrétaire Général):

يمثل الهيئة الإستراتيجية التي تتولى مهمة التنسيق والمساعدة في عملية اتخاذ القرارات.¹ ثلاثة وحدات تجارية ومركز للبحث والتطوير، بالإضافة إلى خمس مديريات، وتتمثل فيما يلي:

3- الوحدة التجارية بالوسط (UCC):

أنشأت هذه الوحدة في 12 أوت 1995، قصد تسويق وتوزيع الأدوية والمواد الصيدلانية المنتجة من طرف المجمع أو من شركائه، تشغل هذه الوحدة أكثر من 70 عاملا وتملك فريقا حيويا مختصا في البيع.

4- الوحدة التجارية للشرق (باتنة UCB):

دشنت هذه الوحدة في 11 نوفمبر 1999 من طرف رئيس المدير العام للمجمع، ويهدف إلى ضمان تغطية احتياجات أكثر من 18 ولاية من ولايات الشرق الجزائري.²

¹ راضية دغمان، "نظم المعلومات الإستراتيجية ودورها في تعزيز المركز التنافسي للمؤسسة - دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال -"، مرجع سبق ذكره، ص 163.

² سليمان بلعور، "أثر إستراتيجية الشراكة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة - مجمع صيدال -"، مرجع سبق ذكره، ص 99.

5- الوحدة التجارية للغرب (وهران UCO):

تم إنشاءها سنة 2000، مقرها وهران مكلفة بتغطية الجهة الغربية للبلاد.¹

6- مركز البحث والتطوير:

يباشر مركز البحث والتطوير لمجمع صيدال على كل ما هو بحث علمي وتطوير للأدوية والتقنيات الصيدلانية والتحكم بعمق في تغيرات السوق. وقد تم إنشاء هذا المركز في 24 جويلية 1999 لتدعيم وحدة البحث في الأدوية والتقنيات الصيدلانية سابقا، وتكمن مهامه فيما يلي:

- تطوير الأدوية الجنيصة لفائدة المجمع.
- تقويم وترويج الأعمال التقنية والعلمية المسجلة بالمجمع.
- المساهمة في تدريب الإطارات الفنية للمجمع.
- تأمين المساعدة الفنية اللازمة للفروع الإنتاجية للمجمع.²

7- مديرية تسيير المحفظة والإستراتيجية المالية:

وتقوم بعملية تسيير الأموال وتوزيعها على مختلف النشاطات التي يقوم بها المجمع، وكذا دفع حسابات العمال والموظفين، وتقوم كذلك بتسيير محفظة الأوراق المالية في البورصة، كما أنها تقوم بوضع خطط مستقبلية واستراتيجيات مالية تناسبها.

8- مديرية التسويق والإعلام الطبي:

تهتم بعملية التسويق للمنتجات على مستوى الأسواق وإخضاعها لدراسة ميدانية، كما أنها تقوم بمهمة الإعلام الطبي ونشر الإعلانات الخاصة بالمنتجات الصيدلانية، وتقديم المعلومات عنها عن طريق الأخصائيين ومنهم الأطباء على اختلاف تخصصاتهم.

9- مديرية التطوير الصناعي والشراكة:

تقوم بوضع خطط تنموية للمجمع الصناعي، وتتكفل بعملية إدارتها وفق الصلاحيات المخولة لها، أما في مجال الشراكة فإنها تقوم بإبرام عقود مشتركة مع الشركاء الوطنيين أو الأجانب، لذلك فهي تعمل على مراقبة مدى تطابق المواد المنتجة في إطار الشراكة مع المواد الأصلية، وكذلك العمل على تطوير أساسيات الإنتاج وترقية الجودة ونوعية المنتج.

10- مديرية تأمين النوعيات والأعمال الصيدلانية:

وهي تقوم بتأمين مختلف المواد الصيدلانية، وكذا تأمين الصفقات التجارية.

¹ أحمد بن موزة، "التحليل التنافسي ودوره في إعداد الإستراتيجية التسويقية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، مرجع سبق ذكره، ص 153.

² سامية لحول، "التسويق والمزايا التنافسية دراسة حالة - مجمع صيدال لصناعة الدواء في الجزائر -"، مرجع سبق ذكره، ص 356.

11- مديرية المراجعة والتحليل:

هنا يتم ضبط الحسابات للشراكة والقيام بتحليلها ودراستها قصد التسهيل في عملية إدارة الأصول النقدية للمجمع، ومن خلال هذه المديرية يتم القيام بالدراسات المحاسبية والمالية ومراجعة الحسابات الخاصة بالمجمع.¹

الجدول رقم(22): النتائج المحققة في الشركة الأم للسنتين 2010/2009

المعدل المحقق (%)		نتائج السنتين 2010/2009 على التوالي		الوحدة	التعيين
R/O	2010/09				
83	17	9553016	8130905	ألف دينار	رقم الأعمال
14 -	135 -	116804-	335774	جزائري	القيمة المضافة
77	39 -	576784	952877		النتيجة الصافية

Source : Rapport du conseil d'administration 2010, groupe Saidal, p17.

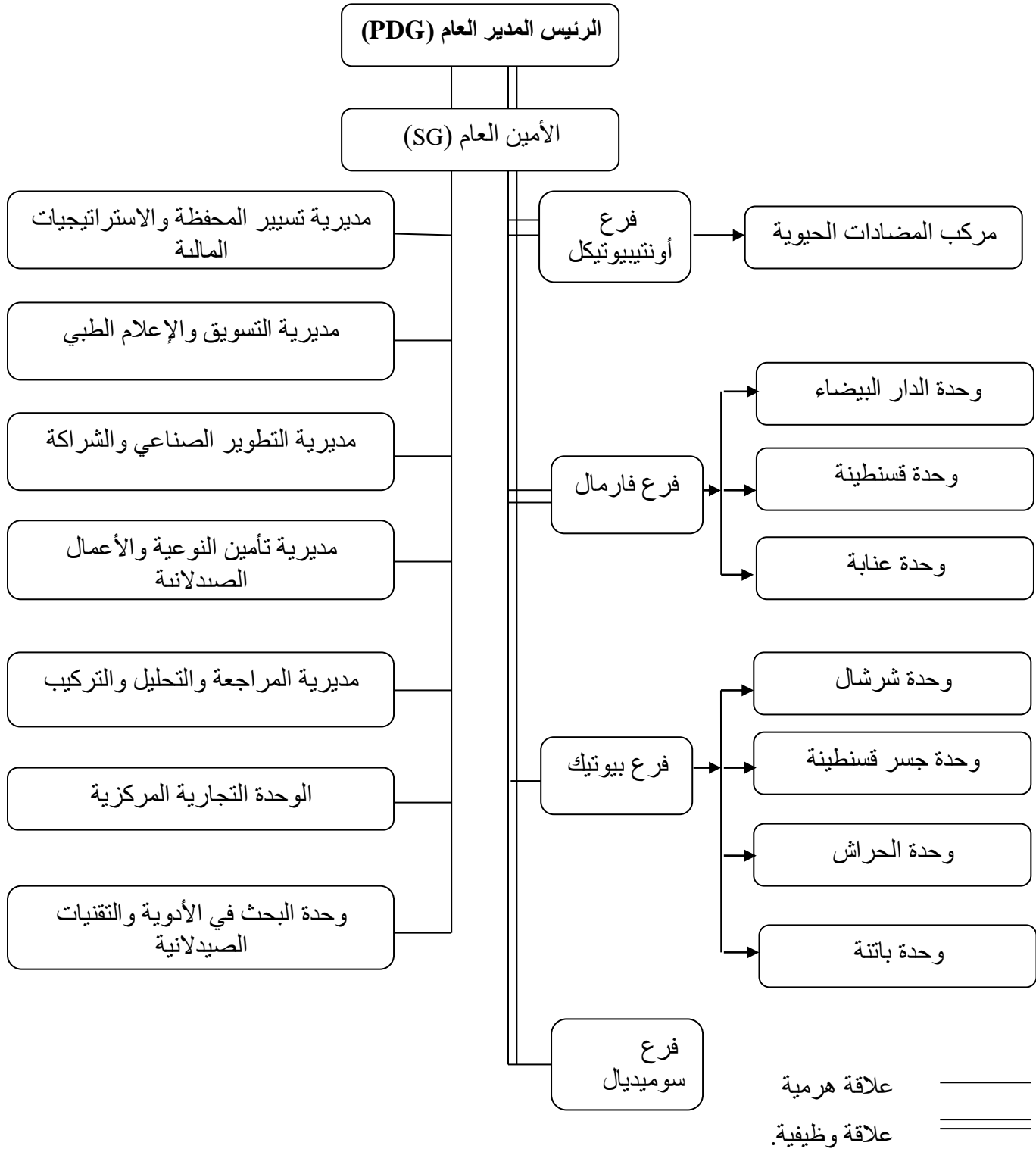
سجل رقم أعمال الشركة الأم ارتفاعا سنة 2010 مقارنة بسنة 2009، وذلك بنسبة 17%. أما فيما يخص القيمة المضافة التي سجلت 577 مليون دينار، بانخفاض قدره 39% مقارنة بالسنة الماضية. وقد حقق المجمع بشكل عام بمختلف فروعه خلال سنة 2010 النتائج التالية:

