

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي  
جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف  
كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير  
قسم علوم التسيير

سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار  
دراسة حالة مجمع صيدال

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير  
تخصص : مالية و محاسبة

تحت إشراف:

الأستاذ الدكتور محمد راتول

من إعداد الطالب:

سناجقي عبد الله

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	.....	الدكتور: بلعزوز بن علي
مقررا	.....	الأستاذ الدكتور: راتول محمد
ممتحنا	.....	الدكتور: زيدان محمد
ممتحنا	.....	الدكتور: بريش عبد القادر
ممتحنا	.....	الدكتور: سحنون جمال الدين

السنة الجامعية: 2009/2008

## إهداء

إلى الوالدين الكريمين

إلى إخوتي و أخواتي أدامهم الله سند لي

إلى كل الأصدقاء

# شكر

بعد الحمد و الشكر لله تعالى

أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل، و أخص بالذكر الأستاذ المشرف الدكتور

محمد راتول على توجيهاته و نصائحه القيمة، والأستاذ الدكتور محمد زيدان على إرشاداته و كذا

الأستاذ الدكتور محمد براق على توجيهاته و نصائحه القيمة و الذي لم يخل علينا بنصائحه و إرشاداته.

كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى السادة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه المذكرة.

كما لا يفوتني أن أتوجه بجزيل الشكر والعرفان إلى القائمين على مكتبة الطالب الإعلامية بيومرداس

## الفهرس

الصفحة

ملخص

الإهداء

شكر

الفهرس

قائمة الجداول و الأشكال و الملاحق

أ.و.....	مقدمة
1.....	الفصل الأول: أساسيات الاستثمار المالي
2.....	المبحث الأول: مفهوم الاستثمار المالي و سياسته
2.....	المطلب الأول: الاستثمار الحقيقي و المالي و أهميته
2.....	1- مفهوم الاستثمار الحقيقي و تقسيماته
4.....	2- مفهوم الاستثمار المالي و فوائده
5.....	المطلب الثاني: ميادين الاستثمار المالي
6.....	1- الاستثمارات المالية المتداولة في السوق النقدية
8.....	2- الاستثمارات المالية المتداولة في السوق المالية
10.....	المطلب الثالث: طرق و سياسات الاستثمار المالي
10.....	1- تحديد العائد المطلوب و المستوى المقبول من المخاطر
11.....	2- تحديد الأوراق المالية المعفاة من الضريبة
11.....	3- تحديد تاريخ الاستحقاق
11.....	4- هيكل إتخاذ القرارات
12.....	المبحث الثاني: أساسيات قرار الاستثمار و التمويل
12.....	المطلب الأول: تعريف و أنواع القرارات الاستثمارية
13.....	1- تعريف القرار الاستثماري
14.....	2- مقومات القرار الاستثماري
15.....	3- أصناف القرارات الاستثمارية
16.....	المطلب الثاني: مبادئ و إستراتيجيات قرار الاستثمار المالي
17.....	1- المبادئ الأساسية لاتخاذ القرار الاستثماري

19.....	2- إستراتيجيات قرار الاستثمار المالي
20.....	3- وضعيات المستثمر المالي
20.....	المطلب الثالث: قرار التمويل وأشكاله
21.....	1- مفهوم قرار التمويل
21.....	2- أشكال قرار التمويل
23.....	المبحث الثالث: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
23.....	المطلب الأول: مفهوم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
25.....	المطلب الثاني: أشكال مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
25.....	1- مخاطر الاستثمار في الأسهم
29.....	2- مخاطر المرتبطة في السندات
31.....	المطلب الثالث: طرق قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
32.....	1- الانحراف المعياري أو التباين
33.....	2- معامل الاختلاف
34.....	3- شبه التباين
34.....	4- معامل التحديد
35.....	5- معامل بيتا
37.....	خلاصة الفصل الأول
39.....	الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية
40.....	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية
40.....	المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية وأهميتها
40.....	1- تعريف سوق الأوراق المالية
41.....	2- خصائص سوق الأوراق المالية
42.....	3- أهمية سوق الأوراق المالية
42.....	المطلب الثاني: تقسيم سوق الأوراق المالية
43.....	1- السوق الأولية
43.....	2- السوق الثانوية

المطلب الثالث: شروط البورصة و وظائفها.....	48
1- الشروط الأساسية لوجود بورصة القيم المتداولة.....	48
2- وظائف بورصة القيم المتداولة.....	49
المبحث الثاني: آلية تنظيم و سير سوق الأوراق المالية.....	50
المطلب الأول: الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية والمتدخلون فيها.....	51
1- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية.....	51
2- المتدخلون في سوق الأوراق المالية.....	52
المطلب الثاني: سير سوق الأوراق المالية.....	57
1- عمليات البورصة.....	57
2- أوامر البورصة.....	58
المطلب الثالث: نظام التسعيرة في سوق الأوراق المالية:.....	59
1- تعريف سعر البورصة.....	60
2- طرق تحديد السعر.....	60
3- التسعيرة الرسمية.....	62
المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....	62
المطلب الأول: الأسهم.....	63
1- تعريف الأسهم و خصائصها.....	63
2- أنواع الأسهم.....	65
المطلب الثاني: السندات.....	72
1- تعريف السندات و خصائصها.....	72
2- أنواع السندات.....	75
3- أدوات أخرى.....	76
المطلب الثالث: القيم المتداولة المهجنة و المشتقات المالية.....	79
1- القيم المتداولة المهجنة.....	79
2- المشتقات المالية.....	79
خلاصة الفصل الثاني.....	85

- 86.....الفصل الثالث: سوق الأوراق المالية بالجزائر.
- 87.....المبحث الأول: نشأة سوق الأوراق المالية، تنظيمها و آليات التعامل فيها.
- 87.....المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر.
- 89.....المطلب الثاني: الهيئات التنظيمية و التسييرية لبورصة الجزائر.
- 90.....1- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.
- 93.....2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- 95.....3- شركة المؤتمن المركزي للسندات.
- 96.....المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر.
- 97.....1- الوسطاء في عمليات البورصة.
- 100.....2- المتعاملون في بورصة الجزائر.
- 102.....المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة و آلية عمل بورصة الجزائر.
- 102.....المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر و طرق قيدها.
- 103.....1- أدوات الإستثمار المالي في بورصة الجزائر.
- 104.....2- شروط وإجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر.
- 108.....المطلب الثاني: تداول و تسعير الأوراق المالية في بورصة الجزائر.
- 108.....1- أسلوب التداول في بورصة الجزائر.
- 109.....2- أوامر بورصة الجزائر.
- 109.....3- نظام التسعيرة في البورصة.
- 110.....4- نظام المقاصة والتسوية.
- 111.....المطلب الثالث: تجربة المؤسسات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالجزائر.
- 111.....1- سهم مجمع صيدال.
- 115.....2- سهم رياض سطيف.
- 119.....3- سهم فندق الأوراسي.
- 122.....المبحث الثالث: عراقيل و آفاق سوق الأوراق المالية بالجزائر.
- 122.....المطلب الأول: الهدف المنتظر من سوق الأوراق المالية بالجزائر.
- 124.....المطلب الثاني: عراقيل سوق الأوراق المالية بالجزائر.
- 124.....1- عراقيل تتعلق بأنظمة وآليات عمل سوق الاوراق المالية.
- 128.....2- عراقيل مرتبطة بالمحيط البورصي.

المطلب الثالث: أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر.....	132
1- تسويق الاقتصاد.....	132
2- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد.....	133
3- الانفتاح على الجمهور و تنويع الأدوات المالية.....	134
4- الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة.....	135
5- توجيه القدرات التمويلية نحو الاستثمارات المنتجة.....	135
6- تكييف سوق الأوراق المالية مع التحولات الاقتصادية.....	136
7- وجود جهاز مصرفي متكامل.....	137
خلاصة الفصل الثالث.....	138
الفصل الرابع: دراسة حالة مجمع صيدال.....	140
المبحث الأول: مجمع صيدال و دخوله سوق الأوراق المالية.....	141
المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال و هيكله التنظيمي.....	141
1- التعريف بمجمع صيدال.....	141
2- الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.....	144
المطلب الثاني: تطور نشاط مجمع صيدال.....	147
1- تطور رقم أعمال مجمع صيدال.....	147
2- تطور الكمية المباعة لمجمع صيدال.....	148
3- تطور الإنتاج لمجمع صيدال.....	150
4- تطور الموارد البشرية لمجمع صيدال.....	151
المطلب الثالث: إجراءات دخول مجمع صيدال إلى البورصة.....	152
1- شروط قبول المجمع في البورصة.....	152
2- إجراءات دخول مجمع صيدال إلى البورصة.....	153
3- العرض العمومي.....	156
المبحث الثاني: الوضعية الاقتصادية لمجمع صيدال.....	162
المطلب الأول: الوضعية المالية لمجمع صيدال في 2003، 2004، 2005.....	162
1- المؤشرات.....	162
2- النسب المالية.....	163



المطلب الثاني: دراسة وضعية مجمع صيدال.....	166
المبحث الثالث: اطالعات و آفاق مجمع صيدال .....	169
المطلب الأول: اطالعات مجمع صيدال.....	169
1- اتفاقيات الشراكة.....	169
2- حصيلة شراكة صيدال مع المخابر الأجنبية.....	171
3- صيدال و شاهدي الجودة إيزو 9001-9002.....	173
المطلب الثاني: الآفاق المستقبلية لمجمع صيدال.....	173
1- تكثيف الجهود.....	174
2- توسيع قائمة المنتوجات.....	174
3- زيادة إنتاجية العامل.....	174
4- تقديم أدوية منافسة.....	174
5- زيادة قدرتها في البحث و التنمية.....	174
خلاصة الفصل الرابع.....	177
خاتمة .....	178
قائمة المراجع.....	182

الملاحق

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# الفهرس

# مقدمة

# الفصل الأول

## الفصل الثاني

# الفصل الثالث

## الفصل الرابع



# قائمة المراجع

خاتمة

الملاحق

**الملحق رقم: 01**

**ملف القبول للدخول في البورصة**

الملحق رقم: 02

ملصقات إخبارية لترويج أسهم صيدال

**الملحق رقم: 03**  
**عقود الشراكة لمجمع صيدال**

**الملحق رقم: 04**  
**شهادة أسهم مجمع صيدال**

**الملحق رقم: 05**

**Cour des cotations et transaction  
Du titre SAIDAL exercice 2008**



**الملحق رقم: 06**

**Activité du titre SAIDAL  
Par année du 1999 au 2007**

**الملحق رقم: 07**

**Bulletin officiel de la cote  
Bourse d'Alger**

**الملحق رقم: 08**

**الهيكـل العام لتنظيم شركة إدارة بورصة**

**القيم المنقولة**

**الملحق رقم: 09**

**شروط إعتماء الوسطاء في عمليات**

**البورصة بالجزائر**

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
74	مقارنة بين السهم والسند	01
113	نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال	02
113	تطور أسعار أسهم مجمع صيدال (1999-2005)	03
116	عدد أسهم صناديق المساهمة ونسبتها	04
117	نتائج اللجوء العلني للادخار لأسهم مجمع رياض سطيف	05
117	تطور اسعار أسهم مجمع رياض سطيف (1999-2005)	06
120	نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الاوراسي	07
120	تطور اسعار أسهم فندق الاوراسي (2000-2005)	08
127	العرض والطلب على الأوراق المالية في بورصة الجزائر (1999-2000)	09
147	تطور رقم اعمال مجمع صيدال	10
149	مبيعات مجمع صيدال بالكميات والقيمة	11
150	تطور كمية الإنتاج لمجمع صيدال	12
151	تطور الموارد البشرية لمجمع صيدال	13
157	تقييم حصص الأصول لمجمع صيدال	14
158	التقييم الاقتصادي لأسهم مجمع صيدال	15
158	التكاليف المرتبطة بعملية العرض العمومي للبيع	16
159	حساب المنتج الصافي	17
159	تقسيم الحصص على الجمهور	18
161	نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال	19
162	مؤشرات التوازن المالي	20
164	النسب المالية	21
166	ميزانية تسعيرة أسهم مجمع صيدال	22

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
19	منحنى التفضيل الإستثماري	01
78	الأوراق المالية	02
144	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	03
148	تطور رقم أعمال مجمع صيدال	04
149	تطور مبيعات مجمع صيدال	05
151	تطورات كميات الإنتاج لمجمع صيدال	06
160	التقسيم الأولي لأسهم مجمع صيدال	07
161	التقسيم النهائي لأسهم مجمع صيدال	08
167	تغيرات تسعيرة الأسهم لمجمع صيدال	09

## مقدمة

إن لأسواق الأوراق المالية دوراً مهماً في عملية التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات التي تعاني من عجز في تمويل عملياتها الاستثمارية، وبالتالي فهي فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، والمحلية، كما تمكن الدولة من سد احتياجاتها التمويلية اللازمة لأعمالها المتزايدة قصد تحقيق التنمية الاقتصادية، ونظراً لهذه الأهمية التي تكتسبها هذه الأسواق، قامت الجزائر بإنشاء هذا النوع على غرار باقي الدول النامية، وقد جاء إنشائها في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر على هيكليتها الاقتصادي، إذ أنه بعد الاستقلال انتهجت سياسة اقتصادية مبنية على أسس النظام الاشتراكي، لكن مع التطورات السياسية والاقتصادية أصبحت تلك السياسة لا تلبى متطلبات الواقع المعاش، إضافة إلى أنها أورثت البلاد اقتصاداً هشاً. وقد حاولت الدولة تدارك تلك الهفوة الناجمة عن تلك السياسة بانتهاج مخطط متفتح يشمل مجالات اقتصادية نظراً لمجموعة من الأسباب سواء كانت اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، فقام المشرع الجزائري بإصدار مجموعة من التشريعات والتنظيمات من ذلك، وإنعاش الاقتصاد الوطني من خلال انتهاج نظام اقتصاد السوق، وذاك قصد الاستفادة من الآليات الموجودة به، وأهمها وجود سوق للأوراق المالية، والمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة، وذلك من خلال شبكة الخدمات المالية الواسعة والمتنوعة التي تنظمها وتديرها وتقوم بتهيئتها للوحدات الباحثة عن رؤوس الأموال، ورغم إنشائها ما تزال سوق الأوراق المالية تواجهها العديد من الصعوبات حالت دون تحقيق الأهداف المنتظرة منها.

## أهمية الدراسة

تتمثل أهمية هذه الدراسة في كون سوق الأوراق المالية يعمل على توفير موارد مالية لتمويل الاقتصاد الوطني، و بالتالي تطوير و إنعاش الاستثمار و بناء اقتصاديات متينة، متنوع و تختلف فيها الموارد المتاحة للتمويل.

## أهداف الدراسة

- يهدف هذا البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف من أهمها:
- محاولة التعرف على المبادئ و المفاهيم المتعلقة بالاستثمار المالي.
- التعرف على عدد من خصائص و سمات أسواق الأوراق المالية.
- إبراز أهمية سوق الأوراق المالية في توفير الموارد المالية اللازمة لنشاط المؤسسات.
- النظر إلى واقع و آلية عمل سوق الأوراق المالية في الجزائر.
- تشخيص أهم العقبات و العراقيل التي تواجه سوق الأوراق المالية بالجزائر.
- إن عملية توفير الموارد المالية للمؤسسة عن طريق سوق الأوراق المالية سيؤدي بالمؤسسة إلى زيادة و تطوير استثماراتها، مما يتطلب المزيد من اليد العاملة، و بالتالي المساهمة في تقليص معدلات البطالة.
- تسليط الضوء على تجربة صيدال في سوق الأوراق المالية، و الوقوف على أهم النتائج لهذه التجربة.

## مبررات الدراسة

- من أهم الأسباب التي أدت إلى اختيار هذا الموضوع يمكن ذكر ما يلي:
- أسواق الأوراق المالية حديثة الوجود، و تعتبر من المواضيع التي تحتاج إلى دراسة أكثر لمعرفة أوجه القصور و الضعف، و دورها في التنمية الاقتصادي
- الأهمية البالغة التي يكتسبها موضوع سوق الأوراق المالية، خاصة في تلك الدول التي لازلت تشهد مرحلة تحول اقتصادي بطيء.
- نقص الدراسات المتعلقة بموضوع سوق الأوراق المالية في الجزائر من جهة، و حداثة هذه التجربة من جهة أخرى، و التي تحتاج إلى محطات ضرورية للوقوف على أهم الصعوبات و العراقيل التي تفترضها.
- كون موضوع سوق الأوراق المالية، و كذا الاستثمار المالي من أهم مجالات البحث و الدراسة و التي ترتبط بتخصص المالية و المحاسبة.
- الدور الهام الذي يمكن لسوق الأوراق المالية أن تلعبه في تطوير الاستثمار.

## السؤال الرئيسي

تأسيا على ما سبق فإن السؤال الرئيسي هو على النحو التالي:

ما أهمية سوق الأوراق المالية في تطوير الاستثمار بصفة عامة و مجمع صيدال بصفة خاصة ؟



## الأسئلة الفرعية

- من خلال السؤال الرئيسي يمكن طرح التساؤلات الفرعية الآتية:
- ما هي ركائز و أساسيات الاستثمار المالي؟
- ما هو واقع و آلية عمل سوق الأوراق المالية بالجزائر؟ وماهي العقبات التي حالت دون تطويره؟
- ما هي العقبات و العوائق التي حالت دون تطويرها؟
- ما هي الآليات و الإجراءات الكفيلة بترقية و تطوير سوق الأوراق المالية بالجزائر؟
- ما مدى نجاح تجربة مجمع صيدال في ظل الأهداف المسطرة؟

## الفرضيات

- يعتبر الاستثمار المالي عملية استثمارية معقدة، ترتبط بوجود بيئة استثمارية، و تقوم على مبادئ أو مقومات أساسية تسمح باتخاذ قرار استثماري مناسب؟
- سوق الأوراق المالية مكان التقاء العارضين و الطالبين للأموال و وسيلة لحل مشاكل التمويل لدى المؤسسات.
- يعتبر إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر ضرورة حتمية للانتقال من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية.
- عدم التنوع في الأوراق المالية يؤدي إلى الإحجام عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالجزائر.
- هناك عدة آليات و سبل لتأهيل و تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر.

## حدود الدراسة

- تقتصر هذه الدراسة على تقديم دور سوق الأوراق المالية في بعث التنمية الاقتصادية و تطوير الاستثمار، مع الدراسة الميدانية لتجربة صيدال في سوق الأوراق المالية.

## منهج الدراسة

- نظرا لطبيعة موضوع الدراسة، فقد اعتمدنا على المنهج الاستنباطي و أدواته الوصف و ذلك عن التطرق لمختلف الجوانب النظرية و الفنية للاستثمار المالي و لأسواق الأوراق المالية و سوق الأوراق المالية بالجزائر.
- من جهة أخرى اعتمدنا المنهج الاستقرائي "دراسة حالة" لإسقاط الدراسة النظرية على الواقع، من خلال تحليل الاستثمار في سهم مجمع صيدال.

## الدراسات السابقة

لعل من أبرز المواضيع التي تناولت موضوع أسواق الأوراق المالية نجد الرسائل التالية:

- "الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق" وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2003، من طرف الباحث وليد أحمد صافي، و قد كانت إشكالية البحث "هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية و من ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية"، و قد قسم الباحث رسالته إلى خمسة فصول حيث خصص الفصل الأول لدراسة المبادئ والمفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية، أما في الفصل الثاني فتعرض فيه إلى أساليب الربط بين البورصات و في الفصل الثالث تطرق إلى الأزمات المالية الدولية كأزمة المكسيك و الأزمة المالية لدول شرق جنوب آسيا. كما تناول واقع الأسواق المالية العربية في الفصل الرابع، أما في الفصل الخامس و الأخير فقد تطرق إلى أهم الإسهامات التي من شأنها أن تؤدي إلى تنشيط البورصات العربية.

- "معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها" وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006، من طرف الباحث بوكساني رشيد، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية و المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة. و قد قسم الباحث رسالته إلى باين حيث تناول في الباب الأول الجوانب النظرية و الفنية لأسواق الأوراق المالية، إذ قسمه إلى ثلاثة فصول، تعرض في الفصل الأول إلى الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، أما في الفصل الثاني فقد تطرق إلى كفاءة و مؤشرات أسواق الأوراق المالية و أثر العولمة عليها، أما في الفصل الثالث فتناول فيه أسواق الأوراق المالية في كل من الدول المتقدمة و الناشئة.

أما في الباب الثاني فقد تناول فيه واقع الأسواق المالية العربية و سبل تفعيلها من خلال ثلاثة فصول، ففي الفصل الأول عالج واقع أسواق الأوراق المالية العربية و في الفصل الثاني تطرق إلى أهم العقبات التي تعترض الأسواق المالية العربية، أما الفصل الثالث فتطرق إلى آليات تطوير و ترابط أسواق الأوراق المالية العربية.

- "الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة بورصة الجزائر" وهي عبارة عن رسالة ماجستير مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة البليدة سنة 2005، من طرف الباحثة قاسم شاوش لمياء، إذ تدور إشكالية البحث عن إمكانية التمويل عن طريق التمويل بالاستدانة، و قد قسمت الباحثة رسالتها إلى خمسة فصول تناولت في الفصل الأول التمويل و بورصة القيم المنقولة، أما في الفصل الثاني فعالت تقنيات العمل في بورصة القيم المنقولة، و في الفصل الثالث تطرقت إلى مفهوم الأسواق المالية وعلاقتها

بالاستثمار الأجنبي المباشر، أما في الفصل الرابع فتم التطرق إلى حدود التمويل عن طريق الأسواق المالية الناشئة.

– "أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر" هي عبارة عن رسالة ماجستير مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، سنة 2006، من طرف الباحث نورين بومدين، إذ تدور إشكالية البحث حول سبل وأدوات تفعيل الأسواق المالية بالجزائر، وقد قسم الباحث رسالته إلى ثلاثة فصول تناول في الفصل الأول منها الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، أما في الفصل الثاني فعالج دراسة تجارب بعض الأسواق المالية الناشئة، أما الفصل الثالث والأخير، فتكلم عن واقع سوق الأوراق المالية بالجزائر وسبل تفعيلها.

### أقسام الدراسة:

بناء على ما سبق، يتم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول على النحو التالي:

### الفصل الأول

نستعرض من خلاله أساسيات عن الاستثمار المالي، و ذلك من خلال ثلاثة مباحث، يهتم المبحث الأول بتقديم مفهوم و ميادين الاستثمار المالي و سياساته، و يتناول المبحث الثاني أساسيات قرار الاستثمار و التمويل، بينما خصص المبحث الثالث لعرض مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

### الفصل الثاني

يتطرق إلى سوق الأوراق المالية، و قد قسم إلى ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فيعالج آلية تنظيم و سير سوق الأوراق المالية، بينما خصص المبحث الثالث لاستعراض أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

### الفصل الثالث

يتناول هذا الفصل سوق الأوراق المالية بالجزائر، حيث قسم إلى ثلاثة مباحث، يتضمن المبحث الأول نشأة و تنظيم و آليات التعامل في سوق الأوراق المالية بالجزائر، بينما خصص المبحث الثاني لدراسة الأدوات المالية المتداولة و آلية عمل بورصة الجزائر، أما المبحث الأخير فيعالج عراقيل و آفاق سوق الأوراق المالية بالجزائر.

## الفصل الرابع

يمثل هذا الفصل الجانب التطبيقي للدراسة النظرية، و الذي جاء بعنوان دراسة حالة مجمع صيدال وذلك من خلال ثلاثة مباحث، حيث خصص المبحث الأول لتقديم مجمع صيدال و دخولها لسوق الأوراق المالية، بينما يدرس المبحث الثاني الوضعية الاقتصادية لمجمع صيدال أما المبحث الثالث فيتناول مختلف اطلاعات و آفاق صيدال المستقبلية.

و في الأخير يتم وضع خاتمة عامة لعرض أهم نتائج الدراسة مع تقديم الاقتراحات و التوصيات الممكنة.

## ملخص

تكتسي أسواق الأوراق المالية أهمية خاصة نظراً لما تضطلع به من وظائف و ما تزاوله من نشاط حيث يتم من خلالها تجميع رؤوس الأموال و توجيهها نحو الاستثمارات المناسبة من أجل دفع عملية التنمية.

و للإلمام بموضوع سوق الأوراق المالية و دورها في تطوير الاستثمار "دراسة حالة مجمع صيدال" تطلب دراسته أربعة فصول، خصص الفصل الأول منه لتقديم المفاهيم الأساسية للاستثمار المالي، و ذلك بإعطاء مفهوم و مجالات الاستثمار المالي و الحقيقي، و ميادين الاستثمار المالي، كما تم التعرض إلى أساسيات قرار الاستثمار و التمويل، من مبادئ و أشكال قرار الاستثمار المالي، و مع ذكر مختلف أشكال مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية و طرق قياسها.

ثم تلى ذلك فصل ثاني اهتم بدراسة سوق الأوراق المالية و من خلاله تم تناول المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية، و خصائصها و أهدافها، و تقسيماتها و شروط وجودها و أهدافها، و آلية تنظيم و سير سوق الأوراق المالية، و الهيئات المتدخلة و المنظمة لسوق الأوراق المالية، مع ذكر مختلف الأدوات المالية من أسهم و سندات، و القيم المتداولة المهجنة و المشتقات المالية.

أما الفصل الثالث كان موضوعه سوق الأوراق المالية بالجزائر و من خلاله تم تناول نشأة سوق الأوراق المالية بالجزائر و آليات التعامل فيها و مختلف المتدخلون فيها، و الأدوات المتداولة فيها، ثم التطرق إلى تجربة المؤسسات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالجزائر، و مع ذكر مختلف عراقيل و آفاق سوق الأوراق المالية بالجزائر، و أخيراً أساليب تفعيلها.

و في الفصل الرابع و الأخير، تطرقت الدراسة إلى الجانب التطبيقي الذي كان موضوعه دراسة حالة مجمع صيدال و من خلاله تم تناول تقديم لمجمع صيدال و إجراءات دخوله إلى سوق الأوراق المالية، ثم تطرقنا إلى دراسة الوضعية الاقتصادية لمجمع صيدال، و تحليل الاستثمار في سهم مؤسسة صيدال و أخيراً تم التطرق إلى مختلف اطلاعات و آفاق صيدال المستقبلية.

و انتهت هذه الدراسة بجملة من النتائج و الاقتراحات التي من شأنها أن تساهم في تطوير و ترقية سوق الأوراق المالية و بالتالي ترقية و تطوير الاستثمار.

## الفصل الأول: أساسيات الاستثمار المالي

يقوم الاستثمار على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة على أمل الحصول على إشباع أكبر في المستقبل، و ما دام المستثمر يقبل مبدأ التضحية برغبته الاستهلاكية الحاضرة، فإنه يكون مستعد لتحمل درجة معينة من المخاطرة، و يكون بالمقابل متوقعا الحصول على عائد يمثل ثمنا لمخاطرته، و عليه فإن المقصود بالاستثمار هو التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة يقصد الحصول على عوائد مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، و هذا مع توفير عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة المتمثل في احتمال عدم تحقيق هذه العوائد.

و يحتل الاستثمار بصفة عامة، و الاستثمار المالي بصفة خاصة حيزا كبيرا من اهتمامات المختصين بشؤون الاقتصاد و المال، و سعيًا وراء مواكبة المستجدات الخاصة بحقل الاستثمار المالي تم تخصصي هذا الفصل، الذي يهتم بدراسة مختلف المبادئ و الأسس التي يقوم عليها الاستثمار المالي وذلك بالنظر لمختلف أدوات الاستثمار، مما يجعل المستثمر على درجة عالية من الدقة في اختياره الأداة المالية، كما أن طبيعة الأوراق المالية و ما توفره من مزايا للمستثمر فإن هذا الأخير ينبغي أن يكون على دراية بأنواع القرارات الاستثمارية التي يتخذها، و كذا المخاطر المرتبطة بالاستثمار في مختلف الأوراق المالية، و ذلك بالاعتماد على الأسس و المبادئ العلمية الصحيحة التي تحقق له التخصيص الكفء لموارده المالية. و بناء على ما سبق، فإنه من الواجب التطرق إلى ماهية الاستثمار و الاستثمار المالي، و الذي يعد بمثابة مجال مهم للاستثمار إضافة إلى المقومات الأساسية التي يبنى عليها قرار الاستثمار المالي و مختلف أنواع القرار التي ينبغي على المستثمر اتخاذها، ثم إظهار المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار المالي و كيفية قياس هذه المخاطر من أجل تحقيق الأهداف المرجوة من الاستثمار المالي.

كل هذا سيتم دراسته من خلال المباحث الثلاثة التالية:

- مفهوم الاستثمار المالي.
- أساسيات قرار الاستثمار المالي و التمويل.
- مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

## المبحث الأول: مفهوم الاستثمار المالي و سياساته

يعد الاستثمار أساس العملية الاقتصادية، إذ لا يمكن تحقيق نمو اقتصادي دون وجود هذا الأخير ويشكل الاستثمار المالي أحد أهم مجالات الاستثمار، و الذي يتم التركيز عليه في هذه الدراسة. إن هدف المستثمر من عملية الاستثمار المالي هو السعي لتحقيق عائد مرضي يعوضه عن مقدار المخاطرة التي يتعرض إليها و يضمن له تعظيم ثروته في المستقبل، و هذا لن يتحقق له إلا بتوفر المقومات الأساسية للقرارات الاستثمارية التي يتخذها.

و لتوضيح ما سبق، تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- الاستثمار الحقيقي و المالي و أهميته.

- ميادين الاستثمار المالي.

- طرق و سياسات الاستثمار المالي.

## المطلب الأول: الاستثمار الحقيقي و المالي و أهميته

لعملية الاستثمار أهمية بالغة في ضمان التنمية الاقتصادية، حيث سعت غالبية الاقتصاديات المتقدمة و النامية إلى وضع إستراتيجيات عمل خاصة، و إلى طرح أدوات استثمارية متعددة الفرص منها الربط بين المدخرات المالية و الاستثمارات.

و قبل توضيح الأهداف و المزايا التي يحققها الاستثمار المالي، ينبغي التعريف بالمفاهيم المرتبطة

بالاستثمار الحقيقي و الاستثمار المالي خصوصا، و هذا من خلال المحورية المواليين:

- مفهوم الاستثمار الحقيقي و تقسيماته.

- مفهوم الاستثمار المالي و فوائده.

### 1- مفهوم الاستثمار الحقيقي و تقسيماته

قبل تبيان تقسيمات الاستثمار الحقيقية ينبغي توضيح مفهوم الاستثمار الحقيقي.

### 1-1- مفهوم الاستثمار الحقيقي

يعتبر الاستثمار حقيقيا أو اقتصاديا عندما يوفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيق كالعقار، السلع الذهب... إلخ، كل أصل له قيمة محددة في حد ذاته، و يترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر إما في شكل سلعة أو في شكل خدمة.

و يقوم مفهوم الاستثمار الحقيقي أو الاقتصادي على افتراض على أن الاستثمار في الأصول الحقيقية هو فقط ما يترتب عليه خلق منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المستثمر، و من ثم ثروة المجتمع، ذلك بما تخلقه من قيمة مضافة، لذ يطلق البعض على الاستثمارات الاقتصادية مصطلح استثمارات الأعمال أو المشروعات.<sup>(1)</sup>

و تجدر الإشارة إلى أن الاستثمارات الحقيقية تشمل جميع مجالات الاستثمار المتعارف عليها، ما عدا الاستثمار في الأوراق المالية.

### 1-2-1- تقسيمات الاستثمار الحقيقي

يقسم الاستثمار الحقيقي إلى ثلاثة أنواع هي: (2)

#### 1-2-1-1- الاستثمار الثابت

يشير الاستثمار الثابت إلى التجهيزات الثابتة اللازمة للعملية الإنتاجية مثل الآلات و المعدات والإبنشاءات و المصانع، و هي تعمل رغم القدرات الإنتاجية في المستقبل.

#### 1-2-2-1- الاستثمار في المخزون

و هو الاستثمار الذي يتكون من الإضافات إلى المواد الخام و المنتجات النهائية التي لم تسوق بعد و كذلك تحتفظ المؤسسة بمخزون من المواد الخام و السلع تامة الصنع لمواجهة التغيرات في المستقبل و يتكون المخزون نتيجة عدة أسباب منها ما يلي:

- مواجهة الطلب المستقبلي على المنتجات التي لا يتم تصنيعها في الحال.
- تخفيض التكلفة نتيجة الشراء بكميات كبيرة.
- يعتبر المخزون جزءا لا يمكن تجنبه في العملية الإنتاجية.

#### 1-2-3-1- الاستثمار العقاري

يشير هذا النوع من الاستثمار في العقارات باعتبارها أصلا طويل الأجل، و الذي يتأثر بعوامل عديدة منها ما يلي:

- العائد على الاستثمارات الأخرى، حيث يؤدي انخفاض العائد على الأصول الأخرى و ارتفاع العائد من الاستثمار العقاري إلى زيادة الاستثمارات الموجهة إلى هذا النشاط.

---

(1) محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2003، ص: 77.

(2) إيهاب السويفي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص: 67.



- الثروة و زيادتها يؤدي إلى ارتفاع الطلب على العقار، و بالتالي تزيد الاستثمارات في العقارات.

## 2- مفهوم الاستثمار المالي و فوائده

قبل تبيان المزايا التي يحققها الاستثمار المالي، سيتم توضيح مفهومه.

### 2-1- مفهوم الاستثمار المالي

ارتبط الاستثمار المالي تاريخيا بإنشاء شركات المساهمة و تطورها و توسع نشاطها و نمو عددها و تعد أوروبا منذ القرن الرابع عشر نقطة الانطلاق لهذا النوع من الاستثمار نظرا لما شهدته من تطور اقتصادي و صناعي و تجاري.

و يقصد بالاستثمارات المالية الاستثمارات التي تتم من قبل المستثمر في شكل عدد من الأوراق المالية تعطي حاملها حق التصرف فيها بالبيع، بهدف الحصول على عائد نتيجة تحمل مستوى معين من المخاطرة. (1)

و عليه فإن الاستثمارات المالية تشكل مجموعة غير متجانسة من البدائل، حيث تعد عملية الاستثمار فيها غاية في الأهمية لضمان التنمية الاقتصادية، و الغرض منها الربط بين المدخرات المالية والاستثمار. و تعرف أيضا الاستثمارات المالية بأنها: " حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) و أدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطرة معينة". (2) و من خلال هذا التعريف، فإن الأدوات المالية تمثل أصلا ليس له قيمة بحد ذاتها إذ قيمتها الاقتصادية تكمن بالجهة المصدرة لهذه الأدوات، كما تتميز الاستثمارات المالية بأسواقها الفعالة و بذلك فهي تمثل مجالا واسعا لعموم المستثمرين.

كما تعرف الاستثمارات المالية بأنها: " مدى استعداد المستثمر لتحمل درجة معقولة من المخاطرة أملا في الحصول على عائد معقول" (3)

و من خلال هذا التعريف يتضح أن عناصر الاستثمار المالي تتمثل في المخاطرة و العائد بالإضافة إلى أداة الاستثمار.

(1) محمد مطر، مرجع سابق، ص: 79.

(2) إرشاد فؤاد التميمي و أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل و إدارة، دار الميسرة، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص: 20.

(3) محمد مطر، مرجع سابق، 2003، ص: 29.

فالمستثمر المالي يختار أداة من أدوات الاستثمار المتمثلة في الأسهم و السندات، و يعلم أنه يتحمل درجة معينة من المخاطرة، و هذا بغية الحصول على عائد مرغوب فيه.

## 2-2- فوائد الاستثمار المالي

يضمن الاستثمار المالي جملة من المزايا تتمثل في: (1)

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة و التنظيم قلما تتوفر لأدوات الاستثمار الأخرى، فبجانب السوق الأولية لها توجد سوق ثانوية، كما قد توجد أحيانا سوقا ثالثة و رابعة. و بجانب الأسواق المالية المحلية توجد أسواق مالية دولية توفر للأوراق المالية مرونة أكبر في تداولها، فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمر فيها.

- تكون تكاليف المتاجرة بالأوراق عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع و شراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر، فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، إضافة إلى هذا أن الأوراق المالية لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال في الأصول الحقيقية.

- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهم أو سندات مؤسسة معينة غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها و شروطها، و هذا ما يسهل من عملية تقييمها، و يسهل كذلك من عملية احتساب معدل العائد المتحقق من كل ورقة.

- لا يحتاج المستثمر في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة، كتلك الواجب توافرها في مجالات الاستثمار الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط أن يكون ذا دراية في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية مهما كانت إمكانياته و ثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة و سيجد في هذه السوق من المختصين و السماسرة من هم على استعداد لتقديم المشورة.

## المطلب الثاني: ميادين الاستثمار المالي

لقد اتسع ميدان التعامل بالاستثمار المالي، و الذي يقصد به طبيعة النشاط الاقتصادي الذي سيوظف فيه المستثمر أمواله قصد الحصول على عائد، مما أدى إلى تنوعه و اتخاذه لعدة أشكال و هذا ما يوفر بدائل استثمارية متعددة تتيح للمستثمر الفرصة لاختيار ما يناسبه منها.

(1) سالم مطر، مبادئ الاستثمار، الهيئة العامة للتعليم، 1990، ص: 40.

و من بين ميادين الاستثمار ما يلي:

### 1- الاستثمارات المالية المتداولة في السوق النقدية (1)

و تتمثل في الاستثمارات المالية القصيرة الأجل، أي التي لا تتجاوز فترة الاستثمار فيها السنة، حيث تتميز بدرجة سيولة مالية تضمن للمستثمر فيها عائدا منخفضا بسبب انخفاض درجة المخاطر فيها. و من أبرز أدوات الاستثمار القابلة للتداول في السوق النقدية ما يلي:

#### 1-1- شهادات الإيداع

أصدر هذا النوع من الشهادات من قبل "Citibank of new York" و ذلك سنة 1961، حيث يتم شراؤها من قبل البنوك التجارية بقيمة 100 ألف دولار أمريكي، و هي شهادات غير شخصية و لا تعطي حاملها الحق في استرداد قيمتها من البنك إلا في تاريخ الاستحقاق المحدد لها كما يمكن تداولها من قبل حاملها في الأسواق الثانوية، و طالما أن هذا النوع من الشهادات تصدره البنوك، فإن معدل الفائدة عليها و تاريخ الاستحقاق يحددان بواسطته دون تدخل من المستثمرين و بالنسبة لتاريخ الاستحقاق فإنه غالبا ما يكون في حدود ستة أشهر أو أقل من سنة.

#### 1-2- قرض الدولار الأمريكي

اهتمت معظم البنوك المركزية في العالم في أن تحتفظ بجزء من احتياطياتها على شكل دولار أمريكي لدعم عملياتها المحلية من جهة، و لاستخدامه في تسوية الالتزامات الدولية باتجاه العالم، ويعتبر اصطلاح الدولار الأوروبي "euro dollar" عن الدولارات الأمريكية التي بحوزة البنوك التجارية خارج الولايات المتحدة الأمريكية، مما يساعد في أن تقبل الودائع و أيضا في منح القروض والائتمانات بالدولار الأمريكي.

#### 1-3- اتفاقية إعادة الشراء

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء إحدى الأدوات التي يلجأ إليها تجار الأوراق المالية في المساعدة في تمويل جزء من مخزون هذه الأوراق، حيث يلجأ التاجر إلى أحد سماسرة الأوراق المالية المتخصصين بهذا النوع من الاستثمارات ليبرم له اتفاقا مع أحد المستثمرين الذي يبحث عن استثمار الأموال الفائضة لديه و وفقا للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر بصفة مؤقتة أوراقا مالية تتسم بقدر كبير من السيولة، كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء تلك الأوراق من ذلك المستثمر بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باع له بها هذه الأوراق، على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ

(1) إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 37-40.

الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر و بعد أن تتم هذه العملية تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر، مما يعني عودة مبالغ الاستثمار.

#### 1-4- أوامر السحب

يجمع هذا النوع من الأوعية الادخارية الإبداعية بين صفقات الودائع الجارية و ودائع التوفير حيث يكون للمستثمر في هذا النوع الحق في تحرير أمر سحب قابل للتداول، كما يضمن له فائدة التي تسحب على رصيد تلك الوديعة.

#### 1-5- الكمبيالة المصرفية

عندما يضع البنك نفسه وسيطا بين المقرض و المستثمر و يقبل مسؤولية دفع القرض، فإنه يصرف كمبيالات مصرفية كأوراق استثمارية يكتب بها، حيث يجنب المستثمر من مخاطر العجز و ذلك لأن المستثمر يستطيع إسترجاع قيمتها من المقرض الأصلي، و إذا لم يتمكن من ذلك يمكنه الرجوع على البنك الذي قبل أن يكون وسيطا متعهدا بين المستثمر والمقرض.

#### 1-6- الأوراق التجارية

تتمثل الأوراق التجارية في نوع الأصول الاستثمارية تصدرها مؤسسات الأعمال الكبيرة و التي تتمتع بالثقة و الأمان، و تتميز الأوراق التجارية بالسماة الموالية:

- التزام البنك بالسداد يجعل مخاطر تلك الأوراق محدودة.
- يتم نشر دليل من قبل المؤسسات المتخصصة مثل "Standards & poors" خاص بأسماء المؤسسات التي تصدر مثل هذه الأوراق.
- أصبح لهذه الأوراق سوقا ثانية نشطة أنشأها بعض بيوت السمسرة و البنوك التجارية، و هذا بفضل المزايا التي تقدمها.

#### 1-7- أذونات الخزينة

و هي سندات قصيرة الأجل تصدرها الدولة أو ما يمثلها لتمويل العجز في موازنة الدولة حيث تعتبر أهم وسيلة للقرض الداخلي قصير الأجل، و هي سندات لحاملها.

و قد أصبحت من أدوات الدين الداخلي الشائعة الاستخدام في غالبية الدول حتى المتقدمة منها ويعتبر الاقتصادي الأمريكي باجيهوت "Bagehot" أول من اقترح فكرة استخدام أذونات الخزينة وذلك عام 1887 لتمويل الحكومة الأمريكية في ذلك الوقت.

و تعتبر أذونات الخزينة خالية المخاطر بسبب تعهد الدولة الكامل بتسديد قيمتها، و نتيجة لخلوها للمخاطر التي يتعرض لها الاستثمار، فإن أسعار الفائدة عليها تكون منخفضة، كما تعتبر من الاستثمارات ذات السيولة العالية.

## 2- الاستثمارات المالية المتداولة في سوق رأس المال (1)

فيما يلي سيتم توضيح مختلف أدوات الاستثمار لتداول في سوق رأس المال المتمثلة في:

### 2-1- الأسهم

تشكل الأسهم أحد أصناف الأوراق المالية الهامة في سوق رأس المال، باعتبارها أداة مهمة في زيادة رأسمال المؤسسات، و أداة لرفع القدرة التمويلية و زيادة استثماراتها.

و تأخذ الأسهم عدة أشكال يهدف كل شكل منها إلى جذب المزيد من رؤوس الأموال و تعبئة المدخرات، و من ثم تحقيق أهداف التنمية. و سيتم دراسة الأسهم من خلال المحاور الموالية:

#### 2-1-1- تعريف الأسهم و خصائصها

##### 2-1-1-1- تعريف السهم

لقد وردت عدة تعاريف بشأن الأسهم، حيث نكتفي بذكر البعض منها وفقاً لما يلي:

حيث عرف السهم بأنه: " صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، و يضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، و تكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم" (2)

و يعرف البعض الأسهم بأهما: " عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأسمال إحدى شركات الأموال عموماً، و يمثل السهم حصة الشريك في المؤسسة التي يساهم في رأسمالها، و الذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية" (3)

كما يعرف البعض الآخر بأن الأسهم: " عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، تشهد بمساهمة صاحبها في رأسمال الشركة، ليس لها تاريخ استحقاق محدد، و حملتها الحق في امتيازات متعددة، منها

(1) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، 2000، ص: 42-44.

(2) طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2000، ص: 19.

(3) مصطفى رشدي شبيحة و زينب حسن عوض الله، الاقتصاد و البنوك و بورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة،

الحصول على دخل سنوي متغير يمثل نصيبه في ربح الشركة، حق نقل ملكيتها، حق الأفضلية في الاكتتاب بأسهم جديدة عند زيادة رأس مال الشركة، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء أو الإفلاس.<sup>(1)</sup>

و هناك من يعرف الأسهم على أنها: " ورقة مالية متفاوض عليها، تدل على جزء من رأسمال الشركة، و هي ذات دخل يتغير حسب توزيعات أرباح الشركة، و تعتبر من الأوراق ذات المخاطرة"<sup>(2)</sup> و هناك أيضا من يعرفها بأنها: " صكوك ملكية تمثل حصص من رأسمال الشركة، يحصل حاملها على جزء من الأرباح المحققة في الشركة، كما يمكن أن تكون محل تفاوض في أسواق الأوراق المالية."<sup>(3)</sup>

## 2-2-1 السندات

### تعريف السندات

لقد وردت العديد من التعاريف للسندات، يتم اختيار بعض منها وفقا لما يلي:

حيث تعرف السندات على أنها: " صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام الذي تصدره الشركات أو الحكومة و فروعها، و يعتبر حامل سند الشركة دائنا لها، له حق دائنية في مواجهتها، و لا يعد شريكا فيها."<sup>(4)</sup>

و تعرف أيضا بأنها: " صكوك قابلة للتداول و غير قابلة للتجزئة و لها قيمة اسمية واحدة تمثل قرضا طويل الأجل يتم عن طريق الاكتتاب العام."

و هناك من يعرف السندات بأنها: " صكوك مديونية تدل على دين طويل الأجل خاصة بشركة أو هيئة حكومية أو هيئة اجتماعية... إلخ، و هي مستحقة في ميعاد استحقاق محدد و يتحصل صاحبها على فوائد دورية، و تعتبر من الأوراق المالية ضعيفة المخاطرة."<sup>(5)</sup>

كما عرفها البعض على أنها " صكوك متفاوض عليها تمثل دين طويل الأجل مصدره من طرف شركة أو هيئة حكومية، و يعطي بموجبها حق الدائنية لحاملها في مقابل عوائد ذات قيم ثابتة تحتسب وفق للقيمة الاسمية للسند و معدل الفائدة الذي يحمله."<sup>(6)</sup>

(1) شمعون شمعون، البورصة، أطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص: 21.

(2) F. Teulon, Les marches des capitaux, édition Seuil, paris, 1997, p : 12.

(3) D. Martin, Précis d'économie, édition Nathan, Paris, 1997; p : 82.

(4) محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، الأردن، 1999، ص: 32.

(5) F. Telon, op-cit, 1997, p : 15.

(6) D. Martin, op-cit, p : 80.

و من خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج أن السندات عبارة عن صك مديونية على الجهة التي أصدرته و المتمثلة في الشركة أو الهيئة المرخص لها بذلك عن طريق الاكتتاب العام هذا الصك قابل للتداول، و يحصل حامله على سعر فائدة ثابتة خلال مدة استحقاقه، على أن يسترد قيمة السند عند ميعاد استحقاقه أو قبل هذا الميعاد، و ذلك بحسب ما تم الاتفاق عليه في نشرية الاكتتاب.

### المطلب الثالث: طرق و سياسات الاستثمار المالي

تستند القرارات الرشيدة التي يتخذها المستثمر في الأصول المالية إلى دراسة و تحليل متغيرات البيئة الداخلية و الخارجية للمؤسسة المصدرة لتلك الأصول، بحيث يقوم المستثمر باستثمار كافة الموارد المالية المتاحة بطريقة تمنع وجود أموال فائضة، غير أن القيام باستثمار كل الموارد المالية قد يعرض المستثمر لمخاطر السيولة، و هو ما يتطلب إجراء موازنة دقيقة بينهما و هذا بإتباع مختلف السياسات التي تحقق له الهدف المطلوب.

و يمكن تلخيص أهم الطرق التي تحكم عملية الاستثمار المالي على النحو التالي: <sup>(1)</sup>

#### 1- تحديد العائد المطلوب و المستوى المقبول من المخاطر

ينبغي أن تحدد السياسة الاستثمارية إطار للعائد على الاستثمار الذي بإمكان المؤسسة المستثمرة قبوله فالعائد ينقسم إلى جزئين، حيث الجزء الأول منه يكفي تعويض المؤسسة عن التضحية بتلك الأموال التي ستوجه لشراء أوراق مالية و هو ما يطلق عليه بالعائد مقابل الزمن، أما الجزء الثاني فيتمثل في العائد الذي يعرض المخاطرة التي تتعرض لها الأموال المستثمرة.

و يعتمد تحديد النسبة المقبولة من المخاطر بالنسبة للمؤسسة المستثمرة على ما يلي:

- توفر الخبرات و المهارات المتخصصة في عمليات الاستثمار، فإذا لم تكن متوفرة لدى المؤسسة المستثمرة، فمن الأفضل لها أن تحدد نسبة أقل من المخاطر المقبولة، أما إذا كانت الخبرات و المهارات متوفرة، فإنها قد تحدد نسبة أعلى من المخاطر المقبولة و حسب ظروفها.
- توفر هامش الأمان المتمثل في نسبة حقوق الملكية إلى الأصول ذات المخاطر المرتفعة فالمؤسسة التي لا تحتفظ بهامش أمان كافي، تفضل شراء الأوراق المالية الجيدة فقط.
- تحديد نطاق التنوع الذي يعتبر أداة فعالة للتغلب على مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية و يمثل نطاق التنوع المدى الذي تذهب إليه المؤسسة في تنوع استثماراتها، و قد تتخذ السياسة الاستثمارية لأية

(1) فلاح الحسيني و مؤيد الدوري، إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2000، ص: 171-173.

مؤسسة في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة أو أحد هيئاتها، و التي تكون عادة ذات مخاطر منخفضة جدا، و بالتالي فإن عوائدها تكون منخفضة نسبيا.

## 2- تحديد الأوراق المالية المعفاة من الضريبة

ينبغي أن توضح السياسة الاستثمارية في الأوراق المالية أسس المفاضلة بين الأوراق المالية المعفاة من الضريبة و الأوراق المالية غير المعفاة منها، و عادة ما تتم المفاضلة على أساس معدلات الضريبة التي تخضع لها المؤسسة المستثمرة، فعند ارتفاع معدل ضريبة على الأرباح عندئذ قد تحجم عن الاستثمار في الأوراق المالية ذات العوائد المرتفعة، و تتجه بدلا من ذلك إلى الاستثمار في الأوراق المالية ذات العوائد المنخفضة و لكنها لا تخضع للضريبة.

## 3- تحديد تاريخ الاستحقاق

تنص سياسة الاستثمار عادة على أحد أقصى لتاريخ استحقاق الأوراق المالية التي توجه لها موارد المؤسسة، و غالبا ما يتوقف قرار هذه الأخيرة على عوامل معينة، في مقدمتها الخبرات المتاحة والاتجاهات العامة في أسعار الفائدة، فالمؤسسة التي لا تتوفر على خبرات عالية في مجال الاستثمار يصبح من المتوقع توجيه مخصصات محفظة الأوراق المالية إلى استثمارات قصيرة الأجل. و لتفادي تأثير الاتجاه العام للأسعار على الحد الأقصى لتاريخ الاستحقاق، فيقضي العمل على تحقيق ما يلي:

- تحديد العلاقة بين تاريخ الاستحقاق و معدل الفائدة الذي يحدد في ضوء توقعات المتعاملين في السوق، فإذا كانت التوقعات تشير إلى ارتفاع مطرد في أسعار الفائدة، فإن العلاقة بين العائد و تاريخ الاستحقاق ستكون طردية، و العكس صحيح.
- التنسيق بين متطلبات الربحية و متطلبات السيولة، حيث يمكن أن تنص سياسة الاستثمار في الأوراق المالية على ضرورة ربط الاستثمار في تلك الأوراق المالية باحتياجات السيولة، و هو ما يعني ضرورة توجيه الموارد المتاحة لاستثمارها في أوراق مالية على درجة عالية من الجودة و لها تاريخ استحقاق قريب.