- رقم أعمال قدره 11196 مليون دج، بارتفاع قدره 05 % مقارنة بسنة 2009.
- الكمية المنتجة من الأدوية 134605 وحد بيع، بقيمة قدرها 8945845 دج.²

¹ الصادق بوشنافة، "الأثار المحتملة لانضمام الجزائر للمنظمة العالمية للتجارة على قطاع صناعة الأدوية - حالة مجمع صيدال -"، مرجع سبق ذكره، ص 288.

² Rapport du conseil d'administration 2010, OP.CIT, p13.

الشكل رقم (15): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر: راضية دغمان، "نظم المعلومات الإستراتيجية ودورها في تعزيز المركز التنافسي للمؤسسة - دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال -"، مذكرة مكملة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2010-2011، ص 167.

المبحث الثاني: مجمع صيدال في البورصة

يعتبر مجمع صيدال من بين المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وهناك قوانين وإجراءات محددة للدخول إلى البورصة، تتمثل فيما يلي:

المطلب الأول: إجراءات دخول مجمع صيدال إلى بورصة الجزائر

ابتداء من شهر جانفي سنة 1998، عقد اتفاق بين المجلس الوطني لمساهمات الدولة CNPE (Commission National des Participations de l'Etat) والشركة العمومية القابضة للكيمياء والصيدلة (Holding public Chimie-Pharmacie)، قصد الخصخصة الجزئية (Privatisation partielle) لمجمع صيدال، وقامت الشركة القابضة بتوكيل مجمع صيدال لإعداد الملف الخاص بدخوله إلى البورصة عن طريق عملية العرض العمومي.

وفي 15 أكتوبر 1998 تم الحصول على تأشيرة الدخول من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، ثم انطلقت المحادثات مع شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)، وهذا لتحديد الإطار التنظيمي لعملية العرض العمومي للبيع التي سيقوم بها مجمع صيدال، وقد اختتمت في نوفمبر 1998. وبعد الاتفاق والتعاقد مع الوسيط في عملية البورصة وهذا بهدف اعتماد وسطاء في عمليات البورصة، وقد اختار المجمع الصناعي صيدال الوسيط الماليون كما يلي:¹

- وسيط منظم لعملية البورصة SOGEFI، وهي المؤسسة المالية العامة. (Société Générale Finacière).
- الوسيط المكلفون بجمع أوامر الشراء:
- المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف SOFICOP (Société financière en Conseil et Placement).
- الراشد المالي، وسيط في عملية البورصة ARRACHED EL MALI.
- مؤسسة توظيف القيم المنقولة SPVM (Société de Placement en Valeurs Mobilière).
- البنوك المكلفة بجميع أوامر الشراء:
- القرض الشعبي الجزائري CPA.
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP.
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR.
- بنك التنمية المحلية BDL.
- الصندوق الوطني للتضامن الفلاحي CNMA.

¹ Groupe Saidal, "Offre Publique de Vente", visa COSOB 04/98 du 24/12/1998, p 01.

ثم جاءت عملية الترويج، وهي مرحلة القيام بعملية النشر والإشهار وهذا لتسويق أسهم المجمع التي ستطرح في السوق، وذلك باتصال جميع الوسطاء الماليين والبنوك التجارية المعتمدين مع جميع فئات المستثمرين.¹

المطلب الثاني : دخول مجمع صيدال إلى البورصة

قام مجمع صيدال بإجراء عملية العرض العمومي للبيع OPV بسعر ثابت، من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم يوم الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف الجمهور، وبسعر معلوم يتم تحديده مسبقاً. حددت قيمة العرض العمومي للبيع بـ 20 % من رأس المال الاجتماعي للمجمع، أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2.000.000 سهم، بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم الواحد، أما رأس المال المتبقي 80 % فيبقى ملكاً للمجمع. و تم تحديد سعر إصدار السهم بـ 800 دج خلال فترة اكتتاب ابتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس 1999.²

ولقد اعتمدت صيدال في عملية الخصخصة من أجل الدخول إلى السوق المالي، طريقة العرض العمومي للبيع بسعر ثابت (L'offre publique de vente)، وقد تم انتهاج هذه الطريقة بالنظر للمزايا التي توفرها وهي كما يلي:

- الخصخصة الجزئية لمجمع صيدال.
- وتوسيع قاعدة الملكية لأفراد المجتمع.
- تنشيط وتطوير السوق المالية وهذا من خلال طرح أسهم المؤسسة للتداول.
- صعوبة احتكار مستثمر أو مجموعة محددة من المستثمرين لهذا المجمع، وهذا بعد توزيع رأس مال هذا الأخير على عدد كبير من المساهمين وبالتحديد عدد الأسهم المسموح بملكيته لشخص واحد.³
- تساهم في استمرارية المؤسسة وذلك من خلال مساهمة الجمهور في اتخاذ القرارات الخاصة بمستقبلهم.
- ولكن هذا لا يمنع من وجود بعض العوائق التي يمكن أن تظهر خلال عمليات طرح الأسهم منها:
- غياب البورصة يقف أمام تطبيق هذه الطريقة.
- برنامج الخصخصة يجب أن يأخذ بين الاعتبار طاقة الادخار للمستثمرين المحتملين خصوصاً على المستوى المحلي.

¹Groupe Sidal, "Offre Publique de Vente", OP.CIT, p 06

² زيدان محمد، نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق"، مرجع سبق ذكره، ص 10.
³ عمورة جمال، "الخصوصية وإصلاح نظام تمويل المؤسسة العمومية في الجزائر"، رسالة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2000، ص 87.

- خصخصة المؤسسات العامة عن طريق الطرح العام للأسهم يجب أن ينظم بصرامة من أجل تجنب تملكها لمجموعة محددة من ذوي المصالح.¹

المطلب الثالث: أسباب دخول مجمع صيدال إلى بورصة الجزائر

تعتبر البورصة في كل دول العالم كمؤشر نجاح للمؤسسات الاقتصادية إذا توفرت مجموعة من الشروط أهمها الشفافية والمصداقية من حيث القوائم المالية للمؤسسة المسعرة في البورصة، بالإضافة إلى توفر الوعي الكامل بثقافة البورصة وأبعادها من قبل المساهمين الحاليين و المحتملين، حتى يمكن التمييز بين المؤسسة التي لها أحسن تسيير صناعي وإداري والمؤسسة التي باءت بالفشل في التسيير، وهذا من خلال الصورة التي تعكسها البورصة التي هي مسعرة فيها.

إن إقرار مديري ومالكي مجمع صيدال بدخول مؤسستهم في السوق المالي كان بمثابة إقرارهم لمتطلباته الضرورية، والتي يمكن تلخيصها في المعايير التالية:

1-1 معايير الأنظمة الإدارية:

إن دخول مجمع صيدال للبورصة يحثه على إدخال المعايير التسييرية الحديثة من أجل تحسين مردودية رأس المال المستثمر، إذ أن الإداريون الموكلين من طرف المساهمين الخواص يعطون الأولوية للقرارات بالأمور المالية بدلا من القرارات السياسية والاجتماعية.

2-1 معايير الأنظمة الإستراتيجية والتجارية:

إن من بين المساعي الرئيسية التي يصبو إليها مجمع صيدال بدخوله للبورصة هو تطوير شهرته التي تسمح بتعريفه على المستويين الوطني والدولي لتحقيق تحالفات وشركاء ذوي كفاءة مما يضمن تأهيله، وتحسين مهارة العاملين، كما يضمن لهم نقل التكنولوجيات المختلفة.

3-1 معايير الأنظمة الاقتصادية:

من بين الأهداف المرجوة من دخول المجمع للبورصة هو البحث على رؤوس أموال لتعويض أموال الاستغلال المقدمة من الدولة، بعدما قررت هذه الأخيرة سحب حصصها الابتدائية، وهذا طبقا للتوجيهات الاقتصادية الوطنية المعتمدة على الانسحاب التدريجي للدولة من تسيير المؤسسات العمومية.²

¹ محمد زرقون، "أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة فندق الأوراسي الجزائر -"، مجلة الباحث 2010/08، جامعة ورقلة، الجزائر، ص 83.

² نقاز أحمد، "دور المراجعة الداخلية في دعم وتفعيل القرار - دراسة حالة مجمع صيدال -"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عمار تلجي، الأغواط، 2007/2006، ص 188.

المطلب الرابع: العوائق التي واجهها مجمع صيدال بعد دخوله إلى البورصة والنتائج المحققة

رغم نجاح عملية العرض العمومي للبيع، وتم بيع كل الأسهم المطروحة، إلا أن هذا لا يمنع من تحقيق بعض النتائج السلبية.

1- العوائق التي واجهها المجمع بعد دخوله البورصة:

حقق المجمع في السنوات الأخيرة نتائج أثبت من خلالها كفاءته وقدرته على بلوغ الأهداف، ولقد زادت شهرته على المستويين الوطني والدولي، الأمر الذي أدى إلى زياد مستمرة في عدد الزبائن الدائمين والمحتملين للمجمع، ولقد أثبت المجمع قدرته العالية في الإنتاج الصيدلاني من حيث الكمية والجودة، فعرف رقم أعماله وحجم إنتاجه منحنى تصاعديا حيث كان هناك ارتفاع في رقم الأعمال بنسبة 7% بين سنتي 2003 و2004 مع زيادة في الكمية المنتجة بنسبة 1.72%، وكان هناك ارتفاع في القيمة المضافة بنسبة 19%. كما حقق المجمع في سنة 2006 و2007 رقم أعمال قدره 12%، كما حقق أيضا في سنة 2008 رقم أعماله بنسبة 23%، وتم تحقيق رقم أعمال 27% سنة 2009 أي بارتفاع قدره 4%، وكذلك سنة 2010 حقق المجمع الصناعي صيدال رقم أعمال قدره 31% أي ارتفاع بقيمة 4% أيضا وبقيمة قدرها 11196 مليون دج.

لكن رغم كل هذه النتائج المحققة إلا أن هذا لم يمنع من الانخفاض المستمر للقيمة السوقية لسهم المجمع في البورصة، ففي 20/09/1999 تاريخ أو تسعير كان سعر السهم يقدر بـ 825 دج، وفي سنة 2000 انخفض السعر السهم بقيمة منخفضة نسبيا وأصبح 800 دج، واستمر الانخفاض في 2001 إلى القيمة 795 كحد أعلى، وفي سنة 2002 انخفض سعر السهم إلى 585 دج، ليستمر في الانخفاض في 2003 فيصبح السعر 470 دج للسهم الواحد، لنخفض كذلك في سنة 2004 إلى 365 دج حتى الفترة. أيضا في سنة 2005 بلغ سعر السهم 360 دج، ثم ارتفع إلى 440 دج في سنة 2006 كأعلى سعر، ونفس السعر قدر في سنة 2007، ليستمر في الانخفاض سنة 2008 ليصبح 410 دج، 400 دج في 2009، ثم ارتفع السعر في سنة 2010 ليصبح في 520 دج، وسجل كذلك سهم صيدال ارتفاعا ملحوظا في سنة 2011 بقيمة قدرها 720 دج، ثم سجل انخفاضا مع بداية 2012 لكل الحصة ليصبح سعر السهم 685 دج. كل هذه النتائج تعبر عن السعر الأعلى لسهم صيدال لكل سنة من السنوات السابقة الذكر.¹

2- النتائج المحققة من عملية الدخول:

حقق مجمع صيدال نتائج مهمة بعد دخوله في بورصة الجزائر تمثلت أهمها فيما يلي:

- زيادة شهرة المجمع على المستويين الوطني والدولي.
- اعتماد طرق ونماذج تسييرية حديثة، زادت من وعي وفاعلية العاملين، للتحسين المستمر لقدرات المجمع.

¹ www.sgbv.dz

- اعتماد أساليب رقابية علمية ورشيده، أدت إلى الضبط الداخلي الفعال لأنشطة المجمع.
- التعجيل في تحقيق المشروعات المشتركة.
- اكتساب مهارات عالية في إظهار الصورة السليمة والصحيحة والصادقة لأرقام المجمع، والتي ساهمت بقدر عالي في عمليات اتخاذ القرارات المختلفة.¹

المبحث الثالث: تعبئة موارد مجمع صيدال عن طريق بورصة الجزائر

هناك عدة مصادر لتعبئة موارد مجمع صيدال، قد تكون ذاتية أو عن طريق البورصة، أو عن طريق مصادر أخرى، وقد تكون البورصة أفضل الطرق لتعبئة هذه الموارد خلافا عن المصادر الذاتية.

المطلب الأول: الاكتتاب العام في مجمع صيدال

يعد الطرح أو الإيجاب العام للاكتتاب عن طريق البورصة إحدى أنجع الطرق التي تؤدي إلى تحسين الأداء الاقتصادي للقطاع العمومي وإعادة الهيكلة لتحسين الأداء، وعليه سنحاول التعرف على عملية الاكتتاب العام الخاصة بالمجمع الصناعي صيدال من خلال الأسئلة التالية:

س 1- كيف أكون مساهم في مجمع صيدال؟

ج 1- نشترى أسهم صيدال عن طريق العرض العمومي للبيع (OPV).

س 2- من يستطيع شراء هذه الأسهم؟

ج 2- كل شخص طبيعي أو معنوي.

س 3- متى نستطيع شراء هذه الأسهم؟

ج 3- من 15 فيفري 1999 إلى 15 مارس 1999. (السوق الأولية)

ونستطيع الشراء من مختلف الوكالات التجارية التالية:

. CPA, BNA, CNEP, BADR, BEA et CNMA .

أو من خلال الوسطاء في عمليات البورصة (IOB) الذين يضعون تحت تصرفكم أمر الشراء، وهم:

SOGEFI, SOFICOP, ERRACHED EL MALI et SPDM

نفس هذه الأوامر يجب أن تكون اسمية ومحددة، سواء من حيث الأشخاص الطبيعية أو الأشخاص

المعنوية.

• أشخاص طبيعية:

- رقم الأمر.
- البيانات التامة بمانح الأمر.
- اسم ولقب الشخص الطبيعي.
- عدد الأوامر المقدمة.

¹ نفاذ أحمد، "دور المراجعة الداخلية في دعم وتفعيل القرار - دراسة حالة مجمع صيدال -"، ص 189.

- تاريخ الإيداع.
- أشخاص معنوية:
- المقر الاجتماعي.
- رقم السجل التجاري.

كل شخص سواء طبيعي أو معنوي، لا يستطيع إيداع إلاّ أمر شراء واحد، ومن وسيط واحد. وفي حالة إيداع عدة أوامر لعدة وسطاء ماليين، فإن أمر واحد ينفذ بحسب الكمية المطلوبة.

س 4: ماهي أصناف أوامر الشراء؟

ج 4: وتشمل الأوامر التالية:

- الأمر أ: التأسسيون.
- الأمر ب: أشخاص معنويين.
- الأمر ج: عمال مجمع صيدال.
- الأمر د: أشخاص طبيعيين.

- تسوية أوامر الشراء:

تتم تسوية أوامر الشراء من طرف مانح الأمر التابع للوكالات التجارية أو الوسطاء الماليين السابق ذكرهم.

س 5: ماهو عدد الأسهم التي يمكن شراءها؟

ج 5: بحسب الأصناف، العدد محدد وفق مايلي:

1- بالنسبة للأشخاص الطبيعية:

- عمال مجمع صيدال: 40 سهم كحد أعلى.
- أشخاص طبيعية أخرى: 2000 سهم كحد أعلى.