## 4- هيكل اتخاذ القرارات

ينبغي أن تنص سياسة الاستثمار على المستويات الإدارية المسموح لها بشراء الأوراق المالية، و الحد الأقصى لقيمة المشتريات أو المبيعات التي يمكن أن يقوم بها كل مستوى.



و تتبع المؤسسة المستثمرة في الأوراق المالية سياسات عديدة لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها هذه الاستثمارات، و من بين هذه السياسات ما يلي:

- إتباع سياسة التغطية التي تعد من الأساليب التي يستخدمها المستثمر لحماية نفسه من انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات، حيث ترتبط فكرة التغطية ارتباطاً وثيقاً بما يسمى بحق الاختيار الذي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد معين من الأسهم و السندات في خلال فترة معينة في المستقبل وبسر متفق عليه مقدماً.

- تحديد مستوى جودة الأوراق المالية، حيث تمتلك بعض الدول المتقدمة سوق نشطة و قوية للأوراق المالية، مما يمكن المتعاملين الحصول على معلومات بشأن جودة الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً ترتب السندات وفق جودتها، أي وفقاً لقدرة المؤسسة المصدرة لها على الوفاء بالتزامات المرتبطة بها.

### المبحث الثاني: أساسيات قرار الاستثمار و التمويل

يمكن القرار الاستثماري المبني على أسس علمية صحيحة من تعظيم القيمة الحالية لثروة الملاك، ويمكن للمستثمر المقارنة بين العوائد المختلفة للاقتراحات الاستثمارية و المخاطر المصاحبة لكل منها، و هذا بالاعتماد على المبادئ الإستراتيجية التي على أساسها يتخذ القرار الاستثماري.

و لتوضيح ذلك، تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- تعريف و أنواع القرارات الاستثمارية.

- مبادئ و استراتيجيات قرار الاستثمار المالي.

- قرار التمويل و أشكاله.

### المطلب الأول: تعريف و أنواع القرارات الاستثمارية

يلجأ المستثمر إلى تقييم المقترحات الاستثمارية و المفاضلة بينها، من أجل اتخاذ القرار الملائم و الأنسب لشراء أو عدم شراء الورقة المالية، و تعدد القرارات الاستثمارية تبعاً لموقف المستثمر من المخاطرة.

و على هذا الأساس، سيتم توضيح في هذا المطلب:

- تعريف القرار الاستثماري.

- مقومات القرار الاستثماري.

– أصناف القرارات الاستثمارية.

## 1- تعريف القرار الاستثماري

يعرف القرار الاستثماري بأنه: " عملية اختيار من بين مجموعة البدائل" (1)

و من منظور مالي يعرف على أنه: " كل قرار ينتج عن المفاضلة بين حيازة أنواع مختلفة من الأدوات المالية". (2)

و قد تكون عمليات المفاضلة بين حيازة نقود أو حيازة أصول مادية و مالية، و قد تكون أصول مالية من صنف معين و بين نفس الأصول و لكن من صنف آخر، كما قد تكون عملية المفاضلة بين الاحتفاظ بالنقود و بين منحها في شكل قروض.

و قد يتخذ القرار في ظل مستقبل مؤكد، أين يكون المستثمر على دراية تامة بالأحداث و الأوضاع الاقتصادية المستقبلية، كما يتخذ في ظل مستقبل احتمالي، حيث لا تتوفر بعض البيانات إلى جانب إمكانية اتخاذ القرار في ظل مستقبل غير مؤكد، أي أنه لا تتوفر معلومات تاريخية لبناء التوقعات المرتبطة بالنتائج المستقبلية، مثل طرح ورقة مالية جديدة للاكتتاب في السوق، حيث في هذه الحالة يتم التركيز على بناء توزيع احتمالي، أما عملية اتخاذ القرار في ظل مستقبل تنافسي فإنها تأخذ في الاعتبار كل من المنافسة و الارتباط الموجود بين مرحلة و أخرى... إلخ. (3)

و الأصل أن قرار الاستثمار المالي يتطلب وجود ارتباط مع القرارات المالية للمستثمرين الآخرين و الذي لن يقوم بعملية استثمار الأموال التي يجوزته إلا بوجود أمل في الحصول على عوائد مستقبلية، مما يشير إلى أن عملية المفاضلة تنصرف إلى المستقبل الذي يحتوي على عنصر عدم التأكد، هذا الأخير مرتبط بعنصر الزمن و عنصر المخاطرة، إضافة إلى أن كل قرار مالي له خصائص تميزه عن غيره من القرارات. (4)

و تختلف القرارات المالية أيضا من حيث درجة الأهمية، فتوجد الرئيسية و توجد الثانوية و هذا وفقا لأثارها على القيمة السوقية للأسهم، فقرار إنشاء مصنع كبير أو طرح منتج جديد في السوق قد يعني في

(1) إسماعيل إبراهيم جمعة و آخرون، المحاسبة الإدارية و نماذج بحوث العمليات في اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، (دون سنة طبع)، ص: 28.

(2) P. Conso & F. Hemicin, Gestion financière de l'entreprise, édition Dunod, paris, 10 eme édition, 2001, p : 562.

(3) P. Vizzanova, Gestion financière, berti edition, Alger, 1993, pp : 543.

(4) P. Conso & F. Hemicin, Op\_cit, 2001, p : 563.

سوق الأوراق المالية أنه قرار سليم لتأثيره المتوقع على صافي الربح، مما يترتب عليه زيادة ملموسة في قيمة السهم.

## 2- مقومات قرار الاستثمار المالي

قرار الاستثمار المالي كغيره من القرارات الأخرى يحتوي على جملة من المقومات منها ما يلي:<sup>(1)</sup>

### 2-1- الاختيار

الاختيار هو المبدأ الأساسي في القرار، و يختلف بحسب الظروف التي يتم فيها، فقد يتم الاختيار في ظل ظروف استثنائية، كأن تضطر المؤسسة إلى الاعتماد على مصادرها الداخلية في تمويل استثماراتها بحجة انعدام مصادر التمويل الخارجية أو ارتفاع تكلفتها بدرجة مغال فيها، و قد يكون الاختيار عادي، و من ثم تتوفر لمدة القرار فرصة للمفاضلة بين البدائل و اختيار أحسنها بحيث ينبغي إدراك نوعية الاختيار في جودته في كلتا الحالتين.

و تجد الإشارة أن درجة الحرية في الاختيار يمكن النظر إليه كسلسلة متكاملة تبدأ من الحرية الكاملة و تنتهي عند الحرية المقيدة بدرجة كاملة، باعتبار أن الاختيار مهما كان حراً فهو مقيد بالعديد من العوامل البيئية و الشخصية التي تحيط بمتخذ القرار، مثل خبرته و خلفيته العلمية و مدى استعدادة و تكوينه النفسي.

### 2-2- البدائل

يشير الاختيار إلى إمكانية المفاضلة بين البدائل، لذلك فإن عملية اتخاذ القرار تتضمن عادة خطوة أساسية هي تحديد أقصى عدد من البدائل المتاحة، و قد يكون عدد البدائل مقيد بدرجة كاملة كما قد يكون عدد لا نهائي.

### 2-3- الأهداف:

يفترض في أي قرار استثماري أنه ينبع من أهداف معينة تصبو المؤسسة للوصول إليها و لعل الهدف الإستراتيجي المرتبط بهذا الشأن، يتمثل في تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، لكن تحقيقه يتطلب وجود ترتيب و تنسيق بين جملة الأهداف الفرعية، فقيمة المؤسسة تحدد وفقاً لعدد من السياسات كتلك السياسة المالية التي تهتم بالرشادة في اختيار المشاريع الاستثمارية و سياسة التوزيعات مع ضرورة التنسيق بينهم.

(1) إسماعيل إبراهيم جمعة و آخرون، مرجع سبق ذكره، (دون سنة طبع)، ص: 28.

## 2-4- جودة القرار

للكم على جودة القرار المالي، يجب تقييمه من منظور مدى صحته أو ملائمته للمشكلة المعينة وتوجد في هذا الصدد طريقتين يتم استخدامهما لتقييم القرار الاستثماري، الأول تستند على النتائج المترتبة عن عملية اتخاذ القرار، أما الثانية فتتركز على الظروف التي كانت متوافرة لحظة اتخاذ القرار. و يعتبر تقييم قرارات الاستثمار على ضوء النتائج المترتبة عليها، من أكثر المدخلات وضوحاً وقبولاً من الناحية العلمية، فإذا كانت النتائج مقبولة اعتبر القرار صحيحاً أو جيداً. أما المدخل الثاني فيميل إلى تقييم القرار المالي من منطلق الظروف التي كانت تحيط بمتخذه كأن يتم الاعتماد على هيكل تمويلي ذو درجة عالية من الرفع المالي، بحجة وجود انخفاض في تكلفة التمويل بالديون مقارنة بالأسهم.

و يتميز هذا المدخل بأخذه في الاعتبار لمهارات متخذي القرار المالي، و التي يتم تقييمها في ظل الحالة موضع القرار و ما هو متوافر من معلومات و موارد و فن إنتاجي. و تجدر الإشارة إلى أن كل قرار ينطوي على ركيزتين هما: الجودة و القبول، بحيث يؤثران على فعالية القرار، فقد يكون هذا الأخير ذو درجة عالية من الجودة لكنه غير فعال لعدم قبوله من هؤلاء الذين تتأثر مصالحهم، كما قد يكون القرار جيداً على المدى القصير لكن يفقد جودته على المدى البعيد، لذا فإن الأمر يتطلب تحديد الأهمية النسبية لجودة القرار و مدى قبوله من جهة و التنسيق بينهما بالطريقة التي تؤدي إلى خدمة الهدف العام لمستثمر من جهة أخرى.

## 3- أصناف القرارات الاستثمارية

يواجه المستثمر مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار، و تتوقف طبيعة القرار الذي تحذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة، و قيمتها من وجهة نظره من جهة أخرى. و ضمن هذا الإطار، تندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع من القرارات هي: <sup>(1)</sup>

### 3-1- قرار الشراء

يتخذ المستثمر قرار الشراء عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية الممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها ستزيد عن سعرها السوقي، و بعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية و ذلك كما يراها المستثمر، مما يولد لديه حافزاً لشراء تلك الأداة سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من توقعه بارتفاع سعرها السوقي مستقبلاً.

(1) محمد مطر و فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص: 18-19.

و يترتب على ما سبق تولد ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة، مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر و القيمة.

### 3-2- قرار عدم التداول

يترتب على الحالة السابقة و الناتجة عن الضغوط الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر بالارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي مع قيمة الأداة الاستثمارية، و هنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على كل من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضا التوقف عن البيع، فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول، لأن المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تنتفي لديه آمال لتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية، كما تنتفي لديه أيضا و لو مؤقتا المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.

### 3-3- قرار البيع

بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة، تعمل ديناميكية السوق على خلق رغبات شراء إضافية للمستثمر لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد في نطاق نموذج الخاص بالقرار، أي مستثمر يرى بأن في تلك اللحظة ما زال أقل مما يطلب منه أن يعرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد عن القيمة، و هكذا يرتفع السعر عن القيمة مولدا بذلك حافزا لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار البيع، و بذلك ينتج ظرفا جديدا ينعكس على آلية السوق يصل إلى نقطة يصبح فيها المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتجه السعر السوقي للأداة الاستثمارية للهبوط مرة أخرى و هكذا.

## المطلب الثاني مبادئ و استراتيجيات قرار الاستثمار المالي

يقوم القرار الاستثماري على مجموعة من المبادئ، هذه الأخيرة إذا ما تم الأخذ بها تمكنه من تبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار.

و لتوضيح ذلك، تم تقسيم هذا المطلب إلى المحاور الموالية:

- المبادئ الأساسية لاتخاذ القرار الاستثماري.

- إستراتيجيات قرار الاستثمار المالي.

- وضعيات المستثمر المالي.

## 1- المبادئ الأساسية لاتخاذ القرار الاستثماري

ينبغي على متخذ القرار الاستثماري أن يراعي بعض المبادئ أو المعايير في اتخاذه قراره و من أهم هذه المبادئ ما يلي: (1)

### 1-1- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية

يعتبر هذا المبدأ ركن أساسيا من أركان القرار الاستثماري، و يستمد أصوله من حقيقة الفوائد النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو المؤسسة التي تتسم بالندرة، بينما تكون المجالات أو الفرص الاستثمارية متناسبة على استقطاب هذه الفوائد كثيرة في معظم الأحيان، مما يفرض على متخذ القرار الاستثماري أن يراعي هذه الحقيقة، و ذلك باختيار ما يناسبه من ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع إستراتيجيته في الاستثمار، بدلا من أن يوجه مدخراته لأول فرصة استثمارية تظهر له.

و كلما زادت الفرص الاستثمارية المتاحة، تتوفر لمتخذ القرار الاستثماري مرونة أكبر في اتخاذ القرار الناتج الذي يحقق أهدافه.

### 1-2- مبدأ الخبرة و التأهيل

يقضي هذا المبدأ بأن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية و خبرة قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين، ففي واقع الحال توجد فئة من الأفراد ممن لديهم فوائض نقدية يرغبون في استثمارها لكنهم لا يملكون الدراية و الخبرة الكافيتين لاختيار الأداة الاستثمارية المناسبة، و يطلق على هذه الفئة من المستثمرين المحترفين ممن يتمتعون بالخبرة و الدراية الكافية التي تؤهلهم لاتخاذ القرار الاستثماري، كما توجد فئة أخرى من الأفراد ممن يجتفون تقديم الاستشارة و النصح للمستثمرين من الفئة الأولى و الذين يسمون عادة بمحللي الاستثمار، لذا يفترض بالمستثمر عديم الخبرة أن يستعين في اتخاذه قراره الاستثماري بمشورة فئة المستثمرين و المحللين المتخصصين و لو كلف ذلك دفع أتعاب لهؤلاء مقابل الخدمات التي يؤديها، لأن هذه الأتعاب مهما ارتفعت ستبقى منخفضة مقارنة بالفائدة المحققة منها في ترشيد القرار الاستثماري.

### 1-3- مبدأ الملائمة

يشكل مبدأ الملائمة واحد من الأركان الأساسية التي يفترض بالمستثمر مراعاتها عند وضع إستراتيجية الاستثمارية، و يطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب

(1) محمد مطر و فايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص ص: 22-24.

ثم الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين مجالات و أدوات الاستثمار المتعددة المتاحة له و يسترشد في تطبيق هذا المبدأ بمنحى سوائه أو منحى تفضيله الخاص، و الذي يتحدد عادة في ضوء مجموعة من العوامل منها: عمره، وظيفته، مستوى دخله، حالته الاجتماعية و حالته الصحية...إلخ. و يقوم مفهوم منحى تفضيل أو منحى سواء المستثمر على فرضية مفادها أن لكل مستثمر معين يحدد اهتمامه تجاه العناصر الأساسية في قراره الاستثماري، و هي العائد على الاستثمار، و بالتالي درجة الأمان التي يراها المستثمر، ثم سيولة الأداة الاستثمارية.

و حال مؤسسات الاستثمار في ذلك هو حال المستثمر الفرد، فالمؤسسات المالية هي الأخرى توجه مدخراتها للأوجه الملائمة لظروفها الخاصة، و ذلك وفقا لما يعرف بنظريات القطاعات السوقية، حيث تقضي هذه النظرية بأن السوق المالي ينقسم عادة إلى قطاعات مختلفة يستقطب منها فئة معينة من فئات المستثمرين، و ذلك وفقا لميولاتهم الاستثمارية، فالبنوك التجارية مثلا تختار مجالات الاستثمار التي تسبق توقيت تدفقاتها النقدية مع نفس توقيت التزاماتها المالية، لذا تميل في الغالب لتوجيه استثماراتها لأدوات قصيرة الأجل ذات السيولة المرتفعة و المخاطر المتدنية و ذلك لتضمن الوفاء بالتزاماتها نحو المودعين و الذين غالبا ما تكون ودائعهم قصيرة أو متوسطة الأجل.

### 1-4- مبدأ توزيع المخاطر الاستثمارية

يتمثل هدف المستثمر في تحقيق ما يعرف بالعائد المستهدف على الاستثمار، أي أن كل مستثمر يحدد غالبا العائد على الاستثمار الذي يطمح في تحقيقه من استثماراته، و ذلك في صورة هدف، ولتحديد الهدف يجب أن يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع الاستثماري بموجب معدل خصم الذي يعادل العائد المستهدف، و ذلك للوصول إلى القيمة الحالية لهذه التدفقات، فإن صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية موجبا يعتبر الاستثمار مجدي، أما إذا كان سالبا فيعتبر الاستثمار غير مجد.

و بناء لما تقدم، فإنه لا يمكن للمستثمر ضمان العائد المستهدف إلا بتحقيق شرطين هما:

- أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار مؤكدة تماما من حيث القيمة.

- أن تكون هذه التدفقات مؤكدة تماما من حيث التوقيت.

و أي خلل يحدث في الشرطين السابقين بسبب حالة عدم التأكد المحيطة بالمستقبل ينعكس ضمنا على العائد المستهدف.

و عليه، ينشأ عن احتمال عدم تحقق أي من الشرطين السابقين مخاطرة تحيط بالاستثمار و تنوع مخاطره، كما يتفاوت مداها وفقاً لطبيعة أدوات و مجالات الاستثمار، كما سنعرض ذلك في المبحث الموالي بشيء من التفاصيل.

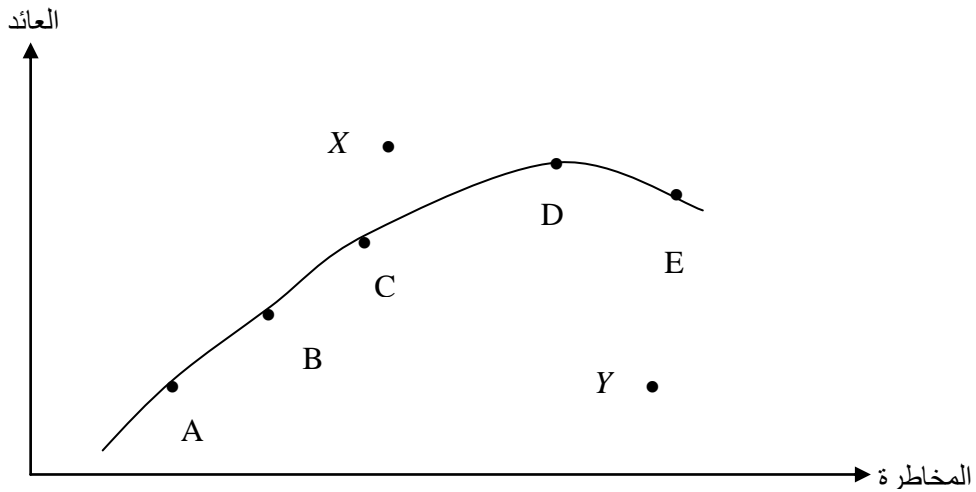
## 2- إستراتيجيات قرار الاستثمار المالي

تختلف الإستراتيجيات الاستثمارية التي يتبناها المستثمرون، و ذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية، و تتمثل أولويات المستثمر فيما يعرف بمنحنى تفضيله الاستثماري، و الذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الثلاثة المتمثلة في الربحية، السيولة و الأمان.

و يعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، بينما يعبر عن ميله تجاه العنصرين الآخرين (السيولة و الأمان) بالمخاطر التي يكون مستعداً لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه.

و على هذا الأساس، فإن المنحنى التفضيلي لمستثمر ما هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة بين العائد الذي يتوقعه من جهة، و المخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى، و ذلك كما يتضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (01): منحنى التفضيل الاستثماري



المصدر: محمد مطر و فايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص 20.

فكما يتضح من الشكل أعلاه، فإن الأدوات الاستثمارية (A-B-C-D-E) تعتبر مقبولة من المستثمر لأنها تقع على منحناه التفضيلي، أما بالنسبة للأداتين "X" و "Y"، فالأولى منها غير مقبولة كونها تحقق للمستثمر عائد أقل من ما تحققه "C" مع أنها ستحملة نفس المستوى من المخاطرة، أما الثانية و هي "Y"



فهي و إن كانت ستحقق له عائد أعلى من "D" و بنفس المستوى من المخاطرة إلا أنها غير متاحة لذلك المستثمر.

### 3- وضعيات المستثمر المالي

ينقسم المستثمرون بشكل عام إلى ثلاثة أنماط و هي:

#### 3-1- المستثمر المتحفظ

و هو مستثمر يعطي لعنصر الأمان الأولوية، وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية فيكون حساسا جدا تجاه عنصر المخاطرة، وغالبا ما يوجد هذا النمط في كبار السن وذوي الدخل المحدود.

#### 3-2- المستثمر المضارب

و هذا النمط على عكس سابقه يعطي الأولوية لعناصر الربحية، و لذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار، و يمكن وجود هذه الفئة من المضاربين بين صغار أو بين الذين يتصرفون بحفاظة استثمارية كبيرة.

#### 3-3- المستثمر المتوازن

و هو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصري العائد و المخاطرة بقدر متوازن و هكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية، تراعي تنويع الاستثمارات بكيفية تعظيم العائد و تدني درجة المخاطرة، و يندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين.

### المطلب الثالث: قرار التمويل و أشكاله

يصاحب قرار الاستثمار قرار بتمويله، هذا الأخير تتعدد مصادره تبعا لاختلاف طبيعة الاستثمار المالي من حيث الهدف و الحجم، كما توجد عدة تقسيمات لقرار التمويل و التي من أهمها سياسة التوزيعات و التمويل طويل الأجل.

و لتوضيح أهمية قرار التمويل، تم تقسيم هذا المطلب إلى ما يلي:

- مفهوم قرار التمويل.

- أشكال قرار التمويل.

## 1- مفهوم قرار التمويل

يعرف قرار التمويل بأنه: " عملية تخصيص لكل الموارد المالية المتاحة و التي يمكن توفيرها من مصادر مختلفة، بالصورة التي تحقق أكبر عائد ممكن." (1)

كما يعرف أيضا بأنه: " تلك العملية المصاحبة لاتخاذ قرار الاستثمار." (2)

و عليه فإن الاهتمام بقرار التمويل يرجع إلى ثلاثة أسباب هي:

- يصعب بعد الشروع في تنفيذ الاستثمار التخلي أو العدول عنه، بسبب ضخامة حجم الأموال التي يتم إنفاقها، و معنى التخلي عن الاستثمار تحمل خسائر مالية ضخمة.
- المخاطر المترتبة عن الاستثمار لانعدام المرونة في كثير من الاستثمارات، و يقصد بالمرونة إمكانية تغيير النشاط بسهولة و يسر، فقد يكون من السهل تحويل مبنى إداري إلى مبنى سكني لكن يصب تحويل قرار تمويل معمل لتكرير البترول مثلا إلى مصنع للسيارات.
- تعتبر تكلفة الخطأ المترتبة عن الاختيار الخاطئ للاستثمار عالية، حيث يتطلب الأمر وقتا طويلا للرجوع إلى الوضع المبدئي و ما يترتب من ذلك من آثار، و لا يقتصر فعلها على الناحية المالية فقط بل يتعداه إلى التأثير على مستقبل الأوراق المالية للمؤسسة.

## 2- أشكال قرار التمويل

ينقسم قرار التمويل إلى قرارات مرتبطة بسياسة التوزيعات، و قرارات مرتبطة بالتمويل طويل الأجل.

### 2-1- سياسة التوزيعات

سياسة التوزيعات تشير إلى القرار الذي تتخذه المؤسسة المستثمرة بشأن التصرف في أرباحها، أي بين توزيعاتها و بين احتجازها لغرض إعادة استثمارها.

و عادة ما تشير سياسة التوزيعات إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة، و التي على ضوءها تتحدد النسبة التي ينبغي احتجازها. (3)

و قد آثار المعيار الذي تتخذ على أساسه المؤسسة قرارها بتوزيع الأرباح من عدمه جدل كبير بين المنظرون الماليين، حيث في ظل التأكد التام قدم ميلر و مودلياني "Modigliani & Miller" سنة 1961 نظرية ملائمة التوزيعات، حيث أرادا أن يثبتا من خلال عدم وجود أي تأثير لسياسة التوزيعات على

(1) عبد الحميد عبد المطلب، التمويل المحلي و التنمية المحلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 22.

(2) N. Murges, Financement et cout du capital de l'entreprise, édition economica, paris, 1993, p : 27.

(3) عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سابق، 2001، ص: 28.

القيمة السوقية و من ثم على أسهمها، بل إن هذه القيمة تتأثر بشكل أو بآخر بقرارات الاستثمار، أما فكر "مايرون قوردون" فيقوم على مبدأ سياسة التوزيعات لا يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، إلا في الحالة التي يكون فيه المعدل المتوقع على استثمار المؤسسة يختلف عن المعدل الذي يطلبه المستثمرون. (1)

أما في حالة عدم التأكد، فإن المستثمر يستطيع أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه حيث إذا كان فائض في التوزيع فإنه يمكن للمستثمر استعماله في شراء أسهم جديدة لنفس المؤسسة أما إذا كانت هناك حاجة للأموال، فيمكن بيع جزء من الأسهم بقدر تلك الحاجة، و بما أن إجراء التوزيعات يزيل من حالة عدم التأكيد بدرجة لا يمكن إزالتها عن طريق ارتفاع القيمة السوقية للسهم فإنه يصبح في صالح المؤسسة أن تقوم بتوزيع أكبر حجم ممكن من الأرباح، الذي يخفض من معدل العائد المطلوب لدى حملة الأسهم، و من ثم تنخفض تكلفة الأموال و تتأثر القيمة السوقية للمؤسسة بالإيجاب.

و عليه، فإن إجراء التوزيعات تعتبر واحدة من أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة في إعلام السوق عن حالتها، فرفع حجم التوزيعات تعتبر إشارة عن اهتمام بالخفض التطلعات المستقبلية بشأن تطور مردودية المؤسسة، و هو ما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم السوقي.

## 2-2- قرار التمويل طويل الأجل

تعتبر عملية تمويل الاستثمارات من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة، و التي تكون لها تأثير على سياستها المالية و على نموها و تطورها في المستقبل.