2- بالنسبة للأشخاص المعنوية:

- التأسسيون 300000 سهم كحد أعلى و 4000 كحد أدنى.
- أشخاص معنوية أخرى: 30000 سهم كحد أعلى مع 400 سهم كحد أدنى.

س 6: متى يتم توزيع شهادات الأسهم؟

ج 6: تسلم شهادات الأسهم للمساهمين الجدد في أجل لا يتجاوز ثلاثة أسابيع، بعد الإعلان عن النتائج من قبل

شركة تسيير بورصة القيم.¹

س 7: ماهي ضمانات سيولة الأسهم؟

¹ Groupe saidal, "Offre Publique de Vente", OP.CIT, p 06 - 07.

ج 7: يتم عقد السيولة بين مجمع صيدال والبنك المتعامل معه، من أجل ضمان وتحقيق العمليات الخاصة بسهم صيدال.¹

يجدر الإشارة أن الجمعية العامة العادية القائمة في 29 جوان 1998 قررت اقتطاع 50.000.000 دج، ليكن 12,8% من الأرباح الصافية لسنة 1997 مخصصة لتوزيع الأرباح السنوية (les dividendes).²
المطلب الثاني: نتائج العرض العمومي للبيع (OPV)

قد نجحت عملية العرض العمومي للبيع وكانت مربحة، حيث كان طلب شراء الأسهم أكبر من عرضها ب43%، أي كانت الكمية المطلوبة من الأسهم 2.851.413 سهم، في حين أن الكمية المعروضة منها هي 2.000.000 سهم³، وقد تم طرح هذه الأسهم في كل ولايات الوطن لـ 19288 مساهم جديد والذين يتوزعون كما يلي:⁴

الجدول رقم(23): نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
5.13 %	102658	المؤسسات المالية
4.48 %	89615	الأشخاص المعنويين الآخرين
0.83 %	16514	عمال مجمع صيدال
89.56 %	1791213	الأشخاص الطبيعيين الآخرين
100 %	2000000	المجموع

المصدر: زيدان محمد، نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 22/21 نوفمبر 2006، ص 10.

¹ Groupe saidal, "Offre Publique de Vente", OP.CIT, p 07.

² Groupe saidal, I Bid, p 01.

³ Rapport Annuel 1999, Holding public Chimie-Pharmacie, EPE.SPA, Group Industriel Saidal, P 26.

⁴ زيدان محمد، نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق"، مرجع سبق ذكره، ص 10.

المطلب الثالث: تقييم ودراسة تغيرات أسهم صيدال

يمكن تقييم أسهم مجمع صيدال من خلال مجموعة من المتغيرات تتمثل فيما يلي:

1- القيمة المتبادلة لسهم صيدال:

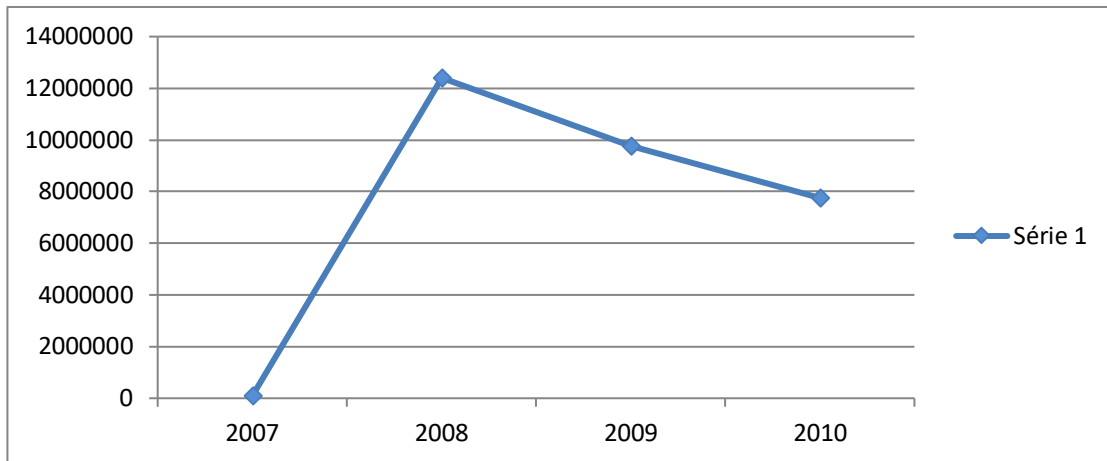
شهد سهم صيدال ارتفاعا ملحوظا من حيث القيمة المتبادلة لسنة 2008 مقارنة بسنة 2007، إذ ارتفع من 88000 دج إلى 12398570 دج، أي ارتفاع في القيمة المتبادلة بلغ 12310570 دج. أما في سنة 2009 فقد انخفضت القيمة من 12398570 دج إلى 9761345 دج، أي انخفاض قدره - 2637225 دج،² كما سجلت أيضا سهم صيدال نتيجة سلبية في القيمة المتبادلة للسنة المالية 2010 مقارنة بالسنة 2009، فقد انخفضت القيمة من 9761345 دج إلى 7763465 دج، وتقدر قيمة الانخفاض ب - 1997880 دج.³ ونتائج القيمة المتبادلة للسنوات المالية السابقة يمكن إيضاحها في الجدول التالي:

الجدول رقم(24): القيمة المتبادلة لسهم صيدال

المجموع	ق م 2010	ق م 2009	ق م 2008	ق م 2007	سهم صيدال
30011380	7763465	9761345	12398570	88000	

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 40. والنتائج السابقة يمكن تجسيدها في الشكل التالي:

الشكل رقم(16): تطور القيمة المتبادلة لسهم صيدال (2010 - 2007)



المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2008"، الصادر في 30 أبريل 2009، ص 23.

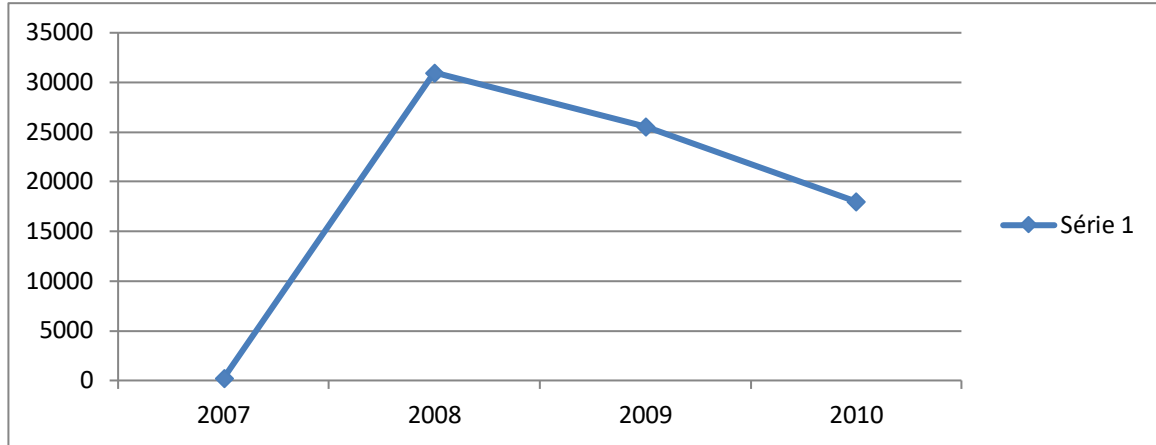
² لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2009"، مرجع سبق ذكره، ص 30.

³ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، مرجع سبق ذكره، ص 40.

2- الحجم المتبادل:

بلغ الحجم المتبادل فيما يخص السنة المالية 2008، 31002 سند، أي بارتفاع مقارنة بالسنة الماضية بقيمة قدرها 30782 سند. أما سنة 2009 فقد سجل الحجم المتبادل قيمة 25521 سند بانخفاض قدره -5481 سند مقارنة بالسنة الفارطة. كما شهد الحجم المتبادل في بورصة الجزائر فيما يخص سند صيدال سنة 2010 انخفاضا محسوسا في حدود 7483 سند مقارنة بالسنة المالية 2009.¹

الشكل رقم (17): تطور الحجم المتبادل لسهم صيدال (2010 - 2007)



المصدر: من إعداد الطالبتين، بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

الجدول الموالي يوضح كل المبادلات الخاصة بمجمع صيدال من حيث الحجم والقيمة خلال سنة 2010، ابتداء من شهر جانفي إلى غاية شهر ديسمبر.