و للوقوف على الخصائص التي تتميز بها قرارات التمويل الطويلة الأجل قد يكون من المفيد الاستناد إلى أسلوب المقارنة بينها و بين القرارات التمويلية قصيرة الأجل، و ذلك كما يلي: (2)

- القرارات التمويلية الطويلة الأجل تتخذ بشكل متقطع أو مشتت في حين أن القرارات التمويلية قصيرة الأجل تتخذ دورياً، و يشير الواقع العملي إلى أن المسير المالي يستغل أغلب وقته في تحليل القرارات التمويلية قصيرة الأجل.

- القرارات التمويلية قصيرة الأجل يمكن تصحيحها و تعديلها بصفة عادية، أما تلك الطويلة الأجل فتحدد المسار المستقبلي للمؤسسة، كما أن تعديلها صعب نوعاً ما.

- يعتمد في تحليل القرارات التمويلية طويلة الأجل على طرائق مرتكز على استحداث التدفقات النقدية، فيحين أن القرارات قصيرة الأجل لا تعتمد على هذه الطرائق.

(1) D. Morissette, Décision financiers a long termes: l'investissement - Financement - Politique de dividende, SMG, Québec, Canada, 3 eme édition, 1994, p : 6.

(2) A. Dayan et autres, Manuel de gestion, édition Ellipes, paris, 1999, Vol 2, p : 174.

- القرارات التمويلية طويلة الأجل تفسر الحسابات طويلة الأجل و حقوق المساهمين، أما القرارات المالية قصيرة أجل، فإنها تقتصر على الديون قصيرة الأجل فقط.

و من خلال ما سبق تبرز أهمية قرار التمويل طويل الأجل، لأنه مرتبط بقرار الاستثمار هذا الأخير له أفق زمني كبير، لهذا فإن تأثيره على مستقبل المؤسسة و نموها قد يعود بالإيجاب أو بالسلب على قيمة أسهم المؤسسة و من ثم على قيمته ككل.

### المبحث الثالث: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

ترتبط المخاطرة في الاستثمار باحتمال وقوع الخسائر، فكلها زاد احتمال وقوع الخسارة كلما كان الاستثمار أكثر خطورة، و بما أن معدل العائد هو العنصر الأساسي في الاستثمار فإنه يمكن تحديد قياس كمي للمخاطرة.

و عليه، فإن الخطورة ترتبط باحتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار، و التي تقاس بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المتوقع.

و لدراسة كل ما سبق، تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- مفهوم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.
- أشكال مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.
- طرق قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

### المطلب الأول: مفهوم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

لم تحظى ظاهرة المخاطرة بتعريف موحد بين المهتمين بدراستها و تحليلها، فانقسمت الآراء طبقاً للبيئة التي ينتمي إليها الباحث، و الهدف الذي يسعى لتحقيقه و للزاوية التي ينظر منها إلى الظاهرة محل الدراسة.

و لتقليص التباين في الآراء الرامية إلى تحديد مفهوم للمخاطرة لا بأس من ذكر أهم التعاريف التي وردت بخصوص المخاطرة.

فتعرف بأنها: " ظاهرة أو حالة معنوية أو نفسية تلازم الشخص عند اتخاذ القرارات أثناء حياته اليومية و ما يترتب عليها من ظهور حالات الشك أو الخوف أو عدم التأكد من نتائج القرارات التي يتخذها هذا الشخص بالنسبة لموضوع معين." (1)

كما تعرف أيضا بأنها: " الاحتمال الموضوعي لاختلاف الناتج الفعلي عن الناتج المتوقع." (2)

و يتضح من التعريفين السابقين أن ظاهرة المخاطرة تشمل ثلاثة عناصر و هي:

- إحساس أو شك داخلي يصاحب متخذ القرار أثناء عملية الاستثمار.
- عدم التأكد من النتائج و هو ما يترتب عليه صعوبة التنبؤ بتغيرات المستقبل المترتبة على اتخاذ قرار الاستثمار.

- تخضع ظاهرة المخاطرة لوسائل القياس الكمي للوصول إلى الناتج المحددة.

و يعرف البعض المخاطرة بأنها: " حالة يكون فيها إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة المتوقعة أو المأمولة." (1)

و يصف هذا التعريف المخاطرة بأنها حالة أو وضع في العالم الواقعي المكون من مزيج من الظروف في البيئة الخارجية، التي قد تؤدي إلى إمكانية حدوث خسارة أو الحصول على نتيجة معاكسة للتوقعات. و يعرفها البعض الآخر بأنها: " مجموعة الأحداث المادية غير المرغوب فيها، و التي تنصب على وعاء دخل الاستثمار فتلحق به قدرا من الخسارة المالية تتراوح حدتها تبعا لدرجة الخطر و مداها." (3)

و يلاحظ من هذا التعريف بأنه يعطي تحليلا يبرز العلاقة بين حالة عدم التأكد من ناحية و الخسارة المترتبة على اتخاذ القرار من ناحية أخرى.

و هناك من يعرف المخاطرة بأنها: " فرصة تكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة قابلة للقياس الكمي." (4)

و لعل هذا التعريف يعتبر من أجود التعاريف لأنه أوجد بديل كمي للمخاطر حتى يمكن من تحليلها و بديلا المخاطرة المالية الكمية الذي سيتم استخدامه و قياسه و اشتقاقه ينتج من التوزيع الاحتمالي لمعدلات عائد الاستثمار.

(1) سامي عفيفي حاتم، التأمين الدولي، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، الطبعة الأولى، 1986، ص: 24.

(1) طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، القاهرة، 2003، ص: 16.

(3) سامي حاتم عفيفي، مرجع سابق، 1986، ص: 26.

(4) طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، 2003، ص: 356.

و للوصول إلى تعريف محدد للمخاطرة المالية فإنه من المناسب تحديد العناصر التي تتشكل منها والتي يمكن إجمالها في العناصر التالية:

- عنصر عدم التأكد، و الذي هو حالة ذهنية تميز بالشك بناء على انعدام المعرفة بما سيحدث في المستقبل.
  - عنصر الخسارة، و الذي يتمثل في احتمال حدوث انحراف معاكس للنتائج المتوقعة أو المرغوب الحصول عليها.
  - عنصر قابلية الخطر للقياس، و هذا حتى تسهل عملية تحليل و دراسة المخاطرة و قياس مدى تأثيرها في العملية الاستثمارية.
- و بناء على هذه العناصر، يمكن تعريف المخاطرة كما يلي:
- المخاطرة هي عدم التأكد التي تصاحب تحقيق نتائج غير المرغوب فيها و تؤدي إلى حدوث خسائر مادية قابلة للقياس.

### المطلب الثاني: أشكال مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

تتفاوت المخاطر التي تنطوي عليها الأسهم و السندات فيما بينها، حيث نجد أن الأوراق المالية التي تصدرها الدولة تكون خالية من المخاطر خاصة السندات، طالما لا يوجد احتمال عدم سداد الفوائد أو القيمة عند تاريخ الاستحقاق، أما الأوراق المالية غير الحكومية و خاصة الأسهم فإن الخطر فيها يعتبر عنصراً مؤثراً في اتخاذ قرار الاستثمار، و هو ما يتطلب تحديد نوع المخاطرة التي تتصف بها الأوراق المالية التي يمكن التخلي عنها أو إدخالها في محفظته الاستثمارية.

و بناء على ما سبق، تم تقسيم هذا المطلب على النحو الموالي:

- المخاطر المرتبة بالاستثمار في الأسهم.

- المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السندات.

#### 1- المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم

يتعرض المستثمر في الأسهم إلى جملة من المخاطر، منها مخاطر نظامية و التي لا يمكن تجنبها، و مخاطر غير نظامية و التي يمكن تجنبها أو التقليل منها، إضافة إلى مخاطر الأعمال و المخاطر المالية، و مخاطر مرتبطة بالسوق و مخاطر مرتبطة بالعمل.

و فيما يلي، سيتم توضيح المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الأسهم بشكل عام.

## 1-1- المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة<sup>(1)</sup>

إن المخاطر التي يتعرض لها المستثمر و التي تقاس بالانحراف المعياري أو معدل الاختلاف إنما هي انعكاس للمخاطرة المنتظمة، و التي تسمى بالمخاطرة العامة أو المخاطرة السوقية و أيضا المخاطرة غير المنتظمة، و التي تعرف بالمخاطرة الخاصة.

و سيتم توضيح فيما يلي كل من المخاطر المنتظمة و المخاطر الغير المنتظمة.

### 1-1-1- المخاطر المنتظمة

تصيب المخاطرة المنتظمة كل الموجودات الحادثة في السوق، بفعل عوامل مشتركة في النظام الاقتصادي ككل مثل العوامل الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية... إلخ، إذ لم يقتصر تأثير هذه العوامل على مؤسسة معينة أو قطاع معين، و دون أن يكون لمتخذي القرارات أي قدرة في تحديدها والسيطرة عليها، مثل حالات الاضطراب العام أو الحروب أو حالات الكساد أو حالات التضخم أو التغيرات في معدلات أسعار الفائدة و غيرها من العوامل التي يصعب التحكم في تأثيرها، و لذلك فإن هذا النوع من المخاطر إنما يسهم بشكل أساسي في تبيان العائد المتوقع.

و تتسم المخاطر المنتظمة بالخصائص التالية:

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي ككل.
- تؤثر في جميع المؤسسات الاقتصادية، لذلك فهي تصيب كل الاستثمارات.
- لا يمكن تجنبها بالتنوع و لكن يمكن الحد من شدتها من خلال العائد المتوقع.
- يمكن قياسها بمعامل بيتا.

### 1-1-2- المخاطر غير المنتظمة

يقصد بالمخاطر غير المنتظمة أو المخاطر الخاصة بأنها حالات عدم التأكد التي تنشأ بسبب ظروف خاصة أو عوامل متعلقة بمؤسسة معينة أو قطاع معين، حيث أنها تكون مستقلة عن مخاطر النشاط الاقتصادي و عادة ما تسمى هذه المخاطر بالمخاطر الاستثنائية أو المخاطر التي لا يمكن تجنبها.

و يرجع سبب هذه المخاطر إلى جملة من العوامل الخاصة، مثل حدوث اضطراب عالي في مؤسسة أو قطاع معين، و الأخطار الإدارية و ظهور اختراعات جديدة و غيرها.

و تتميز المخاطر غير المنتظمة بالخصائص التالية:

- تنشأ بفعل عوامل تخص المؤسسة ذاتها.

(1) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوارث، الأردن، 2001، ص: 66-68.

- تؤثر فقط على المؤسسة المعنية.
- يمكن تجنبها بالتنوع.
- مقياسها المطلق الانحراف المعياري و التباين أو معامل الاختلاف.

## 1-2- مخاطر الأعمال و المخاطر المالية

حيث إن المستثمر قبل أن يتخذ قرار استثماره في سوق الأوراق المالية، عليه أن يكون قادرا على تحديد نوع المخاطر التي يتعرض لها و التي من بينها مخاطر الأعمال و المخاطر المالية.

### 1-2-1- مخاطر الأعمال<sup>(1)</sup>

مخاطر الأعمال التي تعرف بالمخاطر الاقتصادية، هي جزء من المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة، و التي يتعرض لها المستثمر في الأوراق المالية عموما و المستثمر في الأسهم العادية بشكل خاص، حيث تشير إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمؤسسة و المستثمر في أسهمها و الذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع على الاستثمار المنتظر من طرف المستثمر. و تنشأ مخاطر الأعمال بسبب طبيعة الأداء التشغيلي و متغيرات هذا الأداء، المتمثلة في السياسات الإدارية و الظروف الاقتصادية و تغيرات طلب المستهلكين و التغير في ظروف المنافسة و التي تؤدي إلى تذبذب عائد عمليات التشغيلية.

و يمكن تقديم أهم العوامل التي تؤثر في مخاطر الأعمال فيما يلي:

- تغير في حجم الطلب على منتجات المؤسسة.
- التغير في أسعار بيع منتجات المؤسسة.
- مرونة الطلب على منتجات المؤسسة.
- درجة الرفع التشغيلي ، أي المدى الذي يمكن أن تكون فيه التكاليف الثابتة، و تقاس مخاطر الأعمال بدرجة تقلب عائد العمليات التشغيلية أو ما يعرف بصافي الربح التشغيلي قبل الفوائد و الضريبة عبر الزمن، و هذا حسب المعادلة الآتية:

$$\text{مخاطر الأعمال} = \frac{\text{الانحراف المعياري لعائد العمليات}}{\text{وسط عائد العمليات}}$$

(1) جيريبي سيجل، "مخاطر الاستثمار في الأسهم"، مجلة المساهم، تصدر عن مجموعة المجرة الدولية، عمان، الأردن، العدد الأول، جانفي - فيفري 1997، ص: 27.



حيث كلما زاد الانحراف المعياري كلما عكس ذلك زيادة في مخاطر الأعمال، و العكس يكون صحيحا.

### 1-2-2- المخاطر المالية (1)

تتعرض المؤسسة إلى مخاطر إضافية بسبب اعتمادها على مصادر التمويل المقترحة في هيكل تمويلها فكلما زاد اعتمادها على القروض كلما تعرضت إلى مخاطر إضافية متمثلة في عدم القدرة على التسديد، و هذه المخاطر الإضافية تسمى بالمخاطر المالية.

و الأصل في هذه المخاطر ليس الاقتراض في حد ذاته، و إنما احتمالات انخفاض مستويات التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة الواجبة التسديد من طرف المؤسسة.

و هناك تلازم بين مقدار المخاطرة المالية و درجة الرفع المالي، أي درجة اعتماد المؤسسة على القروض، و بسبب ذلك يمكن قياس المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة من خلال حساب درجة الرفع المالي الذي يمثل في النسبة المؤوية للتغير في صافي العائد قبل الضريبة، أي أن:

نسبة التغير في صافي العائد بعد الفائدة و الضريبة

درجة الرفع المالي = .

نسبة التغير في صافي عائد العمليات

كما يمكن حساب درجة الرفع المالي بطريقة أخرى كما يلي:

صافي الربح قبل الفائدة و الضريبة

درجة الرفع المالي = .

صافي الربح قبل الفائدة و الضريبة - فوائد القروض

و من خلال هذه الدرجة، يمكن التأكد من أن أي تغير في صافي الربح قبل الفائدة و الضريبة سوف يؤدي إلى تغير آخر في صافي العائد بعد الفائدة و الضريبة بمقدار معين.

### 1-3- مخاطر السوق: (2)

يقصد بمخاطر السوق بأنها المخاطر التي يترتب عليها تغيرا في سلوك المستثمرين نتيجة وقوع أحداث غير متوقعة، و التي يترتب عليها انخفاض في أسعار الأوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية، و يكون تعرض المستثمرون في الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين في الأوراق

(1) Pr. Yves Simon, « Risques politique et financier : quelles couvertures », L'économiste, Bimensuel, N 201, février 1998, Tunisie, p : 50.

(2) جيريبي سيحل، مرجع سابق، جانفي - فيفري 1997، ص: 29.

المالية الأخرى كالسندات مثلاً، فالأحداث غير المتوقعة مثل الحروب والمتغيرات السياسية و أنشطة المضاربة تؤثر على أسعار الأسهم داخل السوق.

و من أمثلة المخاطر السوقية ما يلي:

- الحالة التي أصابت بورصة نيويورك عام 1963 بعد أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي "كينيدي"، حيث حصلت عملية بيع الأوراق المالية بشكل هستيري.

- الانهيار الكبير الذي حدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية في تاريخ 19 تشرين الأول 1987 و هو ما عرف بيوم الاثنين الأسود.

#### 1-4- مخاطر العمل<sup>(1)</sup>

قد يؤدي أي تغير في قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح إلى هبوط أسعار أسهمها في السوق، مما يؤدي إلى تغير قدرتها في المحافظة على مركزها التنافسي و نمو و استقرار أرباحها في المستقبل، وهو ما يطلق عليه مخاطر العمل، و من هنا فإنه على المستثمر أن يكون دقيقاً في اختيار الأسهم التي يشتريها، بحيث يتأكد من أن الأسهم التي تتمتع بقدر من النمو و تنتمي إلى قطاع اقتصادي متطور، والتأكد من أن لمنتجات المؤسسة سوقاً واسعة.

#### 2- المخاطر المرتبطة بالسندات

يهتم المستثمر بدراسة و تحديد المخاطر المنتظمة و غير المنتظمة، و ما ينشأ عنها من مخاطر أعمال و مخاطر مالية إذا كان الاستثمار في الأسهم، أما المستثمر في السندات فإنه يهتم بالتدفقات النقدية التي يحصل عليها حامل السند و المتمثلة في الفوائد السنوية، و بصفة عامة فإن الفوائد التي يحصل عليها حامل السند تتأثر بمجموعة من العوامل مثل أسعار الفائدة، تضخم القوة الشرائية والقابلية للبيع و غيرها و يعد تأثير هذه العوامل على عائد السند بأنه تعبير على المخاطر التي يتعرض لها السند و التي سيتم توضيحها في الآتي

#### 2-1- مخاطر أسعار الفائدة<sup>(2)</sup>

و هي المخاطر الناتجة عن التقلبات المفاجئة في معدلات العائد المتوقعة عن معدلات العائد الفعلية بسبب التغيرات التي تحصل في أسعار الفائدة السوقية خلال فترة الاستثمار.

(1) جيريمي سيجل، مرجع سابق، 1997، ص: 30.

(2) محمد صالح الحناوي وإبراهيم سلطان و جلال العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 1999، ص: 257.

فإذا ارتفعت أسعار الفائدة في السوق بعد إصدار السند، فإن سعر البيع سوف يقل القيمة عن القيمة الاسمية للسند، مما يعني أن هناك خسائر رأسمالية حققها حامل السند.

و تجدر الإشارة إلى أن عملية الاستثمار في السندات تكون عرضة أكثر من غيرها لمخاطر أسعار الفائدة، و عليه فالتغير المطلوب في معدل الفائدة للسند يتم من المكاسب الرأسمالية، أي من الفرق بين قيمة السند عند الشراء و قيمة السند وقت البيع.

## 2-2- مخاطر عدم القدرة على السداد<sup>(1)</sup>

تعهد المؤسسات المصدرة للسندات بالالتزام بدفع تدفقات نقدية محددة حتى تاريخ الاستحقاق تتمثل في قيمة السند الأصلية و فائدة السند السنوية، و عليه فإن المستثمر في السندات يتعرض حتما إلى احتمالات عدم قدرة المؤسسات المصدرة لها بتسديد قيم السندات أو الفوائد أو الاثنين معا.

و يمكن لمخاطر عدم القدرة على السداد أن تنشأ من نوعين من المخاطر في المؤسسات المصدرة للسندات، هي مخاطر الأعمال و المخاطر المالية.

و يتم التعرف على جودة السندات من حيث قدرة المؤسسة المصدرة على الوفاء بالتزاماتها عن طريق الترتيب الذي تنشره المؤسسات المالية المتخصصة في تحديد وقياس الصحة المالية للمؤسسات المصدرة للسندات.

## 2-3- مخاطر التضخم<sup>(2)</sup>

تتمثل مخاطر التضخم في المخاطر الناشئة على انخفاض القدرة الشرائية لقيمة الاستثمار أو العائد الذي يتوقع منه، نتيجة وجود حالة التضخم في الاقتصاد.

فالاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد الثابت، مثل السندات تكون أكثر عرضة لمخاطر التضخم أو ما يعرف بمخاطر القوة الشرائية.

و يعود السبب في ذلك، إلا أن القيمة السوقية للسندات في سوق الأوراق المالية لا تستجيب بطبيعتها إلى التغيرات الحاصلة بسبب الأوضاع التضخمية.

(1) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2000، ص: 83.

(2) محمد صالح الحناوي و آخرون، مرجع سابق، 2002، ص: 258.

2-4- مخاطر إعادة الاستثمار<sup>(1)</sup>

و هي تلك المخاطر الناتجة عن إعادة استثمار الفوائد التي يحصل عليها مستثمر حامل السند، بالإضافة إلى القيمة الاسمية التي يستردها عند تاريخ الاستحقاق.

و تزداد مخاطر إعادة الاستثمار إذا كان السند قابلاً للاستدعاء، حيث تلجأ المؤسسة المصدرة إلى ممارسة هذا الحق عند انخفاض أسعار الفائدة في السوق، مما يعني أن حامل السند لن يحصل على العوائد التي على أساسها تم اتخاذ قرار شراء السند، بالإضافة إلى ذلك سوف يقوم بإعادة استثمار المبلغ الذي تسلمه نتيجة الاستدعاء عند سعر فائدة منخفض.

2-5- مخاطر السيولة<sup>(2)</sup>

تتمثل في قدرة حامل السند على التخلص من السند بالبيع في أي وقت، و بسعر مناسب، فكلما انخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ استحقاقه و بسعر سوقي عادل كلما زادت مخاطر سيولة السند.

المطلب الثالث: طرق قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

تعد المخاطر من بين العناصر التي تؤخذ دوماً بوصفها متغيراً مهماً و حساساً عند اتخاذ القرارات المالية، و إذا ما عرف المستثمر كيف يقيس المخاطرة بالشكل الصحيح فإنه يستطيع أن يقيم و يميز بين الأصول المالية ذات المخاطر العالية أو ذات المخاطرة المنخفضة، و هو ما يعني ضرورة الاهتمام بالطرق و الأساليب التي تقيس المخاطرة.

ونكتفي هنا بالإشارة إلى خمسة نماذج لقياس المخاطرة، لأهميتها من جهة و إمكانية تطبيقها من جهة أخرى و هي:

- الانحراف المعياري أو التباين.

- معامل الاختلاف.

- شبه التباين.

- معامل التحديد.

- معامل بيتا.

(1) محمد صالح الحناوي و آخرون، مرجع سابق، 2002، ص: 258.

(2) نفس المرجع، ص: 259.

## 1- الانحراف المعياري أو التباين

يعرف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أما التباين فهو مربع الانحراف المعياري.

و يعتبر التباين أحد أفضل المقاييس للمخاطرة، حيث كلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير ما، دل ذلك على تجانسها أو على تشتتها، ويمكن تحديد الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة التغير في معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطرة و لكن الغاية هي الانحراف المعياري، و يبقى التباين وسيلة تمكننا من بلوغ هذه الغاية.<sup>(1)</sup>

و يعد الانحراف المعياري أحد مقاييس التشتت، فكلما زاد التشتت زاد الانحراف المعياري هذا الأخير يتم حسابه وفق الصيغة الموالية:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^{i=n} P_i (R_i - E(R))^2}$$

حيث أن:

$\delta$ : الانحراف المعياري.

$P_i$ : احتمال حدوث العوائد.

$R_i$ : العوائد المحتملة للسهم  $i$ .

$E(R)$ : متوسط القيمة المتوقعة للعوائد.

$N$ : عدد العوائد المحتملة.

أما القيمة المتوقعة للعوائد فتحسب كما يلي:

$$E(R) = \sum_{i=1}^{i=n} P_i \cdot R_i$$

فالسهم الذي له انحراف معياري أكبر يكون أكثر مخاطرة و أقل جاذبية.

و تجدر الإشارة إلى أن المعادلة السابقة تستخدم في حالة توافر بيانات مستقبلية متوقعة بمعنى أنها غير معروفة بدقة و لكن احتمالات حدوثها معروفة و يمكن تقدير احتمال حدوثها، بناء على تجربة المؤسسة في الماضي و التغيرات التي تتوقع حدوثها في المستقبل أو بناء على تنبؤ متخذي القرار.

(1) أحمد بوراس، "الاستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطر"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 11، جوان 1999، ص 189.

أما في حالة الاعتماد على المعلومات التاريخية، فإن الانحراف المعياري يحسب وفقا للمعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{\delta^2} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{i=n} (R_i - \bar{R})^2}{N-1}}$$

حيث أن:

$\bar{R}$ : المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية.

## 2- معامل الاختلاف

يعرف معامل الاختلاف بأنه: حاصل قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للعائد، أي أنه يشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد، والتي تؤدي إلى مقارنة ذات معنى.<sup>(1)</sup>

و يحسب معامل الاختلاف وفقا للمعادلة الموالية:

$$C.V = \frac{\delta}{E(R)} \quad \text{أو} \quad C.V = \frac{\delta}{R}$$

حيث إن:

C.V: معامل الاختلاف.

$E(R)$  و  $\bar{R}$ : يمثلان متوسط القيمة المتوقعة للعوائد و المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية على التوالي:

و يفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس المخاطرة في الحالات التي يعطي فيها الانحراف المعياري نتائج مظللة، أي في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد الاستثمار البديلة.

و يعتبر معامل الاختلاف مقياسا للتباين النسبي، و الاعتماد عليه يساعد في التغلب على مشكلة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها، حيث أنه يوحد قاعدة الانطلاق لإجراء المقاضلة بين

مجموعة أسهم ذات عوائد مختلفة المتوسطات، فضلا عن هذا أن معامل الاختلاف يستخدم عادة في

تقييم المخاطرة في الاستثمارات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة المخاطرة بين

مجموعات استثمار، حيث كل مجموعة تمثل عدد من الاستثمارات المتنوعة و ينظر لها كوحدة واحدة.

و تطبيق هذا المقياس يتم من خلال اختيار أو تفضيل الأسهم ذات معامل اختلاف أقل لأن ذلك يعني

أقل خطورة.

### 3- شبه التباين <sup>(1)</sup>

هناك العديد من مقاييس المخاطرة التي تطرقت إليها بعض الدراسات، حيث اعتبر " MAKOWITZ " أن التباين في توزيع العوائد لا يعد أحد المقاييس الفعالة لذلك، إلا أن التباين قد واجه العديد من الانتقادات، و لتفادي ذلك يتم استخدام ما يسمى شبه التباين الذي يركز على اهتمام المستثمر بتقليل التذبذبات في العوائد، و ذلك على اعتبار أن الانحرافات التي تكون أعلى من الوسط الحسابي للعوائد هي من الأمور المفضلة لدى المستثمر، إلا أن الواقع يشير إلى أن الانحرافات التي تكون أقل من الوسط الحسابي للعوائد هي التي تؤخذ في الحسبان في عملية اتخاذ القرارات.

و من أفضل المقاييس المستعملة لقياس التذبذبات في العوائد هو شبه التباين الذي يحسب وفق المعادلة التالية:

$$S.V = \sum_{i=1}^{i=k} P_i (R_i - E(R))^2$$

حيث إن:

S.V : شبه التباين.

$R_i$  : قيم العوائد التي تقل عن القيمة المتوقعة.

k : عدد العوائد التي تقل عن القيم المتوقعة.

و القاعدة المطبقة في هذا المقياس هي أنه كلما قل شبه التباين لسهم ما، كلما قلت خطورته أي يتم اختيار الأصل المالي الذي له أقل شبه تباين.

### 4- معامل التحديد

يعرف معامل التحديد بأنه مربع معامل الارتباط، حيث يعتبر أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم (عائد السهم) الذي يحدثه تغير في مستوى الأسعار في السوق.

و يحسب معامل التحديد وفق المعادلة الموالية:

$$R^2 = \frac{\sum_{i=1}^{i=n} ((R_i - E(R))((R_m - E(R_m)))}{\sum_{i=1}^{i=n} ((R_m - E(R_m)))^2}$$

حيث أن:

$R^2$  :معامل التحديد.

(1) أحمد بوراس، مرجع سابق، 2002، ص: 190.

$E(R)$  : قيمة العوائد المتوقعة.

$E(R_m)$  : معدل عائد السوق.

و يتراوح معامل الارتباط بين  $+1$  و  $-1$ ، و عليه فإنه كلما اقتربت قيمة معامل الارتباط بين  $+1$  أو  $-1$ ، كلما كان ذلك دليلاً على أن الارتباط بين عائد السوق و عائد السهم هو ارتباط قوي كذلك فإنه عندما يكون معامل الارتباط موجبا، فإن هذا يعني وجود علاقة طردية بين عائد السوق و عائد السهم.

### 5- معامل بيتا (1)

يتمثل الانحراف المعياري للأصل المالي برقم مطلق، و بما أن الأرقام المطلقة من الصعب تفسيرها لذلك فإنه يتم استخدام بديل للخطر، و هذا المقياس هو ما يعرف بمعامل بيتا. و معامل بيتا هو مقياس لدرجة تقلب مردود سهم معين في علاقته بمتوسط مردود عينة الأسهم الممثلة في السوق ككل، و مثل هذا السهم يميل مروده إلى الحركة صعودا و نزولا و بشكل يتوافق مع حركة مردود السوق بشكل عام، و التي يتم قياسها من خلال بعض المؤشرات. و يقاس معامل بيتا التباين المزدوج بين عائد السهم و عائد السوق مقسوما على تباين عائد السوق، و الذي يحسب وفق الصيغة الموالية:

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} = \frac{r_m \cdot \delta_i \cdot \delta_m}{\delta_m^2}$$

حيث أن:

$\beta$  : معامل بيتا.

$Cov(R_i, R_m)$  : التباين المزدوج بين عائد السهم " $R_i$ " و عائد السوق " $R_m$ ".

$Var(R_m)$  : تباين عائد السوق.

و يحسب التباين المزدوج وفق المعادلة الآتية:

$$Cov(R_i, R_m) = r_m \cdot \delta_i \cdot \delta_m$$

حيث أن:

$R_m$  : معامل الارتباط بين عائد السوق و عائد السهم.



$\delta_i$  : الانحراف المعياري المتوقع للسهم "i".

$\delta_m$  : الانحراف المعياري لعائد السوق.

و تعتبر بيتا من أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطرة السوقية للسهم أو للمحفظة، كما أنها تعبر عن درجة حساسية السهم محل التقييم للمخاطر السوقية، إذ تستخدم كمؤشر مفيد سواء في عملية بناء المحفظة أو في عملية إحلال الأصول المكونة لها، ففي الأحوال التي تظهر لديهم مؤشرات تنبؤ عن انتعاش محتمل في سوق رأس المال، فإنهم يعمدون إلا إحلال أصول استثمارية ذات مخاطرة مرتفعة نسبياً، أو ذات معامل بيتا مرتفع محل أصول ذات معامل بيتا منخفض، وذلك طلباً لزيادة العائد المتوقع على الاستثمار في الأصول المالية.

و العكس يحدث في حالة وجود معلومات تشير إلى انكماش في السوق و توقع هبوط عام في العائد السوقي للأوراق المالية، حيث يحاول المستثمر استبدال المحفظة ذات معامل بيتا المرتفع بأصل آخر ذي معامل بيتا منخفض، و ذلك لتخفيض خسارته المحتملة إلى الحد الأدنى.

و يواجه معيار بيتا بالرغم من أهميته بانتقاد فريق من المتخصصين الذين يشككون بمصداقيته، وذلك لضعف الارتباط بين العوائد و المخاطر بسبب طبيعة العوائد التي لا يمكن تقديرها بدقة.

## خلاصة الفصل الأول

لقد تناول هذا الفصل مبادئ و أسس الاستثمار في الأوراق المالية، حيث اتضح أن الاستثمار عملية اقتصادية يقوم بها شخص طبيعي أو معنوي تهدف إلى تحقيق عائد أكبر غير أكيد، و لعل أهم مجالات الاستثمار في الأوراق المالية الذي يتمثل في امتلاك المستثمر لمجموعة من الأوراق المالية تأخذ شكل سندات ملكية أو مديونية، بهدف تحقيق عائد في ظل مستوى مخاطرة معينة، كما تحكم عملية الاستثمار في الأوراق المالية مجموعة من السياسات المتمثلة في تحديد العائد المطلوب و المستوى المقبول من المخاطرة و تحديد الأوراق المالية المعفاة من الضريبة و تواريخ استحقاقها.

و عليه اهتم المبحث الأول من هذا الفصل بمفهوم و مبادئ الاستثمار المالي و سياساته، بينما تطرق المبحث الثاني إلى أساسيات قرار الاستثمار المالي و التمويل باعتبار أن القرار الاستثماري هو بمثابة عملية اختيار بين مجموعة من البدائل، هذا القرار يحتوي على مجموعة من العناصر، كما تأخذ قرارات الاستثمار عدة أشكال منها قرار الشراء، قرار البيع و قرار عدم التداول.

و بناء على ذلك، فإن قرار الاستثمار المالي يقوم على مجموعة من الأسس و المبادئ، حيث إذا تم الأخذ بها سيتمكن المستثمر من بناء إستراتيجية ملائمة للاستثمار، و يصاحب قرار الاستثمار قرار تمويله، هذا الأخير تتعدد مصادره تبعاً لاختلاف طبيعة الاستثمار المالي.

و قد تناول المبحث الثالث مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، و التي يقصد بها حالة عدم التأكد التي تصاحب تحقيق نتائج غير مرغوب فيها و تؤدي إلى حدوث خسائر مادية قابلة للقياس كما تم توضيح مختلف أنواع المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم المتمثلة في المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة، و كذا المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السندات المتمثلة في مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر عدم القدرة على السداد، مخاطر التضخم، مخاطر إعادة الاستثمار و مخاطر السيولة.

و باعتبار أن عنصر المخاطرة يعتبر من العناصر المهمة في اتخاذ القرار الاستثماري و التمويلي، فإن الاهتمام بقياسها سيمكن المستثمر من بناء قراراته على أسس سليمة، حيث توجد عدة طرق لقياس المخاطرة المتمثلة في الانحراف المعياري أو التباين، معامل الاختلاف، شبه التباين، معامل التحديد و معامل بيتا، فهذه الطرق ستمكن المستثمر من القياس الكمي للمخاطرة و التي على أساسها يتخذ قراراته بالاستثمار أو عدم الاستثمار.

## الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية

تمكن سوق الأوراق المالية من تنشيط الحياة الاقتصادية بشكل عام، ذلك أنها تساهم في تمويل الاستثمارات و توظيف الأموال و سد العجز المالي، و من ثم فهي تساهم في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، و يتم ذلك عن طريق إحداث أدوات مالية تتمثل أساسا في الأسهم و السندات و التي تعتبر العصب الرئيسي في حياة سوق الأوراق المالية، و لما كانت على هذا القدر من الأهمية، وعليه سيتم دراسة هذا الفصل من خلال المباحث الثلاثة التالية:

- مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية.
- آلية تنظيم و سير سوق الأوراق المالية.
- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

## المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

سيتم تناول في هذا المبحث تعريف سوق الأوراق المالية و أهميتها و تقسيماتها و وظائفها و كيفية تنظيمها.

### المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية و أهميتها

يعالج هذا المطلب ثلاثة عناصر هي:

- تعريف سوق الأوراق المالية.

- خصائص سوق الأوراق المالية.

- أهمية سوق الأوراق المالية.

#### 1- تعريف سوق الأوراق المالية

أعطيت عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية، و لعل من أهمها ما يلي:

- لقد عرفها بيار كونسو بأنها "شبكة تمويل للمدى البعيد، مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار الفردي." (1)

- كما عرفت بأنها "تشكل حلقة التمويل المختص، هنا دورها كسوق أولية بالإضافة إلى ذلك فسوق رأس المال تلعب ثلاثة أدوار أخرى: السوق الثانوية، تقييم الأصول المالية و تغيير البيانات الاقتصادية." (2)

- و عرفت أيضا على أنها "المكان الذي يلتقي فيه البائع و المشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية إدارية و مالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي." (3)

و تركز فكرة أسواق الأوراق المالية على العلاقة التي تربط ما بين حجم السوق و حجم الإنتاج فمع تطور حجم المشروعات و تنوع نشاطاتها و اتساع نطاقها و فصل الملكية عن الإدارة زادت الحاجة إلى رؤوس الأموال من قبل المستثمرين و الشركات مما أدى إلى ظهور الأوراق المالية الذي صاحبه الاهتمام

(1) P.Conso, la gestion financière de l'entreprise, DUNOD, 7 eme édition ; 1989 ; T2, p : 387.

(2) B. Jacquillat & B. Solonik, Marché financière : gestion de portefeuille et des risques, Dunod, 3 eme édition, 1997, p :10.

(3) محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال دار النهضة العربية، 1993، ص: 41.

بأسعار الفائدة على القروض و الودائع لأجل، كوسيلة للحد من الطلب على الأموال بتحريك معدل الفائدة زيادة أو نقصانا.

و هناك فرق بين رأس المال و سوق الأوراق المالية باعتبار الأول مهمته الأساسية التمويل طويل الأجل دون تحديد الشكل الذي يتخذه هذا التمويل (قروض مباشرة أو أوراق مالية)، أما سوق الأوراق المالية فتكون العلاقة بين طرفي التعامل فيه مباشرة، بحيث تقوم الوحدات ذات العجز المالي بإصدار صكوك يكتب فيها الجمهور. (1)

## 2- خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بالخصائص التالية: (2)

- أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين.
- التداول في سوق الأوراق المالية توفر المناخ الملائم، و المنافسة التامة و بالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض و الطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم.
- نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق و إمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بما صفقات كبيرة و متعددة، قد يتسع نطاقها يشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت.
- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم.
- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية و اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، و بالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمتجمع و الأفراد.

(1) عبد الباسط وفا و محمد حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، 1996، ص: 22.

(2) جمال جويدان الجمل، الأسواق النقدية و المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص: 37-38.

### 3- أهمية سوق الأوراق المالية<sup>(1)</sup>

- تلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما في الاقتصاد بحيث تعمل على:
- تجميع المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار و تنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل.
  - من خلال السوق، يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة.
  - تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسعة الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.
  - مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة أسعار هذه الأوراق باعتبارها المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، يعني أنها تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في دولة ما لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر، فعندما تنخفض الأسعار - و هو ما يعد مؤشر احتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد - يهب المسؤولون إلى اتخاذ الترتيبات الملائمة لتصحيح الأوضاع، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة و شأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها.
  - حماية الوحدات الاقتصادية من تقلبات أسعار السندات إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.

### المطلب الثاني: تقسيم سوق الأوراق المالية

تندرج تحت أسواق الأوراق المالية جملة عناصر يتم فيها تنشيط الادخارات عن طريق إصدار أوراق مالية جديدة و هي وظيفة سوق الإصدار (السوق الأولية) أو بتداولها و هي وظيفة السوق الثانوية (سوق التداول)، و سيتم التركيز على البورصة باعتبارها سوق التداول، إذ أن سوق الإصدار مرحلة أولية و تمهيد لدخول الورقة المالية للبورصة.

و منه فإنه يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

- السوق الأولية أو سوق الإصدار.

- السوق الثانوية أو سوق التداول.

(1) ضياء مجيد موسوي، البورصات: أسواق رأس المال و أدواتها: الأسهم و السندات، منشورات الجزائر، الطبعة الأولى،

## 1- السوق الأولية<sup>(1)</sup>

هي تلك السوق التي تهتم بإنشاء الورقة المالية لأول مرة لذا فهي تسمى سوق الورقة الجديدة Papier Neuf. التي يتم فيها الاكتتاب لأول مرة و هي السوق التي تنشأ فيها العلاقة بين المدخر والمستثمر لأول مرة، أي بين مصدر الورقة المالية و المكتتب فيها لأول مرة. لذلك فهي سوق مالية يتم فيها تجميع المدخرات لتحويلها لاستثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل و هي سوق تحدثها مؤسسات مالية متخصصة كوسيط مالي تعرض فيها للجمهور أو الموظفين أو المستثمرين أوراق مالية للمؤسسة، أو تخصص الحكومة التي تصدرها لأول مرة. و قد يكون هذا الوسيط المالي بنك تجاري أو بنك استثمار أو وسيط مالي يتعامل في الأوراق المالية لمؤسسة فردية أو شركة أشخاص تأخذ شكل شركة تضامن أو توصية بسيطة أو توصية بسيطة بالأسهم، و هذا الوسيط قد يكتب في الورقة المالية ليعيد بيعها في سوق التداول بكميات صغيرة و على فترات ليحقق فوائد أهمها:

- تباع تلك الأوراق في سوق التداول بأسعار أعلى من سعر الشراء، و التالي تحقق عائدا.

- تحقيق إصدار جيد للأوراق المالية يبنى على أساس فحص حاجة المؤسسة للتمويل عن طريق دراسة جميع خصائصها المالية و التشغيلية و مقدرتها و هيكل إدارتها و المنافسة التي ستواجهها ومستقبل صناعتها و تخصصها،...إلخ.

و السوق الأولية ليس لها مكان مادي يتقابل فيه عارضوا الأوراق المالية مع طالبيها، إلا في جزء قليل الأهمية يتم بورصة الأوراق المالية و هو المتعلق بإصدارات المشروعات التي سبق تسجيلها في البورصة و تريد أن تلجأ إليها حال الإصدار.

## 2- السوق الثانوية

و هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة من قبل، و فيما يلي سيتم التطرق للعناصر الموالية:

- تعريف بورصة القيم المتداولة.

- تجزئة بورصة القيم المتداولة.

## 2-1- تعريف بورصة القيم المتداولة

وردت عدة تعاريف للبورصة منها ما يلي:

- البورصة هي سوق التعامل بالأوراق المالية بيعا و شراء بكافة أنواعها و أشكالها"<sup>(1)</sup>

(1) عبد الباسط وفا محمد حسن، مرجع سابق، 1996، ص ص: 23-24.

- و هي أيضا " تلك السوق الثانوية العمومية المنظمة للقيم المنقولة المسجلة" (2)
- كما جاء تعريفها على أنها " سوق ثابتة المكان و تقوم باستمرار في مراكز التجارة و المالي في مواعيد محددة غالبا ما تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال و سمسرة محترفون و مختصون في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها من كل نوع" (3)
- و قد عرفت على أنها " مكان أو سوق يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون معتمدون حيث يقومون بإبرام صفقات البيع و الشراء على قيم متداولة أو أشياء غير موجودة تحت أنظار الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها تعرف بتسعيرة البورصة و التي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة) أو بصفة آجلة شريطة أن تتم كل العمليات في البورصة و تحت مراقبة السلطات العمومية ضمانا لحرية التعامل و العلانية و الالتزام بالمثل الأخلاقية، فالبورصة إذا هي قناة توجيه و استخدام للموارد المتاحة للجميع بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير مورد من موارد التمويل لاستثمار و توظيف الأموال، و سد العجز بين المعروض من هذه الموارد و المطلوب منها، و لا يتم ذلك إلا بحسن تسيير المحافظ المالية التي تضمن التمويل المناسب. و البورصة سوق، فحينما يشتري عميل فهو يشتري من عميل آخر و حينما يبيع فهو يبيع لعميل آخر، أما البورصة نفسها فهي لا تبيع و لا تشتري، فما هي إلا مكان تتم فيه عمليات البيع و الشراء. (4)

و تعد بورصات الأوراق المالية ظاهرة قديمة جدا، إذ تضرب بجذورها إلى عصر الإمبراطورتي الرومانية قبل التاريخ الميلادي عندما عهد إلى ماليين أو رجال أعمال و حدهم الحق في جباية الضرائب و تحميل روما و بناء المعابد و الطرق الأخرى، و تجهيز الجيوش و إنشاء و إدارة مشروعات النقل فأسسوا ما يمكن أن نسميها بشركات التوصية بالأسهم Société en commodité par action كانت تتداول حصصها في أماكن أنشأت لهذا الغرض، أطلق عليها اسم Basiliques. (5)

(1) مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية - البورصة و مشكلاتها في عالم النقد و المال ديوان المطبوعات الجامعية ، الطبعة الأولى، 1993، ص: 216.

(2) P. Balley, la bourse :mythes et réalités, édition hatier, 1 ere édition ; 1987, p 10.

(3) محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، 1992.

(4) محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه لنيل درجة

دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص: 96.

(5) عبد الباسط وفا محمد حسن، مرجع سابق، 1996، ص: 05.



و من المعلوم أن التعاملات التجارية في بدايتها كانت تتم في مكان عام (سوق عام) بالتقاء الأشخاص من أجل تبادل السلع عن طريق المقايضة (حيوانا ت، معادن نفيسة، بضائع) و مع اتساع حجم المعاملات و توسيع نطاقها و استقرار الأفراد و رغبتهم في تحقيق مستوى أفضل من الرفاهية، أصبح من الضروري إنشاء المشاريع المختلفة، هذه الأخيرة تتطلب أموال ضخمة مما طرح ضرورة تحصيل أو تجميع الأموال الفائضة عن حاجة الأفراد لتمويل المشاريع مقابل حصولهم على أسهم وسندات عن تلك الشركات و الحكومة، و لعل المشكل المطروح آنذاك كان مكان التقاء البائعين والمشتريين أو حتى إن وجد فإن الوقت لا يناسب أصحاب الأوراق المالية.

من هنا ظهرت الحاجة إلى وجود ممثلين لأصحاب الأوراق المالية الذين كانوا يرتادون كل يوم المكان المعين للمفاوضات و هكذا ظهر مفهوم السماسرة، و يقال أن تلاقي الأعوان كان تحت شجرة في نيويورك.<sup>(1)</sup>

و يرجع اشتقاق كلمة بورصة إلى اسم أحد الفرسان البلجيك، حيث كان هذا الأخير من كبار التجار الأغنياء و الصيارفة المهمين في ذلك الوقت و اسمه فان دير بورس Vander Bourse و قد عاش هذا التاجر في أواخر القرن الرابع عشر بمدينة بروج Bruges البلجيكية إذ كان يجتمع بقصره آنذاك عدد كبير من التجار فيقومون بصفقات تجارية من بيع و شراء و منه صارت كلمة بورصة تعني في ذهن أهل ذلك الزمان مكان اللقاءات التجارية.

و مما تجدر الإشارة إليه أنه من أول البورصات ظهورا في العالم بورصة مدينة أنفرس Anvers بلجيكا عام 1531 و كذا بورصة أمستردام عام 1608.

و في فرنسا كان أو ظهور للبورصة بمدينة ليون العاصمة الاقتصادية للمملكة في القرن السادس عشر أما بورصة باريس فنشأت في 1826/11/16 في بناية خاصة بها و هي التي تشغلها حاليا.<sup>(2)</sup> أما بورصة لندن فقد ظهرت عام 1773،<sup>(3)</sup> و تعاقبت نشأة البورصات بعد ذلك في نيويورك 1870، ليفربول 1873.

و بخصوص بورصة نيويورك و التي تعتبر أكبر بورصة في العالم فقد بدأ التعامل بها عام 1792.

(1) R. Iacroy, *la bourse a la porte de tous*, édition agence d'arc, 1984, p : 09.

(2) L. Français & N. Henry, *traite des opérations de change : bourse-banque*, édition comptabilité commercial & financière, Bruxelles, 9 eme édition, sans date ; p : 119.

(3) شمعون شمعون، مرجع سابق، 1993، ص: 04.

أما في العالم العربي فإنه كان أول ظهور للبورصة بمصر في بالإسكندرية عام 1883، و في بالقاهرة عام 1890، و كان سبب هذا الظهور المبكر للبورصة في هذا القطر العربي مرجعه التوسع في إنتاج القطن.

أما بالمغرب العربي فقد ظهرت بورصة المغرب عام 1932.<sup>(1)</sup> و ما يمكن استنتاجه من التعاريف السابقة أن البورصة سوق ثانوية، عمومية، منظمة، ثابتة ومستمرة في مواعيد محددة يتم التعامل فيها من قبل أصحاب رؤوس الأموال و السماسرة المختصون ببيع و شراء القيم المنقولة بكافة أنواعها.

## 2-2- تجزئة بورصة القيم المتداولة

بصفة عامة، يمكن تقسيم سوق بورصة القيم المتداولة إلى ما يلي:

- السوق الرسمية.
- السوق الثانية.
- السوق الثالثة.
- السوق الرابعة.
- السوق الموازية.

## 2-2-1- السوق الرسمية

- و تمثل هذه لسوق مكانا يتم التفاوض فيه حول القيم المتداولة للمؤسسات الكبيرة و المقيدة في بورصة القيم المتداولة، و هذه السوق لا تفتح إلا للمؤسسات التي تستجيب لشروط محددة منها:<sup>(2)</sup>
- أن يتوفر لديها مبلغ من رأس المال الاجتماعي محدد من طرف لجنة مختصة بمراقبة البورصة.
  - إصدارها لعدد معين من الأوراق المالية.
  - و تحقق المؤسسات المقيدة في حالة هذه السوق مجموعة من المزايا أهمها:
  - احتلال المؤسسة مكانة هامة في الاقتصاد.
  - إمكانية تطوير المؤسسات، فمثلا تحول المؤسسات العائلية إلى شركات ذات أسهم.

(1) محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 91-91.

(2) Berrag. M, le marché financier en algerie entre la réalité et les espérances, Magistère en sciences de gestion, école supérieure de commerce, Juillet, 1993, p 30.

- إمكانية زيادة رأس مال الشركة، مما يسمح لها بالحصول على هامش من الحرية لمواجهة الجهاز البنكي، ذلك أن الأموال التي تحصل عليها من السوق الرسمية خاضعة لقانون العرض و الطلب على العكس من ذلك، فإن القروض التي تحصل عليها عن طريق الجهاز البنكي تكون ذات فائدة محددة مسبقا.

## 2-2-2- السوق الثانية

تمثل هذه السوق هيكلًا لاستقبال الشركات التي لم يتوفر لديها شروط التسجيل في التسعيرة الرسمية أو تلك التي لا تريد تحرير جزء كبير من رأسمالها كما هو الحال في السوق الرسمية، كما أن هذه السوق قد تستقطب أيضا تلك المؤسسات الكبيرة التي لا ترغب في الدخول إلى التسعيرة الرسمية و التي تسعى إلى فتح رأسمالها للدخار العام على النحو الذي يحقق لها التطور و يضمن لها مواصلة النمو. و يشترط في الشركات التي تريد الدخول إلى هذا النوع من الأسواق أن تضع تحت تصرف السوق 10 بالمائة من أسهمها و تقديم المعلومات اللازمة عن نشاطها. (1)

كما أن اللوائح و القوانين المنظمة للسوق الثانية مرنة بدرجة كافية تسمح معها أن تكون هذه السوق أكثر حركية و نشاط و ذلك يعود إلى تنوع الشركات المسعرة فيها.

## 2-2-3- السوق الثالثة (2)

تعتبر هذه السوق مغرية و جذابة و تختلف من بلد لآخر، ففي لندن هي هيكلية موجهة للمؤسسات الصغيرة التي لا تستطيع الانضمام إلى السوق الرسمية أو الثانية و هي تقترب من الهيكل المعروف في فرنسا تحت السوق الموازية أو السوق خارج التسعيرة، أما في الولايات المتحدة الأمريكية، فهي سوق مهتمة بتبادل السندات خصوصا، و أهم المتدخلين في هذه السوق هم المستثمرون التأسيسيون (صناديق التقاعد، التأمين، الضمان الاجتماعي).

و تمتاز بخصائص نذكر منها:

- سرعة تنفيذ العمليات و بتكاليف محدودة.
- سرية التعاملات بين الأطراف المتفاوضة.

(1) G. Defosse et P. Balley, la bourse des valeurs, Que-sais-je, édition Boche, Alger, 16 eme édition, 1993, p :82.

(2) M. Berrag, op-cit, p : 33.

## 2-2-4- السوق الرابعة

أحدثت هذه السوق في الولايات المتحدة الأمريكية و تتميز بغياب الوسطاء و يعتبر المستثمرين التأسيسيين من أهم المتدخلين في هذه السوق، و يتم التحويلات داخل هذه السوق على القيم المسعرة بالبورصات الوطنية بما فيها القيم المسجلة خارجها.

## 2-2-5- السوق الموازية

السوق الموازية هي آخر سوق تضم بداخلها الشركات و الجماعات المحلية فهي تختص بالأوراق المالية غير المقبولة في السوق الرسمية أو السوق الثانية، و تجمع مجموعة من الشركات المختلفة فيما بينها، فهي تفرض عليها شروط أقل أهمية من الشروط المفروضة في السوق الرسمية.

### المطلب الثالث: شروط البورصة و وظائفها

حتى يكون لبورصة القيم المتداولة دور فعال يتماشى و المتطلبات الاقتصادية الحديثة و يجب أن تتوفر بعض الشروط، كما أن البورصة منوطة بالعديد من الوظائف و هذا ما سيتم التعرض له في هذا المطلب من خلال النقاط المالية:

- الشروط الأساسية لوجود بورصة قيم متداولة.