الجدول رقم (25): المبادلات من حيث الحجم والقيمة لسهم صيدال للسنة المالية 2010

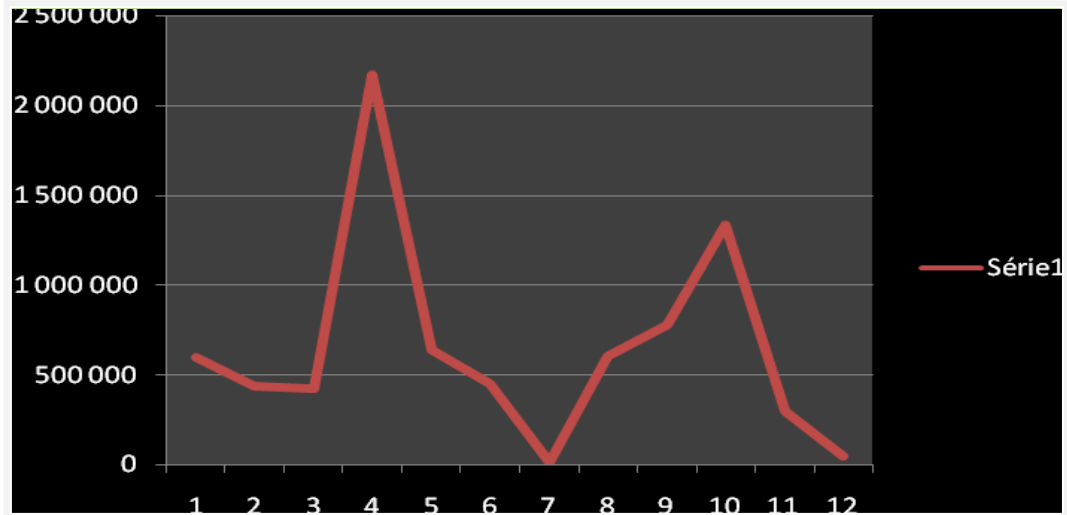
عدد المبادلات	القيمة المتبادلة	الحجم المتبادل	الشهر
7	593620	1489	1
8	433200	1083	2
17	421605	1041	3
14	2169990	5358	4
10	639510	1567	5
5	451120	1039	6
1	9400	20	7
4	599250	1275	8
2	776910	1653	9
× 1	1.331040	2832	10

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، مرجع سبق ذكره، ص 41.

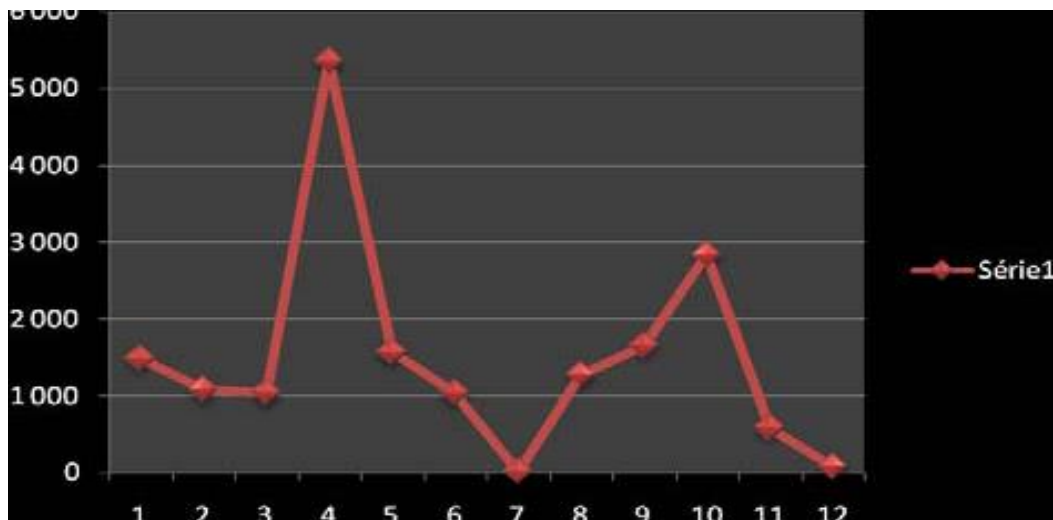
3	293100	595	11
3	44720	86	12
84	7763465	18038	المجموع

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 40. والشكلان المواليان يعبران عن النتائج السابقة.

الشكل رقم (18): تطور القيمة المتبادلة لسهم صيدال للسنة المالية 2010



المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 40. الشكل رقم (19): تطور الحجم المتبادل لسهم صيدال للسنة المالية 2010



المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 41.

3- الأوامر المقدمة لأسهم صيدال:

يمكن إيضاح الأوامر المقدمة لأسهم صيدال في الجدول التالي:

الجدول رقم (26): الأوامر المقدمة لسهم صيدال

سند صيدال	حجم الشراء	حجم البيع	النزعة
2008	44861	184758	شاري
2009	143797	138917	شاري
2010	296059	28315	شاري
المجموع	484717	351990	/

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 43.

4- الحصص المثمرة:

يبين الجدول التالي أن السنة المالية 2008 شهدت ارتفاعا ملحوظا في عدد الجلسات المثمرة 32 حصة زيادة عن السنة المالية الماضية، أي بنسبة قدرها 34% من وتيرة التسعير. كما نلاحظ أيضا أن هناك انخفاض طفيف بجلسة واحدة (1-1).¹

الجدول رقم (27): الحصص المثمرة لسند صيدال

سند صيدال	2007	2008	2009
عدد الحصص	03	35	34

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2009"، الصادر في فيفري 2010، ص 30.

4- تطور أسعار سهم صيدال:

مرت أسهم مجمع صيدال كغيرها من أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، بتقلبات حادة منذ عملية الإصدار الخاصة بالأسهم، والجدول التالي يعبر عن أسعار الأسهم ابتداء من سنة 1999 إلى غاية آخر حصة 09 ماي 2012.

¹ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، "دليل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"، مرجع سبق ذكره،

الجدول رقم (28): تطور أسعار سهم صيدال (1999 - 2012) (دج)

سهم صيدال	السعر الأعلى	السعر الأدنى	التذبذب
1999	825	765	60
2000	800	710	90
2001	795	510	215
2002	585	370	215
2003	470	380	90
2004	365	345	20
2005	360	345	15
2006	440	360	80
2007	440	400	40
2008	410	380	30
2009	400	380	20
2010	520	390	130
2011	725	530	195
2012	685	685	0

المصدر: من إعداد الطالبتين، إنطلاقاً من الموقع www.sgbv.dz.

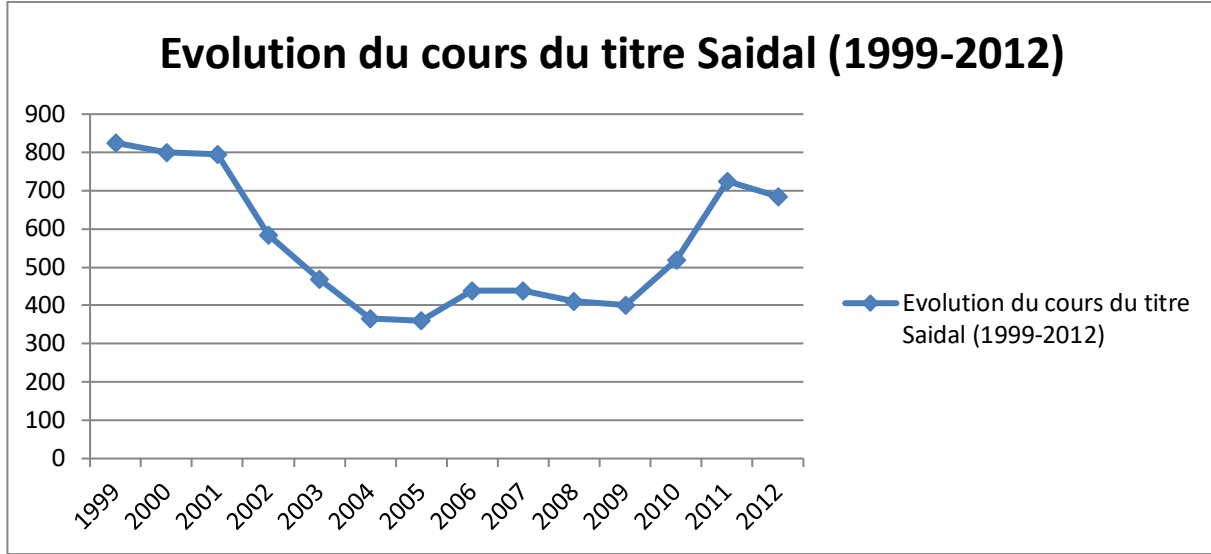
ويمكن إرجاع هذه التطورات إلى المشاكل التي يواجهها المجمع في البورصة والتي تتمثل أساساً فيما يلي:

يلي:

- نقص ثقافة البورصة عند المواطنين (أصحاب رؤوس الأموال).
 - نقص النشاط على مستوى السوق الثانوية، بسبب العدد الضئيل للمتعاملين داخل البورصة إذ أن أقصى عدد عمليات البيع والشراء (تحويل) داخل البورصة في اليوم والتي تخص أسهم المجمع هي 5 عمليات.
 - ارتفاع سعر تكلفة شهادة السهم.
 - صعوبة توزيع حصص أرباح الأسهم على مستوى البنوك والمؤسسات الوسيطة في البورصة.¹
- ويمكن التعبير عن البيانات السابقة في الشكل البياني التالي:

¹ نقاز أحمد، "دور المراجعة الداخلية في دعم وتفعيل القرار - دراسة حالة مجمع صيدال -"، ص 191.

الشكل رقم (20): تطور أسعار سهم صيدال (1999 - 2012)



المصدر: من إعداد الطالبتين، إنطلاقاً من الموقع www.sgbv.dz.

5- الرسملة في البورصة:

بلغت الرسملة المصفقية (في البورصة) بتاريخ 2008/12/31 ثلاثة ملايين وثمانية مليون دينار جزائري (3800000000)، نفس القيمة سجلت بالنسبة للسنة المالية 2009. أما سنة 2010 استقرت الرسملة المصفقية عند المبلغ 5200000000 دج، أي تسجيل ارتفاع قدره 1400000000 دج. وتستمد هذه النتيجة مصدرها من ارتفاع سعر سهم صيدال في سنة 2010.¹

الجدول رقم (29): الرسملة المصفقية

المجموع	2010	2009	2008	سند صيدال
/	520	380	380	السعر
/	10000000	10000000	10000000	عدد السندات المتداولة
12800000000	5200000000	3800000000	3800000000	الرسملة المصفقية دج

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011، ص 42.

¹ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، "التقرير السنوي 2010"، مرجع سبق ذكره، ص 42.

المطلب الرابع: الآفاق التوسعية لمجمع صيدال

يطمح مجمع مستقبلا أن يحقق مجموعة من المشاريع نذكر منها:

1. إبرام عقود الشراكة مع أكبر المختبرات العالمية.
2. تعزيز مكانة المجمع الغالبة في السوق الجزائرية عن طريق توسيع قائمة منتجاتها ورفع إنتاجيته، وتقديم أدوية منافسة من حيث الجودة والسعر.
3. تكثيف الجهود في الميدان الطبي والتجاري.
4. تحفيز البحث والتطوير.
5. الاحتكاك والاطلاع على التكنولوجيا كبرى المختبرات العالمية.¹
6. إنتاج كل أنواع الأنسولين التقليدية والعصرية سنة 2015.
7. إنتاج الأدوية المضادة للسرطان.
8. تمكين مجمع صيدال من تغطية السوق ب 70% من السوق الوطنية للدواء في آفاق 2014، من خلال إعطاء الأولوية للأدوية المطلوبة المقدرة ب 180 من أصل 260 حسب قدرات الإنتاج الحالية.²

¹ عمورة جمال، "الخصوصية وإصلاح نظام تمويل المؤسسة العمومية في الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص 88.
² شريفي فاطمة، "مجمع صيدال يشرع قريبا في إنتاج الأنسولين"، مقالة منشورة بتاريخ 2012/04/22، متاح على الموقع www.elayem.com.

خاتمة الفصل:

لقد تم في هذا الفصل تطبيق موضوع البحث على مجمع صيدال لصناعة الأدوية في الجزائر، وبعد استعراض هذه الحقائق و النتائج، تبين لنا بأن بورصة الجزائر كان لها الأثر الإيجابي على مجمع صيدال و ذلك في المدى القصير، لكن بعد ذلك أدت بالمؤسسة و الدولة إلى تحمل خسائر كبيرة، و يمكن إسناد ذلك إلى الأسباب التالية:

- نقص خبرة مجمع صيدال في مجال المعاملات المالية في البورصة، حيث أن بورصة الجزائر حديثة النشأة.
 - الانخفاض المستمر لسعر الأسهم الخاصة بالمجمع.
 - عدم وجود سوق حقيقي للبورصة في الجزائر، حيث ما هي إلا بورصة مصغرة « micro-bourse ».
 - المؤسسات التي دخلت البورصة لم يكن لديها الحجم المالي الكافي لدعم هذه المؤسسة المالية.
 - عدم انضباط مساهمي مجمع صيدال في حضور الجلسات في البورصة.
 - لا توجد دعامة حقيقية لتمويل هذا الجهاز المالي.
- لذلك يجب النظر في كل هذه العوامل و محاولة معالجة الاختلال فيها من أجل تحقيق الأهداف التي تصبو إليها بورصة الجزائر وكذا المؤسسات المدرجة فيها.

من خلال دراستنا للسوق المالي وعلاقته بالبدائل التمويلية في المؤسسة الاقتصادية توصلنا إلى أن للسوق المالي أهمية بالغة سواء من خلال مكوناته أو من خلال وظائفه، إذ يعمل على تسهيل انتقال رؤوس الأموال من المدخرين (أصحاب الفائض المالي) إلى المستثمرين (أصحاب العجز المالي)، كما يعمل على تنشيط السيولة وتعبئة المدخرات فضلا عن التخصيص الأمثل للموارد في القطاعات المنتجة.

وقد أدى التطور التكنولوجي السريع إلى التأثير على الأسواق المالية من خلال التغيير الذي مس طرق التداول والمنتجات المتداولة في السوق بما يكفل التقليل من تكاليف المعاملات والسرعة والدقة في التنفيذ. وتعتبر درجة كفاءة البورصات معيارًا لقدرتها على تأدية وظائفها، ولن تتحقق هذه الكفاءة إلا إذا قامت البورصة بعكس المعلومات الوافدة إليها وتوقعات خبراءها في أسعار التداول اليومية.

كما يعتبر السوق المالي من أهم آليات اقتصاد السوق باعتباره مصدر من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية، وذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهما كانت أو سندات. وقد اتضح أن الوساطة المالية كانت السمة السائدة في الاقتصاديات المختلفة، لكن مع تطور الحياة المالية وتحت ضغط تكاليف التمويل من جهة، وسهولة دخول الأسواق المالية من قبل الأعوان الاقتصاديين للتزود برؤوس الأموال من جهة ثانية، ازداد اللجوء إلى الوساطة المالية كإستراتيجية لتمويل مشاريع الشركات والحكومات. إذ أصبحت هذه الأخيرة تستفيد أكثر فأكثر من الادخار الوطني والعالمي. كما أدى ذلك إلى تطوير أسواق رؤوس الأموال وابتكار أدوات مالية وتحسين تخصيص مصادر التمويل.

و لما كان هذا هو واقع سوق الأوراق المالية من حيث أهميته في الاقتصاد الوطني لأي بلد، سارعت الجزائر إلى إنشاء بورصة للقيم المنقولة التي جاءت في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها مطلع الثمانينات. وقد تم تأسيس البورصة عمليا بصدور المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي بموجبه تم إحداث الهيئات المنظمة لها وذلك بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم. ورغم مرور حوالي عشرون سنة على إطلاقها إلا أن عمل البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها، واستياء الشركات المدرجة فيها من عدم تحقيق موارد مالية إضافية، وفي مقدمتها انسحاب رياض سطيف، وربما يكون هذا حال باقي المؤسسات الأخرى ذات أسهم مثل مجمع صيدال وفندق الأوراسي، ولا يزال دور السوق المالي في الاقتصاد الوطني ضئيلا جدا مقارنة بالبورصات العالمية، أو حتى الدول المجاورة.

ونظرا لإفرازات العولمة المالية التي أضحت العالم يتفاعل ويتعايش معها بإيجابية كبيرة تقتضي ضرورة الاهتمام بتطوير السوق المالي كإحدى الأطراف الفاعلة في سياق التنافس الدولي المحمول بين المراكز المالية لجذب الاستثمارات وتوجيهها نحو أفضل الاستخدامات.

أما أهم النتائج المتوصل إليها من خلال بحثنا المتواضع هي:

- يفقر الاقتصاد الجزائري إلى سوق مالية بالمفهوم المتعارف عليه، لاسيما في وجود سوق للإصدار نشيطة كضرورة لوجود سوق التداول.
- نقص ثقافة البورصة لدى المواطنين.
- العدد القليل للشركات المسجلة ببورصة الجزائر مقارنة مع البلدان الناشئة الأخرى، فمثلا بورصة الدار البيضاء بالمغرب تضم 53 شركة، وبورصة تونس تضم 50 شركة.
- عدم التنوع في الأوراق المالية في بورصة الجزائر، فبعد انسحاب مؤسسة رياض سطيف أصبحت تحتوي على سهمين عاديين فقط، سهم لمجمع صيدال والآخر لفندق الأوراسي، وسندات عادية، وبالتالي وجب التنوع في إصدارها حتى يتسنى للمستثمرين التنوع في محافظهم المالية، وبالتالي التقليل من المخاطر.
- عدم تحقيق مجمع صيدال موارد مالية إضافية، والانخفاض المستمر لسعر السهم.
- نجاح القرض السندي لأنه يمكن المكتتبين المحافظة على معدل فائدة ثابتة.
- انخفاض الطلب على الأسهم لقلة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي.
- عدم انعكاس إصلاح الأسواق المالية على خصخصة الشركات العمومية خاصة في الجزائر، في الوقت الذي كان يفترض أن تقوم البورصة بتدعيم هذا المسار.
- النقص الكبير الذي تعاني منه بورصات الجزائر في مجال نشر المعلومات حول الأسواق المالية، مما ساهم في نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التوظيفات.
- ومن هذا المنطلق يمكن إعطاء بعض الاقتراحات التي من شأنها رفع مستوى أداء البورصة، وهي

كالتالي:

- خلق بيئة اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية لحشد المدخرات.
- تطوير القطاع المالي ككل لمواكبة التطورات الدولية.
- دعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين كأن تقدم حوافز للمقدمين على التعامل في السوق المالي.

- ترقية الإفصاح والشفافية بتطوير المعايير المحاسبية العالمية ومعاينة الشركات عن تقصيرها في هذا الجانب.
- تحرير المعاملات المالية وإزالة القيود الإدارية وتبسيط إجراءات الاستثمار.
- العمل على ربط بورصة الجزائر بالبورصات العالمية للاستفادة من تجارب الآخرين.
- توسيع استخدام شبكة الانترنت من خلال تنشيط مواقع الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي بما يضمن وصول المعلومات في الوقت المناسب للمتعاملين في السوق، عبر نشر تقارير دورية تخص نشاط السوق، وتوفير دراسات حول التوقعات المستقبلية محلياً ودولياً في المجال الاقتصادي والمالي.
- الإسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة.
- مراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج وكذا شركات الوساطة المالية.
- العمل على إرساء ثقافة البورصة لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام وكذا شبكة الاتصال العالمية.
- تطوير وسائل الدفع والتخليص والتحويل.
- زيادة الإشهار والإعلان عم أسهم مجمع صيدال، لجذب فئة كبيرة من المستثمرين المحتملين.

قائمة المراجع:

الكتب باللغة العربية:

1. أبو موسى رسمية أحمد، الأسواق المالية والنقدية، المعتر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
2. الحاج طارق، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
3. الحناوي محمد صالح، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية "البورصة والبنوك التجارية"، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2002.
4. الخضير محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1996.
5. الداغر محمود محمد، الأسواق المالية (مؤسسات- أسواق- بورصات)، الطبعة العربية الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
6. الزبيدي حمزة محمود، الإستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
7. الزغبى فايز، عبيدات محمد ابراهيم، أساسيات الإدارة الحديثة، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
8. الشناوي إسماعيل أحمد، مبارك عبد النعيم، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
9. آل ثبيب دريد كامل، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
10. النجار فريد، البورصات الهندسية، مؤسسات شباب الجامعة، مصر، 1999.
11. أندراوس عاطف وليد، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
12. أندراوس عاطف وليد، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
13. أوكيل سعيد، وظائف ونشاطات المؤسسة الصناعية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1992.
14. بلعزوز زين علي، الطيب امحمد محمد، دليلك في الاقتصاد، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
15. بني هاني حسين، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)، الطبعة الأولى، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002.
16. بوراس أحمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.

17. بوسقيعة أحمد، الوجيز في القانون الجزائري الخاص، الجزء الثاني، الطبعة الرابعة، دار هومة، الجزائر، 2006.
18. جويدان الجمل جمال، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
19. حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002.
20. حنفي عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق، الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2006-2007.
21. حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، أسواق المال (بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات تأمين- شركات استثمار)، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2000.
22. خوني رابع، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008.
23. دليو فضيل، اتصال المؤسسة، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2003.
24. شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
25. صافي وليد، البكري أنس، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
26. صخري عمر، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
27. عبد الرحيم عاطف زاهر، إدارة العمليات النقدية والمالية (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الولاية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
28. عبد العال حماد طارق، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
29. عبد المجيد ضياء، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2003.
30. عبود صمويل، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1984.
31. عدون ناصر دادي، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الأولى، دار المحمدية، الجزائر، 1988.
32. عرباجي إسماعيل، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
33. عطا غنيم حسين، دراسات في التمويل، الطبعة الأولى، جامعة القاهرة، مصر، 1999.
34. علي الناقي أحمد أبو الفتوح، نظرية النقود والأسواق المالية (مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية)، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001.
35. كويل بريان، أسواق رأس المال، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2005.
36. لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.

37. مبروك حسين، المدونة النقدية والمالية الجزائرية (لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة)، الطبعة الأولى، دار هومة، 2004.
38. مجيد ضياء، البورصات (أسواق المال وأدواتها)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
39. محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002.
40. محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة (البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية)، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002.
41. محمد عبد العزيز سمير، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997.
42. هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية (الأسهام والسندات)، الطبعة الثانية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
43. هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
44. ياسين محمد يوسف، البورصة (عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم)، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004.
45. يوسف أحمد عبد الوهاب، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008.

الكتب باللغة الأجنبية:

1. Boyer, M. poireé et E. salin, précis d'organisation et gestion de la production, 1982, Edition d'organisation , paris.
2. Ismail Noureddine, reforme du marché financier en Algérie (principaux axes de développement et modernisation du marché du marché financier en Algérie), COSOB, ministère de finance, atelier marché financier, juillet 2008.
3. Mabrouk Hocine, code monétaire et financier algérien (Banque d'Alger, COSOB, Bourse, Trésor, Assurances) , première édition, édition Houma, 2003.

الرسائل والأطروحات:

1. براق محمد، " بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية"، أطروحة دكتوراه، الجزء 2 ، معهد العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 1999-2000.

2. براهيمية أمال، " التطورات الاقتصادية العالمية الحديثة وانعكاساتها على المؤسسات الاقتصادية "، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص نقود ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2004/2003.
3. بلعور سليمان، "أثر إستراتيجية الشراكة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة - مجمع صيدال -"، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة أعمال، جامعة الجزائر، 2004/2003.
4. بن لكحل نوال، " الأسواق المالية: آلياتها ودورها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.
5. بن مويزة أحمد، "التحليل التنافسي ودوره في إعداد الإستراتيجية التسويقية بالمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال -"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير تخصص علوم التسيير، فرع التسويق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2006/2005.
6. بوشنافة الصادق، "الأثار المحتملة لانضمام الجزائر للمنظمة العالمية للتجارة على قطاع صناعة الأدوية - حالة مجمع صيدال -"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تخطيط، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007/2006.
7. دغمان راضية، "نظم المعلومات الإستراتيجية ودورها في تعزيز المركز التنافسي للمؤسسة - دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال -"، مذكرة مكملة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2010-2011.
8. شرياق رفيق، "دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال - حالة الجزائر -"، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2005-2004.
9. صديقي كمال، "جرائم البورصة في التشريع الجزائري - دراسة مقارنة-"، مذكرة التخرج لنيل إجازة المدرسة العليا للقضاء، وزارة العدل، الدفعة السابعة عشر، 2007-2006.
10. عمورة جمال، "الخصوصية وإصلاح نظام تمويل المؤسسة العمومية في الجزائر"، رسالة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2000.
11. لحول سامية، "التسويق والمزايا التنافسية دراسة حالة - مجمع صيدال لصناعة الدواء في الجزائر -"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم، شعبة تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008-2007.