- وظائف بورصة القيم المتداولة.

### 1- الشروط الأساسية لوجود بورصة قيم متداولة

الإرادة السياسية وحدها غير كافية لإنشاء بورصة قيم متداولة فعالة و ناجحة تتماشى و المتطلبات الاقتصادية المعاصرة و عليه ينبغي توافر جملة من الشروط الأساسية لقيام بورصة قيم متداولة يمكن تقديمها على النحو التالي:

- توفر محيط اقتصادي ملائم و بمفهوم أوسع اتخاذ منهج اقتصاد السوق، كون هذا الأخير يعطي مرونة للتعاملات التجارية.

- الرفع من الدخل الحقيقي للأشخاص، ذلك لأنه كلما ارتفع الدخل زاد الادخار بصورة أكبر من الاستهلاك، و بالتالي توجيهه نحو الاستثمار.

- الانفتاح الكبير على الجمهور و التنوع في الأدوات المالية و ذلك عن طريق السماح لكل الأشخاص بالتعامل في السوق من أجل تلبية رغباتهم.

- الشفافية في تقديم المعلومات و ذلك بنشر المعلومات المختلفة لكل المتعاملين و في نفس الوقت حتى تكون لهم نفس الحظوظ.
  - توجيه الادخارات نحو الاستثمارات المرجحة لاستقطاب المدخرات و تشجيع الأشخاص الطبيعيين والمعنويين على الاستثمار.
  - توفر جهاز مرن، بمعنى أن التشريعات و القوانين لا بد أن تكون مسايرة للأحداث الاقتصادية وبالتالي ضمان حقوق المتعاملين في البورصة.
  - توفر مؤسسات مالية كفوءة تضمن سرعة التدفقات المالية.
  - حصول المدخرين على عوائد معقولة من استثماراتهم المالية لاستقطاب أكبر عدد ممكن من المدخرين.
  - وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي.
  - وجود جهاز مصرفي متكامل.
- 2- وظائف بورصة القيم المتداولة (1)**

لبورصة القيم المتداولة عدة وظائف منها ما يلي:

**2-1- تشجيع الادخار و الاستثمار و توجيهها**

حيث يجد كل من مستثمر الطريقة التي تناسبه في استثمار مدخراته.

**2-2- توفير سوق دائمة و مستمرة**

و هذا الشرط أساسي حتى تستطيع البورصة أن تقوم بوظائفها و لا يتم هذا إلا بتحقق الشرطين الآتيين:

- أن يكون في أوقات عمل البورصة عدد كبير من البائعين و المشترين يرغبون في إجراء الصفقات.
- إمكانية التعامل على المكشوف في البورصة.

**2-3- تأمين جو من المنافسة و توفير السيولة اللازمة للمدخرات طويلة الأجل (2)**

حيث تحقق حرية في التعامل و المبادلات و العلانية و الالتزام بالمثل الأخلاقية، بالإضافة إلى إتاحة فرصة تقديم السيولة اللازمة لمدخرات المستثمرين طويلة الأجل.

(1) A. Choinel & g. Rouyer, le marché financier : structures, Revue banque, 5<sup>eme</sup> édition, 1993, pp : 35-38.

(2) محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص ص: 107-114.

## 2-4- تقييم الشركات

حيث إن سعر الأوراق المالية يتأثر بعدة عوامل اقتصادية و سياسية و اجتماعية و بالتالي فإن البورصة تمكن من إعطاء قيمة الشركة و ذلك بضرب سعر الورقة المالية الجارية في عدد الأوراق.

## 2-5- البورصة بارومتر:

ذلك لأن البورصة تعكس بدقة الحقيقة الاقتصادية سواء للمؤسسة أو للاقتصاد الوطني.

## 2-6- وسيلة لفتح رأس مال المؤسسة و تحويل الهياكل الصناعية و التجارية:

عندما تكون المؤسسة بحاجة إلى أموال إضافية تلجأ إلى التمويل الإضافي عن طريق البورصة مما يستوجب عليها أن تنشر أسماؤها عن طريق البورصة ، و بالتالي تسهل عملية تحويل و تكوين المجمعات الصناعية و كذا التجارية.

## 2-7- المضاربة

و هي التنبؤ بتقلبات الأسعار بتقدير احتمالات الخسارة لاجتنابها و فرص الكسب لاستغلالها و ذلك استنادا إلى معلومات. و عليه، فإن المضاربة تقوم بدور اقتصادي هام في تحقيق التوازن بين العرض و الطلب على الأوراق المالية.

## المبحث الثاني: آلية تنظيم و سير سوق الأوراق المالية<sup>(1)</sup>

يتم التعامل في سوق البورصة في إطار قانوني فعال و فق تشريعات و تنظيمات تحدد المعاملات بين الأطراف المتداخلة في البورصة و الهيئات المنظمة لها و كذا عملياتها و أوامرها و تسعيرها.

و نظرا لأهمية البورصة فإنه سيتم التركيز في هذا المبحث حولها و حول تسييرها، إذ أن سوق الإصدار مرحلة أولية و تمهيد لدخول الورقة المالية للبورصة و ذلك من خلال معالجة النقاط أدناه:

- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية و المتدخلون فيها.

- سير سوق الأوراق المالية.

- نظام التسعيرة في سوق الأوراق المالية.

### المطلب الأول: الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية و المتدخلون فيها<sup>(1)</sup>

هناك العديد من الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية، كما يوجد العديد من المتدخلون فيها و هذا ما سيتم التطرق له في هذا المطلب من خلال نقطتين أساسيتين هما:

- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية.

- المتدخلون في سوق الأوراق المالية.

#### 1- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية

من أجل حماية المدخرين و تفاديا لأي تجاوزات قد تحدث فإن الدولة بهدف تشجيع حرية العمل في مجال الأسواق المالية تعمل على إخضاع سوق الأوراق المالية إلى قوانين و تنظيمات يسهر على تطبيقها هيئات مختصة منها ما يلي:

#### 1-1- لجنة الأوراق المالية و البورصة (S.E.C) Security exchange commission

ظهرت هذه اللجنة سنة 1933 بالولايات المتحدة الأمريكية و ذلك على إثر الأزمة الشهيرة عام 1929، كان القصد من وراء إقامة هذه اللجنة في البداية هو التحقيق في معرفة أسباب و نتائج الأزمة و التي هبطت فيها قيمة الأسهم هبوطا شديدا من 386 دولار إلى 40 دولار<sup>(2)</sup>، ثم توسعت بعد ذلك لتشمل مراقبة عمليات البورصة بصفة صارمة و إعلام الجمهور بجميع المسائل المتعلقة بالسندات و الأسهم المقبولة و التسعيرة، و منع جميع المضاربات التي من شأنها التأثير على الأسعار.

#### 1-2- لجنة عمليات البورصة: (C.O.B) Commission des opérations de bourse

ظهرت هذه اللجنة بفرنسا سنة 1967 و تقوم بالإشراف على شؤون البورصة متخذة بذلك كل القرارات و التعديلات اللازمة الخاصة بالأنشطة المعمول بها.<sup>(3)</sup>

#### 1-3- لجنة الأوراق المالية و الاستثمارات: Security and Investment Board

حسب قانون 1986، فإن الحكومة البريطانية قد منحت هذه اللجنة مهمة تنظيم و مراقبة جميع الاستثمارات في البورصة بالإنجلترا و بموجب هذا القانون، فإن غالبية صلاحيات وزير المالية في هذا الشأن قد حولت إلى هذه اللجنة.

كما يوجد باليابان قانون الأوراق المالية و البورصة (S.E.L) Securities and exchange law

(1) Berrag. M, 1993, Op-cit, p : 33.

(2) مراد كاظم، البورصة، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967، ص: 08.

(3) G. Defosse et P. Balley, op-cit, 1993, p: 12.

## 2- المتدخلون في سوق الأوراق المالية

ينقسم المتدخلون في سوق الأوراق المالية إلى ما يلي:

- متدخلون في السوق الأولية.

- متدخلون في السوق الثانوية.

## 2-1- المتدخلون في السوق الأولية

عدة أعوان اقتصاديين يتدخلون في سوق الأوراق المالية و للمتعاملين عدة أهداف مختلفة و متباينة، ولعل أهم الأعوان الاقتصاديين المتدخلين في السوق بصفة عامة و هم أنفسهم المتدخلون في السوق الأولية ما سيتم ذكره في هذه النقطة بذكر أهم المتدخلين في سوق التداول من خلال النقاط التالية:

### 2-1-1- عارضو رؤوس الأموال<sup>(1)</sup>

و هم بصفة عامة ما يلي:

- العائلات الخواص و الأفراد.

- المستثمرون المؤسسون.

- المتعاملون الآخرون و أهمهم:

• الجمعيات ذات الطابع غير الربحي.

• المؤسسات.

• البنوك.

### 2-1-2- طالبو رؤوس الأموال

و لعل الطالبين في السوق الأولية هم:

- الدولة، جماعاتها المحلية و المؤسسات العمومية.

- هيئات الإقراض، البنوك، و الوسطاء الماليون.

- المؤسسات الخاصة و المختلطة.



## 2-1-3- التقيون أو الوسطاء الماليين

يتم التوسط بين المستثمرين و مصدرى الأوراق المالية عن طريق ما يسمى بالوسطاء الماليين، الذين هم أنفسهم تقنيي أسواق الأوراق المالية.

## 2-2- المتدخلون في السوق الثانوية

يتعلق محور الدراسة أساسا على هذه النقطة على المتدخلين في سوق التداول على أساس أنه تم ذكر أهم المتدخلين في سوق الأوراق المالية.

و أهم المتدخلين في السوق الثانوية هم:

## 2-2-1- عارضو رؤوس الأموال

و هم أولئك الذين يملكون فوائض من السيولة و لا يريدون تجميعها حيث يقدمونها لطالبي رؤوس الأموال مقابل حصولهم على عوائد، و يمكن حصرهم كما يلي:

## 2-2-1-1- العائلات الخواص و الأفراد

و يعرفون باسم المدخرين التقليديين و يعدون من أكبر المتعاملين في سوق البورصة نظرا للحجم الهائل الذي يمتلكونه من السيولة، كما أن تواجد هؤلاء المدخرين الصغار يعطي حركية كبيرة تكون السوق بحاجة ماسة لها، و لكي يكون تدخلهم فعالا يجب إعطاؤهم نفس الحظوظ مع المستثمرين الكبار.

## 2-2-1-2- المستثمرون التأسيسيون

و يعتبرون من أكبر و أهم العارضين لرؤوس الأموال بعد العائلات و من أهمهم:

## 2-2-1-2-1- صناديق الضمان الاجتماعي

و هي هيئات تقدم خدمات اجتماعية للمنخرطين فيها مثل تغطية مصاريف العلاج، حيث تقوم هذه الهيئات بجمع الأموال من المنخرطين و توظيفها في البورصة قصد تحقيق عائد لتغطية مصاريفها.

## 2-2-1-2-2- صناديق التقاعد

تقوم هذه الصناديق باقتطاع جزء من أجور العمال و المنخرطين فيها بشكل منتظم لتسديدها لهم عن انتقالهم لمرحلة التقاعد، و نظرا للفارق الزمني بين مدة الاقتطاع و عملية تحقيق عائد فإن هذه الصناديق تقوم باستغلال هذه الأموال المعتر و ذلك بتوظيفها في البورصة قصد تحقيق عوائد.

## 2-2-1-3- صناديق البطالة

تقوم هذه الصناديق باقتطاع جزء من أجور المنخرطين فيها بشكل منتظم، مقابل ضمان تقديم علاوات البطالة في حال انقطاع المنخرط عن العمل، و نظرا للفارق الزمني بين مدة الاقتطاع و تسديد العلاوات فإنها تقوم بتوظيف هذه السيولة و أمواها في البورصة قصد تحقيق عوائد.

## 2-2-1-4- صناديق التأمين

تقوم هذه الصناديق بالتأمين على الأخطار التي تصيب ممتلكات الأشخاص و الشركات مما يسمح لها بالحصول على سيولة تقوم بتوظيفها في البورصة لتحقيق عوائد.

## 2-2-1-5- صناديق الودائع و الضمانات

تقوم هذه الصناديق بجمع الودائع من الذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة مع المحافظة على مؤونات كافية لمواجهة طوارئ المستقبل و عليه، فإن هذه السيولة الكبيرة التي تم جمعها ينبغي توظيفها في البورصة قصد تحقيق عائد مقبول. (1)

## 2-2-1-6- هيئات التوظيف الجماعي

تلعب هذه الهيئات دورا هاما في جلب الادخارات من الأفراد، و مما يمكن ملاحظته أن السلطات الرسمية تفرض رقابة صارمة على جميع أموال هذه الهيئات حتى لا يكون هنالك تلاعب بأموال المدخرين، و تتكون هذه الهيئات عامة من:

- شركات الاستثمارات ذات الرأسمال الثابت.
- شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير.
- نوادي الاستثمار.

## 2-2-1-3- المتعاملون الآخرون

تتكون من ثلاثة أنواع من المستثمرين هم:

## 2-2-1-3-1- الهيئات ذات الهدف التجاري

و تتكون من الجمعيات ذات الصبغة الاجتماعية و الثقافية، العلمية، الرياضية، و غالبا ما تتوفر لدى هذه الجمعيات سيولات نقدية يمكن توظيفها في البورصات، محصلة بذلك على عوائد تساعد على التوسع في نشاطها.

## 2-2-1-3-2 الشركات

و تتدخل في سوق التداول و ذلك للأهداف أدناه:

- إصدار أسهم أو سندات من أجل رفع رأسمالها.
- توظيف الأموال التي لا تحتاجها لمدة معينة فتؤدي إلى زيادة مواردها المالية.
- استغلال الفرص المقدمة للحد من تكاليفها ك شراء سندات المعروضة في البورصة، و ذلك عند انخفاضها أي انخفاض قيمتها.

## 2-2-1-3-2 البنوك

و هي من أهم المتعاملين في سوق التداول حيث تلعب دورا كبيرا فيها إذ بإمكانها العمل لحسابها الخاص و ذلك بشراء الأوراق المالية أو العمل للغير من خلال تسيير محافظهم المالية مقابل الحصول عمولات.

## 2-2-2-2 طالبوا رؤوس الأموال

و هم الذين لديهم نقص في السيولة لتمويل مشاريعهم و استثماراتهم و يمكن حصرهم كما يلي:

## 2-2-2-1-2 الدولة و الهيئات التابعة لها

الدولة و الهيئات التابعة لها مثل الجماعات المحلية و المؤسسات العمومية، و ذلك عن طريق بيع سنداتهما مباشرة في سوق البورصة و تتميز هذه الطريقة بالسهولة بالإضافة إلى أنها تمكن الدولة من البيع في الوقت المناسب. و في الغالب لا تلجأ الدولة إلى طرح كل السندات المصدرة مرة واحدة للبيع بل على دفعات و ذلك حتى لا يزداد عرضها بشكل كبير فيحصل انخفاض في قيمته.

## 2-2-2-2 مؤسسات القرض

غالبا ما تتكون هذه المؤسسات من البنك المركزي و البنوك التجارية و ذلك عن طريق إصدار السندات، و تقوم ببيعها حتى تحصل على السيولة اللازمة لتمويل خزينتها.

## 2-2-2-3 الشركات الخاصة و المختلطة

تقوم الشركات الخاصة و المختلطة بطلب زيادة في رأسمالها الدائم بإصدار سندات <sup>(1)</sup> أو غير ذلك من أساليب التمويل المقترحة.

## 2-2-3- التقيون

و هم يلعبون دور الوساطة بين البائعين و المشترين للأوراق المالية و لا يمكن القيام بأي عملية إلا عن طريقهم فهم ينقلون أوامر زبائنهم إلى البورصة، و يجرون العملية المطلوبة منهم. و لفهم وظيفتهم الهامة سيتم الاعتماد على تقنيي البورصة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، إنجلترا، فرنسا، و ذلك لتصور هذه الوظيفة في هذه الدول.

## 2-2-3-1- التقيون العاملون في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية

هناك عدة فئات من الوسطاء تعمل في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية.

## 2-2-3-1-1- التقيون العاملون للغير

و هم الذين يقومون بعمليات البيع و الشراء للأوراق المالية لحساب عملائهم، و يعتبرون كوسطاء بين المستثمرين و التقنيين العاملين لأنفسهم.

## 2-2-3-1-2- التقيون العاملون لأنفسهم

و هم أعون تبادل، لهم صفة التاجر، يقومون بشراء و بيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

## 2-2-3-1-3- المختصون

و هم يقومون بعمل مزدوج فيعملون كالتقنيين العاملين لأنفسهم و التقنيين العاملين للغير و لكن تدخلهم محدود بعدد من الأوراق المالية.

## 2-2-3-2- التقيون العاملون في بورصة إنجلترا

و ينقسمون إلى ما يلي:

## 2-2-3-2-1- جوبرز Les Jobbers

و لهم نفس وظيفة التقنيون العاملون لأنفسهم في الولايات المتحدة الأمريكية، أي يبيعون و يشترون لحسابهم الخاص.

## 2-2-3-2-2- بروكرز Les Brokers

يقومون بعمليات البيع و الشراء للأوراق المالية لحساب الغير و لهم نفس وظيفة أعوان التبادل في فرنسا، و بعد الأزمة التي ضربت الأسواق المالية عام 1986 أصبح لا يوجد فرق كبير بين " بروكرز و جوبرز" حيث أصبح بإمكانهما التعامل في البورصة لحسابهم الخاص أو لحساب الغير.

## 2-2-3-2-3- التقيون العاملون في بورصة فرنسا

يتولى الوساطة المالية في فرنسا أعوان تبادل حيث كان يوجد في بورصة باريس حوالي [ 47 ] عون تبادل سنة 1988، لكن السلطات أرادت وضع صيغة جديدة لتطوير البورصة الفرنسية و جعلها أكثر منافسة لسوق لندن، تمثلت في إنشاء شركات البورصة التي كان من مهامها:

- احتكار حق التفاوض في الأوراق المالية المقبولة في البورصة.
- تسيير محافظ الأوراق المالية للزبائن.
- تأسيس و تسيير شركات الاستثمارات ذات الرأسمال الثابت و المتغير.
- تقديم المشورة و المشاركة في تسيير الشركات الاستثمارية.

### المطلب الثاني: سير سوق الأوراق المالية

حتى يتم التعامل في سوق الأوراق المالية بصفة فعالة يجب تحديد عمليات البورصة و أوامرها وهذا ما سيعالجه هذا المطلب من خلال العناصر الموالية:

- عمليات البورصة.

- أوامر البورصة.

#### 1- عمليات البورصة (1)

يتمثل المبدأ الرئيسي في إطار سوق الأوراق المالية في التقاء العرض و الطلب، حيث تباع و تشتري الأوراق المالية مما ينتج عنه تقلبات في الأسعار، و هو ما يؤدي إلى المضاربة بين فئتين، فئة تضارب على ارتفاع الأسعار و أخرى على انخفاضها، و يمكن تقسيم العمليات حسب الالتزامات الزمنية المترتبة على الصفقات المبرمة في البورصة إلى نوعين هما:

- العمليات العاجلة.

- العمليات الآجلة.

#### 1-1- العمليات العاجلة

و هي العمليات التي تتم فوراً، أي دفع الثمن للبائع حالا و تسلم الأوراق المالية مباشرة أو خلال فترة قصيرة لا تتجاوز فترة معينة. و أوامر البورصة في العمليات العاجلة تتضمن بعض العناصر كبيان نوع الأوراق المالية و الكمية المطلوبة منها أو المعروضة، و تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن

تتم به العملية، و تتم هذه العمليات عادة من قبل المستثمرين العاديين رغبة منهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة لفترة من الزمن و قصد الحصول على إيرادات منتظمة خلال تلك الفترة أو بيعها عند ارتفاع ثمنها.

## 1-2- العمليات الآجلة

هي العمليات التي لا يتم فيها بيع أو شراء القيم المتداولة محل الصفقة لدى عقدها، بل بمدة متفق عليها مسبقا تسمى "الأجل" أو "موعد الصفقة"، و يشترط في هذه العمليات تقديم ضمانات مالية من طرف المتعاملين، و يدعى هذا التأمين بالتغطية كما أن تنفيذ الصفقة لا يتم أيضا من خلال تسليم الأوراق المالية و قبض قيمتها بل تتم تسوية الفرق بين سعري الأوراق المالية موضوع الصفقة السعر عند إجراء الصفقة و السعر عند انتهاء الأجل المتفق عليه.

## 2- أوامر البورصة<sup>(1)</sup>

هي تلك الأوامر التي يتلقاها الوسطاء من قبل المتعاملين بغرض تنفيذ عمليات بيع أو شراء في البورصة، و يجب أن تكون هذه الأوامر صريحة و واضحة حتى لا يكون هناك أي إلتباس، و يتم تنفيذ هذه الأوامر بعدة طرق هي:

## 2-1- الأمر بالسعر الأحسن

هو أمر شراء أو بيع لورقة أو جملة من الأوراق المالية بسعر السوق على أن يكون تنفيذه غير محدد في الزمن، و يترك أمر تقدير السعر للملائم لإجراء الصفقة إلى الوسيط الذي يقوم بانتهاز الفرصة لاختيار أحسن سعر إلا أن الوسيط يفضل عادة تنفيذ العملية في البورصة حال استلام الأمر.

## 2-2- الأمر لأول سعر

و هو أمر بالسعر الأفضل إذا ما وصل قبل جلسة افتتاح البورصة، بمعنى أنه أمر بالبيع أو الشراء يتم تنفيذه عند أول سعر محدد، و يختار العملاء هذا النوع من الأوامر نظرا لإمكانية تقدير السعر مقارنة بالأسعار المسجلة سلفا.

## 2-3- الأمر بالسعر المحدد

و هو أمر يحدد فيه العميل السعر للوسيط، حيث لا يمكن تنفيذ أمر الشراء بسعر أكبر من الذي تم تحديده، كما أنه لا يمكن تنفيذ أمر البيع بسعر أقل من الذي سبق تحديده من طرف العميل للوسيط، و تجدر الإشارة إلى أن الأوامر التي تنفذ في السوق الموازية تكون دائما بالسعر المحدد.

(1) عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم، سندات، صناديق استثمار، المكتب العربي الحديث، 1995، ص ص: 48-50.

## 2-4- الأمر بالسعر المحدد مع إشارة "قف"

و هذا الأمر يستعمل عادة لتجنب الخسائر، و هو عبارة عن أمر بالبيع بالسعر الأحسن عندما يكون السعر في البورصة أقل من أو يساوي السعر المحدد من قبل البائع، و هو أمر بالشراء بالسعر الأفضل الأحسن عندما يكون السعر في البورصة أكبر أو يساوي السعر المحدد من طرف المشتري.

## 2-5- الأمر بسعر السوق

هذا الأمر لا يحمل أي إشارة حول السعر، كما أنه يتطلب تنفيذه مهما كان سعر الورقة في السوق و يعتبر هذا الأمر من أبسط و أكثر الأوامر شيوعا حيث يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر حين صدوره بيعا أو شراء حسب السعر السائد في البورصة. و في حالة قلة الطلب أو العرض للأوراق موضوع الصفقة، فإنه بإمكان الوسيط تنفيذ الأمر بالتدريج بطريقة التسجيل المستمر.

## 2-6- الأمر المتدرج

يحدد المتعامل مجموعة مستويات لعملياته حيث يحدد لكذا من الأوراق المالية بكذا سعر، و لكل ورقة أخرى بسعر آخر، و هكذا...

## 2-7- الأمر المعالج

هو أمر صادر عن متعامل يرغب في عقد صفقة على كمية كبيرة من القيم المتداولة و الذي يعطي فيه حق إجراء الأمر في أحسن الظروف إلى إرادة الوسيط شركة البورصة، بيت السمسرة الذي يكون محل ثقة كبيرة للعميل.

## 2-8- الأوامر الخاصة<sup>(1)</sup>

و هي أوامر إما أن تكون مرتبطة أو مرهجة، الأولى تكون بطلب العميل من وسيطه بشراء مجموعة قيم متداولة و بيع قيم أخرى، على أن تتم العمليتين المرتبطتين في نفس البورصة، و أحيانا ينبغي على العميل تحديد البيع أو الشراء. في حين أن الأوامر المرهجة تقتضي تنفيذ عمليتين مرتبطتين إحداهما بالأخرى.

## المطلب الثالث: نظام التسعيرة في سوق الأوراق المالية

تعتبر التسعير ذات أهمية كبيرة حيث يبحث كل المتدخلين في البورصة لحسن معرفتها و فيما يلي سيتم التطرق للنقاط الموالية:  
- تعريف سعر البورصة.

(1) G. Defosse & P. Balley, 1993, op-cit, p : 28.

- طرق تحديد السعر.

- التسعيرة الرسمية.

### 1- تعريف سعر البورصة

هو القيمة التي تبلغها الأوراق المالية أثناء إحدى جلسات البورصة، و يتم تسجيله في سعر التسعيرة بعد انتهاء كل جلسة، و التسعيرة التي يتم الحصول عليها تعرف بالتسعيرة الرسمية.<sup>(1)</sup> و عملية تحديد السعر تتم وفق طرق و أساليب مختلفة.

### 2- طرق تحديد السعر

يمكن التمييز بين نوعين من التسعير هما:

- التسعير الدوري.

- التسعير المستمر.

### 2-1- التسعير الدوري<sup>(2)</sup>

في هذه الطريقة لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المعطاة إلى وسطاء البورصة مباشرة بل تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف.

و ينقسم هذا النوع من التسعير إلى أربعة أنواع هي:

### 2-1-1- تسعيرة المناداة<sup>(3)</sup>

و تتم باجتماع ممثلي العروض و الطلبات حول المقصورة، و يقيم كل واحد منهم الشراء والبيع و تتم المزايدات و التخفيضات بين المتعاملين حول هذه الأسعار حتى يتم تحديد التوازن، و نظرا للضجيج الذي يعم القاعة، يستعمل المتفاوضون أيديهم للإشارة إلى اقتراحاتهم.

### 2-1-2- تسعيرة الصندوق<sup>(4)</sup>

تطبق هذه الطريقة على القيم ذات الأوامر العاجلة المتداولة في السوق الثانية بحيث يقوم كل وسيط بحجز عدد من الأوراق المالية في صندوق خاص إلى غاية افتتاح جلسة البورصة أين يلتقي جميع الوسطاء لتحديد السعر الرسمي.

(1) محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 158.

(2) J. Marchal, Monnaie et crédit, Cujas, 4<sup>eme</sup> édition 1967, pp : 424-430.

(3) فتح الله ولعلو، توزيع المداخليل: النقود و الائتمان، دار الحداثة، الطبعة الأولى، 1981، ص: 364.

(4) B. Jaquillat & B. Solnik, 1997. op-cit, p : 29.



## 2-2-3- تسعيرة الدرج (1)

يتم اللجوء إلى هذه الطريقة استثناء عندما تكون العروض و الطلبات في البورصة كثيرة و متنوعة حيث يتم وضع كل مجموعة أوراق مع بعضها (كل نوع من الأوراق له درجه الخاص) و بعد ذلك، تتم عملية الفرز للعروض و الطلبات، و على هذا الأساس، يتم تحديد سعر التوازن لكل ورقة.

## 2-1-4- تسعيرة المعارضة (المقابلة) (2)

و تجمع هذه التسعيرة بين طريقة الصندوق و طريقة المناذاة، و ذلك بالاستفادة من إيجابيات كليهما، إذ أن الأوامر تسجل كما هو الحال في طريقة الصندوق، زيادة على ذلك، فإن هذا الالتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تلي طلباتهم على أفضل وجه.

## 2-2- التسعير المستمر:

### 2-2-1- تعريف التسعير المستمر

التسعيرة المستمرة تقنية تسمح بسرعة تنفيذ الأوامر و متابعة تطورات السوق و بما يمكن تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، و لدقة هذه الطريقة، فإنها تعالج عن طريق الإعلام الآلي الذي يسمح بتنفيذ أكبر عدد من الأوامر و في أي لحظة.

### 2-2-2- مراحل التسعيرة المستمرة

يمر نظام التسعيرة المستمرة بمرحلتين هما: (3)

### 2-2-2-1- مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة

يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل افتتاح الجلسة، و تشتمل عادة على ما يلي:

- أوامر بالسعر المحدد و التي تشارك في تحديد سعر الافتتاح.

- أوامر بالسعر الأحسن و التي تخضع مباشرة للسعر الأحسن النظري للافتتاح.

### 2-2-2-2- مرحلة ما بعد الافتتاح

يعتبر الافتتاح الذي يحقق سعر التوازن عند تلاقي العرض و الطلب و هو الذي تتم على أساسه الصفقة، إذ أن أوامر الشراء بالسعر المحدد المنفذة هي التي يكون سعرها المحدد أعلى أو يساوي سعر التوازن.

(1) محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 167.

(2) S. A. Boukrami, Vade-mecume de la finance, OPU, 1<sup>ère</sup> édition, 1992, p : 29.

(3) B. Jaquillat & B. Solnik, 1997. op-cit, p : 29.

أما بالنسبة لأوامر البيع بالسعر المحدد و المنفذة يكون سعرها أدنى أو يساوي سعر التوازن، و يتم ذلك بتوجيهها إلى نظام الإعلام الآلي للتسعيرة و تنفيذها حسب قاعدة الداخل أولا الخارج أولا First in First out FIFO. بمعنى أنه إذا دخلت عدة أوامر بنفس السعر المحدد، فإن تنفيذها يتم حسب الأولوية.

### 3- التسعيرة الرسمية<sup>(1)</sup>

و هي الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في كل جلسة من جلسات البورصة قصد إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية.

و تتضمن التسعير الرسمية على البيانات الموالية:

- اسم الورقة المالية.
- الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مع ذكر الفائدة و مقدار الضريبة و موعد الاستحقاق.
- موعد السحب في حالة وجوده.
- أسعار الأوراق المالي في جلسة اليوم.
- السعر السابق.

### المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

و يمكن تمييز القيم المتداولة - الأوراق المالية - عن الأوراق التجارية باعتبار أنهما لا تهتم بتمويل دورة الاستغلال بل بالتمويل طويل الأجل<sup>(2)</sup> حيث تعتبر الأوراق المالية المتوسطة و طويلة الأجل التي تصدرها الشركات خاصة الأسهم و السندات و هي السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في السوق المالية. ويمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل حق الملكية و هي الأسهم العادية و أوراق مالية تمثل حق المديونية و هي السندات. أما الأسهم الممتازة فتصنف ضمن أوراق أموال الملكية، هذا بالإضافة إلى ظهور أصناف حديثة من قيم هجينة و أخرى مشتقة.

و على هذا الأساس، تم تقسيم المبحث إلى ثلاث مطالب هي:

- الأسهم.

- السندات.

(1) شمعون شمعون، 1993، مرجع سابق، ص: 46.

(2) محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة،

الجزائر، 2002-2003، ص 1.

– القيم المتداولة المهجنة و المشتقات المالية.

### المطلب الأول: الأسهم.

تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس مال في شركات المساهمة، إذ تشكل الأسهم أحد أصناف الأوراق المالية الهامة المتداولة في السوق المالية.

و فيما يلي نتناول بالشرح لأهم الأدوات المتداولة في السوق المالية و التي تتمثل أساسا في الأسهم العادية و الأسهم الممتازة مع عرض للاتجاهات الجديدة لهذه الأوراق المالية و المستنبطة من كل نوع منها.

#### 1- تعريف الأسهم و خصائصها

فيما يلي سيتم توضيح تعريف و خصائص الأسهم:

##### 1-1- تعريف الأسهم

يعرف السهم بأنه "حق ملكية قابلة للتداول في السوق البورصية، مكون ورقة مالية مشاركة تمثل جزءا من رأسمال الاجتماعي لشركة معينة." (1)

##### 1-1-2- القيم المختلفة للسهم

و للسهم قيم مختلفة هي: (2)

##### 1-1-2-1- القيمة الاسمية

و هي القيمة التي صدر بها السهم و جملة القيمة الاسمية تمثل رأس مال الشركة الذي يظهر بالميزانية العامة.

##### 1-1-2-2- القيمة السوقية

و هي قيمة السهم في السوق المالية و قد تكون أكثر من القيمة الاسمية أو تكون أقل منها و ذلك حسب نقطة توازن العرض و الطلب في السوق المالية.

(1) Amar douhane et Jean michel rochi et Jacques sugwatt, Vade-mecum de la bourse et des marchés financières, édition Arnaud farnal, Canada, 2 eme édition, 2002, p : 57.

(2) محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق – أحوالها و مستقبلها، دار الوفاء لدنا الطباعة و النشر، الإسكندرية، 2000، ص: 48-49.

### 1-1-2-3- القيمة الحقيقية للسهم

و هي مقدار ما يخص السهم في صافي الأصول، و يقصد بصافي الأصول زيادة الأصول أي ممتلكات الشركة المختلفة و التي تظهر بالجانب الأيمن من الميزانية العامة و التي تمثل أيضا أوجه الاستثمار لموارد الشركة من رأس مال و موارد أخرى عن الخصوم أي التزامات الشركة، فخارج قسمة صافي الأصول التي تمثل ممتلكات الشركة الصافية على عدد الأسهم تكون النتيجة هي القيمة الحقيقية للسهم و هي تعادل القيمة التي يحصل عليها المساهم بغرض تصفية المؤسسة.

### 1-1-2- خصائص الأسهم

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، و من أهم الخصائص ما يلي: (1)

### 1-1-2-1- خاصية القابلية للتداول

توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية و التي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها و خاصية التداول و إن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة.

لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطا خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلى بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة فثائيا، أو بعد توزيع نسبة مؤوية محددة من أرباحها على المساهمين.

### 1-1-2-2- خاصية متساوية القيمة

يقصد بذلك أن إصدار الشركة للمساهمة من الأسهم العادية يكون أسهم متساوية القيمة، و لا يجوز لإصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى، إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر مثلا سندات مختلفة القيمة الاسمية في أن واحد مثل سند قيمته 100 دج و آخر قيمته الاسمية 1000 دج. إلخ، بينما لا يمكن ذلك في الأسهم، هذا مع مراعاة أنه يمكن للشركة في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة إصدار هذه الأسهم بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية.

(1) محمد مطر و فايز تيم، مرجع سابق، ص: 78-79.

### 1-2-3- خاصية المسؤولية المحدودة للمساهم

تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، و بهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما حيث تكون مسؤوليته غير محدودة.

### 2- أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة:

- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار.
- تقسيم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم.
- تقسيم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها.

### 2-1- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار

تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها إلى ثلاثة أنواع كما يلي: <sup>(1)</sup>

#### 2-1-1- سهم لحامله

عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، و من أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في السوق المالية، إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

#### 2-1-2- السهم الاسمي

و يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة و يسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة، و عليه يتطلب انتقال ملكية السهم هنا القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

#### 2-1-3- السهم الأذني

و يذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، و عليه يتم انتقال الملكية عن طريق التظهير و بدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

### 2-2- تقسيم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم

تنقسم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم إلى. <sup>(2)</sup>

(1) محمد مطر و فايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص ص: 79-80.

(2) السيد عليوه، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية دار الأمين، القاهرة، 2006، ص: 58.

## 2-2-1- الأسهم النقدية

هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقداً، و يمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة.

## 2-2-2- الأسهم العينية

هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها بحصص عينية كالعقار أو صافي موجودات مصنع أو متجر أو مخزن.

## 2-2-3- الأسهم المجانية

هي الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى الرأس المال الأصلي، و بالتالي إن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال، و يتم توزيعها مجاناً على المساهمين، حيث أن قيمتها قد سددها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، و يكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية.

## 2-3- تقسيم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها

تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

- الأسهم العادية.

- الأسهم الممتازة.

## 2-3-1- الأسهم العادية

هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين في أرباح الشركة خلال حياتها، أو في أصولها عند تصفيتها، و تصدر الأسهم العادية غالباً على فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، إلا أن ذلك لا يمنع صدورها أحياناً في فئات متعددة بمزايا مختلفة.<sup>(1)</sup>

و يحصل حملة الأسهم العادية على أنصبتهم من التوزيعات و ذلك في شكل نسبة مؤوية من قيمة رأس المال تعلن سنويا من قبل مجلس الإدارة و ذلك في حدود القيود و الشروط المحددة في العقد التأسيسي للشركة و بما يتماشى مع قوانين الشركات المعمول بها في البلد، و يتقاضون الأرباح الموزعة إما نقداً أو في شكل أسهم و ذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقها في الربح، كذلك في حالة إفلاس الشركة أو في حالة تسيير أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم من أصول الشركة باعتبارهم ملاكاً فمثلاً يكفل لهم حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة في اجتماع الجمعية العمومية

(1) محمد مطر و فايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص: 80.

كما يكفل لهم الحق في فحص دفاتر الشركة و يوكلون هذه المهمة عادة إلى مكتب لتدقيق الحسابات معين من قبل الهيئة العمومية. (1)

### 2-3-1-1- الحقوق التي يتمتع بها أصحاب الأسهم العادية

الأصل أن تكون الأسهم عادية و يعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالشركة استفادة في حالة نجاح الشركة، و في نفس الوقت أكثر الأطراف تحملا للضرر و المخاطرة في حال فشل الشركة و يتمتع حملة الأسهم العادية بالحقوق الموالية: (2)

- الحق في الإعلام.

- الحق في المشاركة في الأرباح.

- الحق في جزء من رأس المال و صافي الأصول الحقيقية عند التصفية.

- حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال.

- حق التنازل و التفاوض حول أسهمه.

- حق التصويت و المشاركة في الجمعية العامة.

### 2-3-1-2- أنواع جديدة من الأسهم العادية

إلى جانب الأسهم العادية التي سبق الإشارة إليها، ظهرت في السنوات الخيرة أنواع عديدة هي: (3)

### 2-3-1-2-1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية تربط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل و لكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة و على الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلف نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

### 2-3-1-2-2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة. و في الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تباع حصة من

(1) محمد مطر و فايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص: 80.

(2) Olivier picon, la bourse ses mécanismes gérer son portefeuille, édition Dalloz, paris, 14<sup>eme</sup> édition, 2000, pp : 183-185.

(3) عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص ص: 17-18.

أسهمها العادية إلى العاملين في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة يخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبي، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبي على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

### 2-3-1-3-2- الأسهم العادية المضمونة

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع على الشركة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، و في هذه الحالة فإنه:

- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم.
- مخاطر التعرض لخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض، و عندئذ لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر الشراء و بين السعر الأدنى للقيمة السوقية الذي تضمنه الشركة، أما إذا تجاوز الانخفاض الحد المشار إليه فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة وباختصار لا يوجد حد أقصى للأرباح أما الخسائر فمحدودة.

### 2-3-2- الأسهم الممتازة

و هي أداة مالية وسيطة بين الأسهم العادية و السندات حيث أنها تشبه السندات في حصولها على عائد محدد يسمى التوزيعات، و تشبه الأسهم العادية من حيث عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تحقق أرباح، و لكنها لا تضيع على حامل السهم الممتاز، حيث يحصل عليها في السنوات القادمة نظرا لأن الشركة المساهمة لا تستطيع توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية إلا بعد إعطاء حملة الأسهم الممتازة أرباحهم المستحقة.<sup>(1)</sup>

(1) محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات الحاسوبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 08.



## 2-3-2-1- حقوق حملة الأسهم الممتازة

- تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث إن حصول أصحابها على العائد يتوقف على وجود الأرباح و أيضا اتخاذ القرار بتوزيعها، لكن تختلف عنها في النقاط التالية: (1)
- لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة المصدرة توزيعها.
  - غالبا ما يضع نظام الشركة المصدرة حدا أقصى لمقدار ما يوزع من الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة.
  - لا يتمتع أصحاب الأسهم الممتازة بحق التصويت بشكل دائم.
  - تتمتع الأسهم الممتازة بالأولوية في استرداد قيمتها أو جزء من هذه القيمة في حال تصفية الشركة المصدرة.
  - قد تكون الأسهم الممتازة من نوع "المجمعة للأرباح" و هذا يعني أنه عند تحقيق الشركة المصدرة لأرباح و عدم توزيعها فإن حصتها في هذه الأرباح لا تسقط في العام التالي، كما أن هذه الأسهم قد تكون غير مجمعة الأرباح أي أن حقها في الحصول على الأرباح عند تحقيقها و عدم توزيعها يسقط في الفترة المقبل.

## 2-3-2-2- مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتازة

- يمكن حصر مزايا التمويل بالأسهم الممتازة في النقاط التالية: (2)
- الشركة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها الأرباح.
  - التوزيعات محددة بمقدار معين.
  - لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت و بالتالي التدخل في الإدارة.
  - إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة و هو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمنشأة.
- و من بين عيوب التمويل بالأسهم الممتازة ما يلي: (3)

(1) مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية: البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائرية، الطبعة الثانية، 2003، الجزء الأول، ص: 85.

(2) عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، مرجع سابق، 2005، ص: 19-20.

(3) نفس المرجع، ص: 20.

- ارتفاع تكلفته نسبيا، فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالإقراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخضع من وعاء الضريبة و بالتالي لا تحقق وفر ضريبي.
- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضين و بالتالي يطلبون عائد أعلى.

### 2-3-2-3- أنواع الأسهم الممتازة

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو الشركة المصدرة خصوصا من حيث الأرباح أو القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، أو قابليتها للاستدعاء من قبل الشركة المصدرة و على هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية: (1)

### 2-3-2-3-1- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح

و هي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب، و ذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، ذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق، إذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة كما يسقط بالمثل حق حامل السهم الممتاز غير مجمع الأرباح.

وفقا لما سبق إذا حققت الشركة أرباحا في سنة من سنوات، و لكنها لم تعلن عن توزيعها أرباح على المساهمين لسبب من الأسباب، يحتفظ حامل السهم الممتاز مجمع الأرباح في حقه في الحصول على نصيبه من هذه الأرباح و ذلك في العام المقبل إذا ما أعلنت الشركة عن توزيعها أرباح على المساهمين، كما يجب أن يعطي له حق الأولوية في تحصيل أرباحه قبل المساهمين العاديين.

### 2-3-2-3-2- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح و ذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا و ذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى.

فمثلا إذا صدرت الأسهم الممتازة من هذا النوع بمعدل 10% فهذا يعني أنها إذا كانت من النوع المشارك ستمكن حاملها من الحصول على نصيب إضافي من الأرباح إذا تجاوزت نسبة توزيع الأرباح

(1) محمد مطر و فايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص ص: 81-84.

لحملة الأسهم العادية 10% هذا و يمكن لحق المشاركة في الأرباح أن يكون مطلقا غير محدد، كما يمكن أن يكون لها الحق حد أقصى فتكون المشاركة في هذه الحالة جزئية.

### 2-3-2-3- الأسهل الممتازة القابلة للتحويل

تعتبر قابلية تحويل السهم الممتاز إلى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطي لحامل هذا النوع من السهم، إذ تتيح أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، و في الوقت نفسه توفر لحاملها أيضا و خلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق مكاسب رأسمالية.

### 2-3-2-4- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء

يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقا لقابليتها للاستدعاء أو السداد من قبل الشركة المصدرة إلى قابلية للاستدعاء، و غير قابلة للاستدعاء، و قابلية السهم الممتاز للاستدعاء تعطي الشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد و على مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في إطفاء هذا السهم إذا ما شعرت بأن لديها نقص من الأموال يمكنها من تصنيف قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين و بالتالي تخفض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة من مخاطر الرفع المالي.

و غالبا ما يصدر شرط القابلية للاستدعاء مقترنا بشرط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية و ذلك على اعتبار أن شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء في صالح الشركة.

### 2-3-2-4- اتجاهات جديدة في الأسهم الممتازة

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة و الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت. (1)

### 2-3-2-4-1- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة

لأسهم الممتازة توزيعات ثابتة، و تتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، و ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزينة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من

(1) عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، مرجع سابق، 2005، ص ص: 20-21.

الأرباح مرة كل 03 شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7,5% من القيمة الاسمية للسهم.

## 2-3-2-4-2- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

هي أسهم الممتازة التي تعطي كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي و قد سبق الإشارة إليها عند الأسهم العادية المضمونة.

بناء على ما سبق، فإن الأسهم الممتازة تجمع بين خواص السهم العادي، و خواص السند، فهي كأسهم العادية أداة ملكية غير محددة الأجل، لكنها تشبه السند في أنها من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت و توفر لحاملها عنصر الأمان الذي يوفره السند و لو بدرجة أقل.

## المطلب الثاني: السندات

يعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ إليه الدولة أو المؤسسات إليه قصد الحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق السوق المالية.

و على هذا الأساس، تم تقسيم هذا المطلب إلى المحورين التاليين:

- تعريف السندات و خصائصها.

- أنواع السندات.

- أدوات أخرى.

## 1- تعريف السندات وخصائصها

فيما يلي سيتم توضيح تعريف و خصائص السند و مزاياه:

### 1-1- تعريف السندات

يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة، و تصدر الشركات السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، و تمثل السندات من ذات الإصدار حقوقاً متساوية لحاملها في مواجهة الشركة.<sup>(1)</sup>

(1) طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 24.

و على عكس الأسهم التي لا يمكن إصدارها إلا من طرف شركات الأموال، فإن السندات يمكن إصدارها من طرف جماعات ذات قوانين أساسية مختلفة: (1)

- الدولة أو لا بالنسبة لإصدارات لحزينة العمومية.
- الجماعات التابعة للقطاع العام أو شبه العام: جهوي، مقاطعة، مؤسسة عمومية،... إلخ.
- شركات الأموال للقطاع الخاص.

### 1-2- خصائص السندات

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص هي: (2)

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- يحصل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم ترباح.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- قابلية السند للتداول، يحق لحامله بيعه للغير.
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجارية في السوق النقدية.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، و إنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة و لا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز إزالتها من إجمالي الربح، أي أنها لا تخضع للضريبة.

### 1-3- مزايا السندات

عادة ما يفضل المستثمرون شراء سندات ذات العائد الثابت على الأسهم العادية لعدة أسباب أهمها أنها تمنحهم عائدا مستقرا فمعدل الفائدة الاسمي المحدد بالسند و الذي يلزم مصدر السند لا يتغير بغض النظر عن التغيرات في أي قطاعات أخرى من النظام المالي، كذلك فإن للسندات أولوية في السداد عن

(1) B. Jacquillat & B. Solonik, Marché financière : gestion de portefeuille et des risques, Dunod, 2 eme édition, 1994, p : 14.

(2) ضياء مجيد موسوي، البورصات : أسواق رأس المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص ص:

الأسهم في حالة الإفلاس، و لا بد من الدفع لحامل السند باعتباره دائن عند تصفية الشركة قبل توزيع الأصول الباقية بين حملة الأسهم.<sup>(1)</sup>

أما بالنسبة للشركات فإنها قد تفضل إصدار السندات على الأسهم، لأن السندات لا تعطي حملة الأسهم حق التدخل في إدارة الشركة أو اختيار مجلس إدارتها أو التصويت على قراراتها على عكس حملة الأسهم.

و بالرغم من ذلك فإن الأسهم تمنح أحسن حماية ضد التضخم عكس السندات.<sup>(2)</sup>

#### 1-4- مقارنة بين السند و السهم

بناء على ما سبق ذكره، يلخص الجدول أدناه أهم الفروق بين السهم و السند:

#### الجدول رقم (01): مقارنة بين السهم و السند

السند	السهم
- دين على الشركة.	- جزء من رأس مال الشركة.
- حامل السند دائن للشركة بقيمة السند.	- حامل السهم شريك في الشركة بقدر رأسماله.
- ربح السند ثابت و لا يتأثر بالخسارة.	- ربح السهم متغير حسب متاجرة الشركة، و قد يكون هناك خسارة.
- حامل السند ليس له الحق في الإدارة.	- حامل السهم له الحق في الرقابة و إدارة الشركة عن طريق الجمعية العمومية.
- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد و بالكامل.	- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة، أو عند تصفية الشركة، و لا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده فهو قابل للزيادة أو النقصان.
- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عن وقوع الخسارة.	- عند الخسارة و تصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد سداد جميع الديون.

المصدر: محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، مصر، الطبعة الأولى،

1992، ص: 272.

(1) أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة الدار الجامعية،

الإسكندرية، 2005، ص: 453.

(2) Michel fleuriet Yves simo, Bourse et marchés financiers, édition economica, paris, 2<sup>ème</sup> édition, 2003, p : 31.

## 2- أنواع السندات

تمت دراسة أنواع السندات على النحو الموالي:

- تقسيم السندات حسب خصائصها المختلفة.

- اتجاهات جديدة في السندات.

## 2-1- تقسيم السندات حسب خصائصها المختلفة

هذا و توجد تقسيمات للسندات حسب خصائص مختلفة على النحو التالي: (1)

- هناك سندات أجل استحقاقها أقل من خمس سنوات و سندات متوسطة الأجل استحقاقها بين خمس

وعشر سنوات و سندات طويلة للأجل استحقاقها بين عشر و عشرين سنة أو أكثر.

- هناك سندات غير مضمونة و هناك سندات مضمونة بأصول تسمى سندات الرهن.

- هناك سندات عادية تحصل على الفوائد بغض النظر عن أداء الشركة، و هناك سندات دخل لا تحصل

على الفوائد إلا إذا بلغ دخل الشركة مستوى معين.

- هناك سندات غير قابلة للاستدعاء و هناك سندات قابلة للاستدعاء، حيث يحق للشركة استرداد

السندات قبل تاريخ استحقاقها و إعطاء المستثمرين أموالهم.

- هناك سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية و هناك سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بمعنى

أنه يحق لحامل السند بعد مدة محددة أن يحول السند إلى سهم عادي بسعر تحويل محدد مسبقا.

- هناك سندات يتم سدادها على أقساط دورية حيث يشتمل كل قسط على جزء من أصل قيمة السند

والجزء الآخر فوائد، و هناك سندات يتم ردها مرة واحدة من خلال مبالغ يتم تجميعها دوريا في حساب

يسمى صندوق رد السندات.

## 2-2- اتجاهات جديدة في السندات

إضافة إلى ما سبق، ظهرت اتجاهات جديدة في السندات يمكن تلخيصها على النحو الموالي: (2)

## 2-2-1- سندات لا تحمل معدل كوبون

تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق كما يمكن بيعها

في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

(1) محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة الدار الجامعية، الإسكندرية،

الطبعة الأولى، 1998، ص: 15-16.

(2) عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، مرجع سابق، 2005، ص: 21-22.

## 2-2-2- سندت ذات معدل فائدة متحرك

و هو نوع استحدث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات، و عادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات و يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

## 2-2-3- السندات ذات الدخل

لا يجوز لحملة السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، و مع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد على سنة لم تتحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.

## 2-2-4- السندات الرديئة (متواضعة الجودة)

استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالشركة التي يديرونها، و ذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانباً كبيراً من أسهمها المتداولة في السوق، و عادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفاً بقدر من المخاطر و هو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفعاً ليعوض تلك المخاطر.

## 2-2-5- سندات المشاركة

تعطي للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل و في جزء من الأرباح.

## 3- أدوات أخرى:

و تتمثل الأدوات الأخرى فيما يلي: <sup>(1)</sup>

## 3-1- الأوراق المالية القابلة للتحويل

و تتمثل هذه الأوراق في السندات و الأسهم الممتازة التي تصدرها الشركة و تعطي الحق لحاملها اختيارياً لتحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية، و إضافة هذا الحق عند إصدار هذه الأوراق يشجع المستثمرين على الاكتتاب فيها و خاصة المستثمر الذي يتجنب المخاطر فهذه الأوراق تحقق ميزتين أساسيتين:

- الحصول على معدل عائد ثابت بمجرد شراؤه لهذه الأوراق (معدل الفائدة على السندات أو قيمة الكوبون كعائد للسهم الممتاز).