12. مبارك سامي، " فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس."، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2003-2004.
13. ملال محمد طارق، " تمويل التنمية الاقتصادية وأهمية جباية القيم المنقولة في البورصة مع دراسة حالة بورصة الجزائر"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1998-2001.
14. نقاز أحمد، " دور المراجعة الداخلية في دعم وتفعيل القرار - دراسة حالة مجمع صيدال -"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثلجي، الأغواط، 2006/2007.
15. هلال غنية، "النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2001/2002.
16. يرقى حسين، "إستراتيجية تنمية الموارد البشرية في المؤسسة الاقتصادية - حالة سونطراك -" أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص تسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008.

الجراند والمجلات:

1. خبابة حسان، " بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق"، مجلة العلوم الإجتماعية والإنسانية، العدد 08، جامعة باتنة، جوان 2003.
2. زرقون محمد، "أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة فندق الأوراسي الجزائر -"، مجلة الباحث 2010/08، جامعة ورقلة، الجزائر.
3. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة"، التقرير السنوي 2004.
4. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، "التقرير السنوي 2008"، الصادر في 30 أفريل 2009.
5. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، " التقرير السنوي 2009"، الصادر في فيفري 2010.
6. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، " التقرير السنوي 2010"، الصادر في فيفري 2011.
7. مريميت عديلة وآخرون، "إستراتيجية اللاوساطة كنموذج تمويلي معاصر: دراسة حالة تونس"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
8. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية(دراسة لواقع أسواق رأس الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها)، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009-2010.

9. Group Saidal, "Offre Public de Vente ", Visa COSOB 04/98 du 24/12/1998.
10. Journal officiel algérien, Numéro 34, le décret législatif N-93-10 du 23 mai 1993, P6.
11. Rapport Annuel 1999, Holding Public Chimie-Pharmacie, EPE, SPA, Group industriel Saidal.
12. Rapport du conseil d'administration 2010, groupe saidal.
13. Saidal Infos N° 4, 1999.
14. SGBV: la bourse des valeurs, support documentaire, 1998.
15. Synthèse de l'opération appel public à l'épargne, Eriad-Sétif, 1999, p07.
16. SPA DAHLI, «NOTICE D'INFORMATION POUR EMISSION OBLIGATAIRE GRAND PUBLIC », 13 décembre 2008.

الملتقيات:

1. براق محمد، "محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة ، أيام: 22 و 23 أبريل 2003.
2. دالي علي لمياء، "مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2002.
3. زيدان محمد، نورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والأفاق"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 22/21 نوفمبر 2006.
4. قورين حاج قويدر، وآخرون، "تأهيل قطاع السوق المالي كمدخل لتدعيم تنافسية الاقتصاد الجزائري بالاعتماد على النظام المحاسبي الجديد(SCF)", الملتقى الدولي الرابع حول: المنافسة والإستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبية بن بو علي، شلف، يومي 08 - 09 نوفمبر 2010.
5. وصاف عتيقة، عاشور سهام، "مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر

والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 22/21
نوفمبر 2006.

المواقع الإلكترونية:

1. أعراب ليلي، " الحكومة مطالبة بمنح تحفيزات جبائية لإنعاش سوق القيم"، مقالة منشورة بتاريخ
2009/02/25، على الموقع www.djarairess.com.
2. أليانس للتأمينات، "أليانس للتأمينات تطلق عملية رفع رأسمالها بالجوء إلى الاكتتاب العام ودخول
البورصة"، مقالة منشورة بتاريخ 2010/01/17، على الموقع www.allianceassurances.com.
3. بورصة الجزائر، "الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"، متاح على الموقع
www.cosob.org.
4. بورصة الجزائر، " دليل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة"، تاريخ النشر 2012/03/15، متاح على
الموقع www.sgbv.dz.
5. بورصة الجزائر، "سير عمل بورصة الجزائر"، تاريخ النشر 2012/03/08، متاح على الموقع
www.sgbv.dz.
6. شركة سونلغاز، تاريخ النشر 2012/03/21، متاح على الموقع www.sonelgaz.dz.
7. شريفي فاطمة، "مجمع صيدال يشرع قريبا في إنتاج الأنسولين"، مقالة منشورة بتاريخ 2012/04/22،
متاح على الموقع www.elayem.com.
8. علة مراد، "معوقات سير البورصة في الجزائر"، مقالة منشورة بتاريخ 2012/12/10، على الموقع
www.4shared.com.
9. فرفارة مصطفى، "إجراءات تسهيل دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سوق البورصة"، مقالة
منشورة بتاريخ 2011/01/17، على الموقع www.ennaharonline.com.
10. فلاح صالح، "بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل
الاستثمار"، مقالة منشورة بتاريخ 2011/12/02، على الموقع www.4shared.com.
11. نبذة عن مجمع اتصالات الجزائر، تاريخ النشر 2012/03/24، متاح على الموقع
www.algerietelecom.dz.
12. www.saidalgroup.dz.
13. www.sgvb.dz.

يسمح السوق المالي للمؤسسة الاقتصادية بالتمويل والاستثمار، من خلال الاتصال المباشر بين العرض والطلب على رأس المال، و نتحدث هنا عن نظام اللاوساطة بعكس النظام المصرفي (الوساطة المالية). حيث تحصل الشركة على موارد مالية إضافية من خلال الاكتتاب العام في البورصة أو رفع من رأس المال. وقد مكنت الأسواق المالية الشركات على النمو وتطوير المشاريع التي لا تستطيع تمويلها بنفسها، وتسمح البورصة كذلك بتحويل المخاطر من خلال المفاوضات على الأسهم والسندات، كما تسمح للمستثمرين (شركات، مساهمين، دائنين...) لحماية أنفسهم من المخاطر (مخاطر العملة، سعر الفائدة، مخاطر الائتمان، وتغير الأسعار...) من خلال استخدام المشتقات المالية، العقود الآجلة، العقود المستقبلية والخيارات.

كلمات مفتاحية: سوق مالي، وساطة مالية، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، شركة تسيير بورصة القيم، العرض العمومي للبيع.

Résumé :

Le marché financier permet aux entreprises de se financier, d'investir, en mettant directement en contact l'offre et la demande de capital. On parle de système désintermédie à la différence du système bancaire. Par l'introduction en bourse ou par les augmentations de capital les entreprises ont accès à des ressources financières supplémentaires. Les marchés financiers ont permis aux entreprises de grandir et donc de développer des projets qu'un individu seul n'aurait pu financer. La bourse permet de transférer le risque par le biais des négociations d'actions et d'obligations. Elle permet également aux investisseurs (entreprises, actionnaires, créanciers...) de se protéger du risque (risques de change, de taux, de crédit, de baisse des cours...) par l'utilisation de produits dérivés : les *Swaps*, les *Forwards*, les contrats à terme et les options.

Mots-clés : marché financier, intermédiation financière, COSOB, SGBV, Offre Publique de Vente.

Abstract :

The financial market allows companies to financial, investment, by directly contacting the supply and demand of capital. We talk about disintermediated system unlike the banking system. By the IPO or capital increases companies have access to additional financial resources. Financial markets have enabled companies to grow and develop projects so that an individual alone could have financed. The Stock market can transfer the risk through negotiations stocks and bonds. It also allows investors (companies, shareholders, creditors ...) to protect themselves from risk (currency risk interest rate, credit, prices fall ...) by the use of derivatives: swaps, the forwards, futures and options.

Keywords : Financial market, Financial intermediation, Securities and Exchange Commission regulation and control, management of company stock values, public view for sale.