(1) عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، مرجع سابق، 2005، ص ص: 22-23.

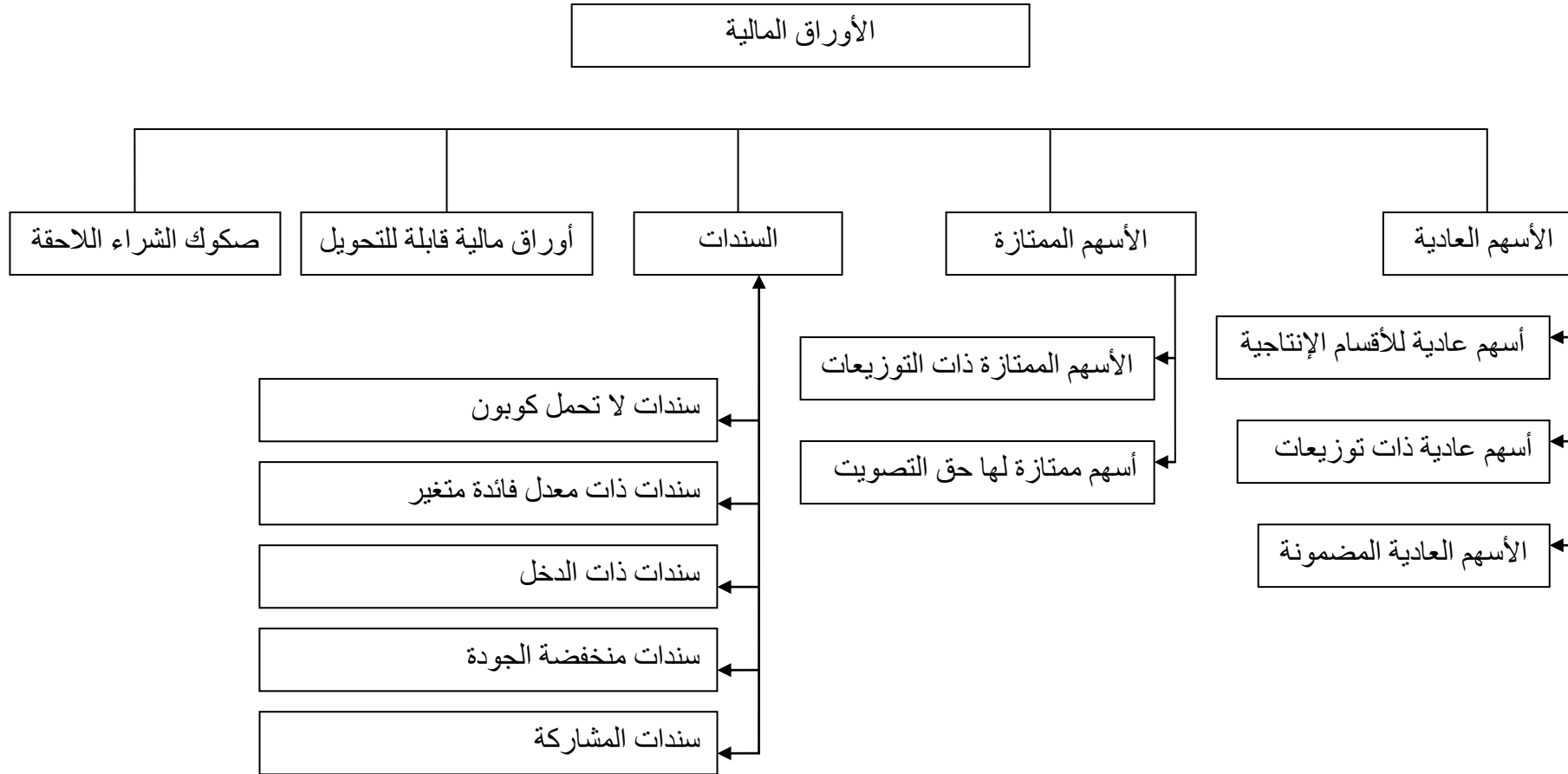


- التمتع بالمشاركة في نمو وازدهار الشركة في المستقبل عن طريق حقه في تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عديدة في أي وقت يختاره.

### 3-2- صكوك الشراء اللاحقة

و هي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المدخرين للاستثمار في الأسهم العادية، و هي عبارة عن صك يقوم المستثمر بشراؤه و هذا الصك يكفل له حق الشراء لعدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق و بسعر محدد مسبقا بصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ العملية. و هذه الصكوك توفر الأمان و الحماية للمستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار. و الشكل الموالي يشمل مختلف الأنواع السابقة الذكر:

الشكل رقم (02): الأوراق المالية.



المصدر: عبد الغفار حنفي و سمية زكي قرياقس ، مرجع سابق، 2006، ص: 37.

### المطلب الثالث: القيم المتداولة المهجنة و المشتقات المالية

انتشرت هذه الأدوات في السنوات الأخيرة و أخذت أشكالا متعددة، وكان الغرض منها أساسا جلب الادخار من جميع شرائح المجتمع و حماية المستثمر ضد مخاطر التغير في السعر، و من أبرز هذه الأدوات عقود الخيار، عقود المستقبل، عقود المبادلة و هو ما سيتم توضيحه على النحو الموالي:

- القيم المتداولة المهجنة.

- المشتقات المالية.

#### 1- القيم المتداولة المهجنة

و هي تلك القيم التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق الملكية و السندات التي تمثل حق دائنية، و أهم أنواعها هي: (1)

##### 1-1- سندات المساهمة

و هي سندات تصدر عن شركات المساهمة خاصة أو عامة، و تعتبر ديون أبدية و بمثابة أموال شبه خاصة، حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت و الآخر متغير حسب نشاط أو النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له، و لا يوجد لها تاريخ استحقاق.

##### 1-2- شهادات الاستثمار

و هي أسهم عادية دون حق التصويت حيث يتمتع صاحبها كغيره من الحقوق كحقه في التوزيعات، حقه في أخذ نصيبه في حال إجراء عملية تصفية للمؤسسة المصدرة. و هنا نشير إلا أن السهم العادي يمكن تقسيمه إلى شهادة استثمار و التي هي جزء من السهم العادي فاقد حق التصويت، و كذا شهادة حق التصويت و التي تعود ملكيتها إلى أصحاب الأسهم العادية بالمؤسسة.

و يقوم بإصدار شهادات الاستثمار كل من مؤسسات القطاع العام و الخاص و ذلك بهدف توفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها و من مراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الاستثمار.

#### 2- المشتقات المالية

لم تكن الأدوات المالية التقليدية التي يجري التعامل عليها في الأسواق المالية نهاية المطاف في عالم التمويل و الاستثمار، فتمت أدوات مالية جديدة قدمها الفكر الرأسمالي المعاصر لم تكن طفرة في أداء

(1) محمد براق، مرجع سابق، 2002-2003، ص ص: 34-35.

الأسواق المالية، و إنما كانت ثورة في صيغ و أساليب التعامل في تلك الأسواق، و تمثل من وجهة نظر مراكز البحث و الابتكار حلولاً إبداعية لمشاكل التمويل، و التحوط في بيئة تزداد فيها المخاطر و عدم اليقين. (1)

و المشتقات المالية هي (2) عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد (أسهم، سندات،.. إلخ) و بالتالي فإن أداء لعقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد و يجري تسويقها في تاريخ مستقبلي، يترتب عليها تكلفة، لكنها تعطي في الوقت نفسه فرصة تحقيق عائد أو تجاوز مخاطر و يتضمن العقد في أغلب الأحيان الجوانب التالية:

- الاتفاق على سعر معين للتنفيذ في مستقبل مقارنة بالسعر وقت التعاقد.
  - تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
  - وقت سريان العقد.
  - تحديد الشيء محل التعاقد قد يكون: سعر الفائدة، سعر ورقة مالية... إلخ.
- و في ضوء التحليل السابق، فإن المستثمرين في أسواق المشتقات المالية يتدرجون تحت الشرائح التالية: (3)
- المتحفظون: حيث تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة و الحادة في الأسواق، إذ أن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكيد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، و لكن ذلك لا يعني ضمان كامل.
  - المضاربون: إذ تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المرهنة على تحركات الأسعار المستقبلية، من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.
  - المراجحون: و هم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من السوق المنخفض الأسعار و تبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار و تحقق ربح عديم المخاطر، و معظم عمليات بيع و شراء العملات تدخل في هذه التعاملات، و ساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة.
- و سيتم تناول أهم أنواع المشتقات المالية في الأسواق المالية بشكل عام فيما يلي:

(1) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة، الطبعة الأولى، 2005، ص: 145.

(2) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية : مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص ص: 124-125.

(3) نفس المرجع، ص ص: 125-126.

**2-1- أنواع المشتقات المالية**

تتعدد المشتقات المالية لكن أكثرها تداولاً في الأسواق المالية ثلاث هي:

**2-1-1- عقود الخيار**

تمثل عقود الخيار أحد الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شراؤها أو بيعها في المستقبل.

**2-1-1-1- تعريف عقود الخيار**

يتمثل عقد الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار و الآخر بائع الخيار أو محرر الخيار و بموجبه يكون للطرف الأول أي للمشتري الحق في أن يشتري إذا ما رغب من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني أصلاً معينا و في تاريخ معين أو خلال فترة معينة حسب الاتفاق و ذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول المشتري بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني.<sup>(1)</sup>

و عقد الخيار قد يكون عد شراء أو بيع، و يعطي العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة (الخيار الأمريكي)، و تاريخ محدد (الخيار الأوروبي) بسعر متفق عليه مقدماً، ونظراً لأن للمشتري الخيار الحق في تنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق (محرر الخيار) مكافأة غير قابلة للرد، تدفع عند التعاقد و لا تعتبر جزء من قيمة العقد، إذا تمثل قيمة شراء حق الخيار.<sup>(2)</sup>

إن عقد الخيار ينظر إليه في حد ذاته باعتباره أداة أو ورقة مالية يتم تداولها في السوق المالية ويتأرجح سعرها صعوداً و هبوطاً مع أي تقلب في القيمة السوقية للأصل أو الالتزام المشتقة منه، ومن هنا يتم استخدامه بكثافة في عمليات التحوط أو المضاربة.<sup>(3)</sup>

بناء على ذلك، يمكن الاستنتاج ما يلي:

- الاختلاف في توقعات الأطراف المتعاملة في عقود الخيار هي السبب وراء إبرام هذه العقود بيعاً وشراءً، أو أن التوقعات المتضاربة تعد أساساً في إنشاء خيار البيع أو الشراء.
- تسمى هذه العقود حقوق الخيار نظراً لأنها تعطي المشتري العقد الحق و ليس إلزاماً في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه.

(1) محمد مطر و فايز تيم، مرجع سابق، 2005، ص: 256.

(2) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص: 605.

(3) أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002-2003، ص: 242.

- التنفيذ لا يعني حتما تسليم و استلام الأصل موضوع التعاقد بل قد يتحقق ذلك من خلال حساب الفروقات المالية الناجمة عن التنفيذ دون الحاجة إلى التسليم و الاستلام.

## 2-1-1-2- أركان عقود الخيار

أركان عقود الخيار هي: (1)

- مشتري الحق و هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان حق الخيار هو حق خيار بيع أو خيار شراء، و يكون لهذا الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الخيار.
- محرر الحق و هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر أو مشتري الحق نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق.
- سعر التنفيذ و هو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد و عادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة في السوق.
- سعر السوق و هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.
- تاريخ التنفيذ و هو تاريخ إبرام الاتفاق و هو عادة أول يوم لسريان الاتفاق.
- تاريخ الانتهاء و هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق، و هذا التاريخ آخر يوم متفق عليه في حالة الخيار الأوروبي أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد و تاريخ انتهاء العقد وفقا للخيار الأمريكي.
- المكافأة و هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

## 2-1-2- العقود المستقبلية

ويعتد التغلب على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير مثل تلك العقود.

## 2-1-2-1- مفهوم العقود المستقبلية

العقد المستقبلي هو التزام نمطي لبيع و إما لشراء أصل معين بسعر محدد و بتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل و العنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر و الأصل و الكمية يتم الاتفاق

(1) محمد صالح الحناوي و نبال فريد مصطفى و جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي و الفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004-2005، ص: 311-312.

عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن و تسليم الأصل المتفق المتفق عليه في المستقبل ومن هنا جاء تعبير المستقبلي لوصف العقد. (1)

و يشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين أحدهما بائع و الآخر مشتري بغرض تسليم أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم الأصل المتفق عليه و دفع ثمن في هذا التاريخ اللاحق.

و يمكن التمييز بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية على النحو الموالي: (2)

- العقود المستقبلية يتم تداولها في أسواق منظمة.
- العقود المستقبلية ذات شروط و بنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر.
- تتضمن أسواق العقود المستقبلية بيوت للتسوية (المقاصة) و ذلك لضمان تنفيذ الصفقات.
- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية القيام بإيداع هامش مبدئي لدى السمسار و كذلك إجراء تسوية يومية للسعر.

## 2-1-2-2- أركان العقود المستقبلية

أركان العقود المستقبلية هي: (3)

- السعر في المستقبل و هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام محل العقد في المستقبل.
- تاريخ التسليم أو التسوية و هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.
- محل العقد و يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه و شراؤه بين طرفي العقد و الذي يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات..إلخ.
- مشتري العقد و هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول المشتري في التاريخ المحدد في المستقبل.

(1) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2002، ص: 124.

(2) محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 1998، ص: 404.

(3) نفس المرجع، ص 407.

من خلال ما سبق يمكن توضيح ما يلي:

- بائع عقود الخيار التي يكون فيها تنفيذ العقد اختياري من قبل المشتري، فإن تنفيذ العقود المستقبلية إلزامي لطرفيه.

- فالعقود الآجلة لا تختلف جوهريا عن العقود المستقبلية، فالاختلافات غير الجوهرية، من أهمها أن العقود المستقبلية هي عقود آجلة نمطية في سوق منظمة.

### 2-1-3- عقود المبادلة

تمثل عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر و من أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة و تعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة من أكثر هذه الأدوات استخداما. و تعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية،...) و عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ. (1)

كما يمكن تعريفه بأنه " اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية) لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية... إلخ). " (2)

و عليه، فهي تعود على مبادلة تدفق نقدي بأخر له شروط و خصائص مختلفة و من أبرز أشكالها. عقود مبادلة العملات و عقود مبادلة الفائدة.

(1) محمد صالح حناوي و إبراهيم سلطان و جلال العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001-2002، ص: 401.

(2) محمود محمد الداغر، مرجع سابق، 2005، ص: 137.



## خلاصة الفصل الثاني

تناول الفصل الثاني الذي جاء بعنوان الأسواق المالية تعريف هذه السوق و توضيح مدى أهميتها بالنسبة للاقتصاد، و عرف أن سوق الأوراق المالية تنقسم إلى قسمين هما السوق الأولية و هي سوق الإصدار أو سوق الورقة الجديدة، و السوق الثانوية و هي سوق التداول التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة من قبل.

كما تم التطرق للشروط الأساسية لوجود بورصة قيم متداولة، بالإضافة إلى تناول وظائفها والهيئات المنظمة لها، و عرف أن عمليات البورصة تنقسم حسب الالتزامات الزمنية المترتبة على الصفقات المبرمة في البورصة إلى قسمين هما:

- العمليات العاجلة، و هي العمليات التي تتم فوراً أو خلال فترة قصيرة.  
-العمليات الآجلة، و هي العمليات التي لا يتم فيها بيع أو شراء القيم المتداولة محل الصفقة لدى عقدها بل بمدة متفق عليها تسمى الآجل.

و تم تناول نظام التسعيرة في سوق الأوراق المالية داخل البورصة و وجد أن القيمة التي تبلغها الأوراق المالية أثناء إحدى جلسات البورصة و يتم تسجيلها في سعر التسعيرة بعد انتهاء كل جلسة تعرف بسعر البورصة، و يحدد هذا الأخير بطريقتين هما التسعير الدوري و التسعير المستمر.

كما تم التطرق في المبحث الثالث و الأخير إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بمختلف أنواعها و أشكالها و هي عبارة عن صكوك مالية تتداول في السوق الحاضرة و تصنف إلى عدة أصناف و ذلك حسب معايير مختلفة تتمثل في طبيعة الورقة المالية، تاريخ الاستحقاق، الجهة التي تصدرها.

و تنطوي الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية حسب طبيعتها على ثلاثة أنواع هي:

- الأسهم، و هي أوراق مالية تمثل حقوق الملكية.
- السندات، و هي أوراق مالية تمثل حقوق الدين.
- الأوراق المهجنة، و هي أوراق مالية تمثل حقوقاً في نفس الوقت لها بعض صفات الأسهم و بعض صفات السندات معا.

## الفصل الثالث: سوق الأوراق المالية بالجزائر

لقد استلزم تحول الاقتصاد الجزائري نحو اقتصاد السوق ضرورة إنشاء سوق رؤوس الأموال وإحداث تعديلات عميقة على نظام التمويل الذي كان يعتمد على سوق الإقراض، و كانت هذه التعديلات تهدف إلى تحقيق الانتقال من نظام تمويلي يركز على الإصدار النقدي و الجباية البترولية إلى نظام تمويلي يعتمد على تأسيس سوق الأوراق المالية.

و من أهم الدوافع التي كانت وراء إنشاء سوق رؤوس الأموال في الجزائر هي تجسيد عملية خصخصة المؤسسات العمومية، باعتبار البورصة إطارا مناسباً لفتح رأسمال المؤسسات العمومية للمساهمين الخواص و ضمان تحويل دائم للاستثمار بشكل غير تضخمي و السماح للاقتصاد الوطني بالاندماج في الاقتصاد الوطني العالمي الذي يتجه شيئا فشيئا نحو العولمة الاقتصادية.

و بعد تهيئة المناخ و تكيف البيئة التشريعية كان الميلاد الحقيقي لبورصة الجزائر بتاريخ 2 نوفمبر 1998، و هو تاريخ فتح الاكتتاب لأول مؤسسة عمومية، و تتفرع سوق الأوراق المالية في الجزائر إلى سوق الأسهم و سوق السندات.

و إنهاء مختلف تطلعات هذا الفصل الذي جاء لتوضيح نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر و إبراز مختلف الأدوات المتداولة فيها و أنظمة عملها، مع إبراز أهم العراقيل التي حالت دون تحقيق الأهداف المرجوة من إنشاءها و السبيل الكفيلة بتنشيطها بالشكل الذي يساهم في تحقيق التنمية الشاملة والمستدامة.

و على هذا الأساس، جاء اختيار تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الثلاثة التالية :

- نشأة سوق الأوراق المالية، تنظيمها، و آلية التعامل فيها.
- الأدوات المالية المتداولة و آليات و آلية عمل بورصة الجزائر.
- عراقيل و آفاق سوق الأوراق المالية بالجزائر.

### المبحث الأول: نشأة سوق الأوراق المالية، تنظيمها و آليات التعامل فيها

تعتبر بورصة الجزائر حديثة النشأة مقارنة بالبورصات العالمية، و عليه كانت أغلب النصوص التشريعية الصادرة تهم بتنظيم و سير البورصة.

و على هذا الأساس، فإن هذا المبحث سوف يتمحور حول العناصر الموالية:

- نشأة بورصة الجزائر.
- الهيئات التنظيمية و التسييرية لبورصة الجزائر.
- المتدخلون في بورصة الجزائر.

### المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر

تدخل فكرة إنشاء بورصة بالجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر في سنة 1987، و دخلت حيز التنفيذ من بداية عام 1988، حيث تجلّى ذلك من خلال مجموعة القوانين التي صدرت في تلك السنة، و التي تهدف إلى منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية و إنشاء صناديق المساهمة، و المتمثلة خصوصا في القانون 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية و القانون رقم 88-03 المتعلق بإنشاء صناديق المساهمة، و عليه أصبح رأسمال المؤسسات العمومية مقسم إلى عدد من الأسهم موزعة بين صناديق المساهمة، و بذلك تحولت الشركات العمومية إلى شركات مساهمة تدير حسب القانون التجاري لسنة 1975.

و قد مرت هذه الشركات بفترة حرجة بسبب ضعف رأسمالها الاجتماعي، و الدور غير الواضح الذي كان من المفروض أن تلعبه في محيط تميز بالاضطرابات الاقتصادية و الاجتماعية و سلوكات ثقافية غير واعية.

في ظل فشل نظام الاستدانة و محدودية نظام التمويل عن طريق القروض المصرفية جعل الدولة تعطي اهتماما بالغ الأهمية للبحث عن طرق أخرى أكثر نجاعة لتمويل الاقتصاد و المؤسسات العمومية، و رغبة منها لربح الوقت، فإن السلطات العمومية رأّت من المفيد التحضير المادي لأدنى شروط تشغيل سوق تهمم بالأنشطة البورصية في انتظار استكمال تحضير الشروط الاقتصادية و القانونية بدعم من الهيئات الاستثمارية المختلفة ذات الخبرة في هذا المجال، ولا سيما الكندية منها، و يكون هدفها تمويل مختلف النشاطات بشكل يضمن الاستمرارية و الفعالية و يتم وفق ما جاء في قانون النقد و القرض

رقم 90-10 الصادر في 14 أبريل 1990، الذي يسمح للمؤسسات بتمويل استثماراتها دون اللجوء إلى القروض المصرفية.

وقد مرت بورصة الجزائر بعدة مراحل منذ نشأتها، ففي 09 نوفمبر 1990 اتخذت الحكومة قرار إنشاء هيئة مؤهلة و هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة الثمانية التي أنشأت برأسمال قيمته 320.000 دج و أعطى لهذه الهيئة تسمية "شركة القيم المتداولة" يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء ممثلين عن كل صندوق. (1)

و في سنة 1991 تم التحضير لأن تكون هذه البورصة جاهزة للتشغيل على المستوى المادي، حيث تم إصدار ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 تتمثل فيما يلي: (2)

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتعلق بتنظيم المعاملات الخاصة بتداول الأوراق المالية، حيث عرف هذا المرسوم القيم المتداول على أنها منتج مالي قابل للتداول في البورصة و قابل للتجزئة.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 الذي يهتم بتحديد أنواع الأسهم و أنواع الأوراق المالية الأخرى و كذلك صيغ و شروط إصدار تلك الأوراق من طرف شركات الأموال.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، حيث أوكلت لها مهام تنظيم و تطوير سوق الأوراق المالية و تعبئة الادخار و كيفية ممارسة الرقابة على السوق.
- و خلال سنة 1992 فإن شركة القيم المتداولة بقيت دون تشغيل و تأخرات في الانطلاق نظرا للعوائق التنظيمية و مشاكل أخرى، منها ضالة رأس المال و عدم وضع التنظيم الذي يسمح بتشغيل سوق مفاوضات على القيم المتداولة في أفضل الشروط.

ورغبة في رفع بعض هذه العقبات، تم في شهر فبراير 1992 اتخاذ قرار برفع رأسمالها ليصل إلى مبلغ 9.320.000 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية، و على الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضعها من أجل التحديد الدقيق و الواضح بصفتها بورصة للقيم، و من ذلك أخذت هذه الشركة رسميا تسمية بورصة القيم المتداولة.

و في عام 1993 تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر، و ذلك بوجود المراسيم التشريعية الموالية: (3)

(1) محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص: 369.

(2) M.Mansouri, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, édition Dar Houma ; Alger ; 2002, p 8.

(3) أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 138.

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، المتمم و المعدل للأمر المتضمن القانون التجاري و الأحكام المتعلقة بشركات الأموال.
- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق الأوراق المالية، حيث أقر هذا المرسوم إنشاء بورصة القيم المتداولة مقرها الجزائر العاصمة، و اعتبرت المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم و السندات المصدرة من طرف الحكومة و شركات المساهمة.
- المرسوم التشريعي رقم 94-176 المؤرخ في 13 جويلية 1994، الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة كوسطاء، و هو البنوك و شركات التأمين و صناديق المساهمة و التي حلت فيما بعد و عوضت الشركات القابضة سنة 1995.
- و بالرغم من كل ما سبق، غير أن البورصة لم تشتغل بالمرة، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات منها: (1)
- المحيط الاقتصادي غير المشجع و المتميز بمعدل التضخم و أسعار فائدة مرتفعة.
- الإطار القانوني الضيق و المتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصوصية المؤسسات العمومية الاقتصادية.
- صعوبة طرح الأسهم العمومية للاكتتاب العام، حيث لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها.
- الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات الاقتصادية العمومية، حيث تمنعها من دخول إلى البورصة إضافة إلى أنها غير كفئة.
- و مع بداية سنة 1996 بدأت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة ممارسة نشاطها الفعلي كما تم إنشاء شركة إدارة بورصة القيم في ماي 1997 و هو ما يسمح بتوفير الشروط المناسبة لقيام بورصة القيم المتداولة في الجزائر، حيث كان الافتتاح الرسمي لها سنة 1997 تحت اسم بورصة القيم المتداولة.

### المطلب الثاني: الهيئات التنظيمية و التسييرية لبورصة الجزائر

يعتبر الهدف من وجود هذه الهيئات هو تحسين تنظيمها و سيرها على النحو الذي تتمكن معه المؤسسات في تأدية وظائفها و حماية المدخرين المستثمرين، و ضمان امتثال الشركات و الهيئات المتدخلة في البورصة للأحكام التشريعية و التنظيمية.

(1) محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص: 370.

و تختلف هيئات الرقابة و التنظيم من دولة إلى أخرى، حيث تتمثل الهيئات المنظمة لبورصة القيم المتداولة بالجزائر فيما يلي:

- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- شركة المؤتمن المركزي للسندات.

### 1- لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة<sup>(1)</sup>

قبل تبيان مهام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، سيتم تبيان تشكيلها كما يلي:

#### 1-1- تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة:

تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة، و تم تعيين أعضائها بتاريخ 27 ديسمبر 1995 و بدأت اللجنة ممارسة نشاطها الفعلي في فيفري 1996.

و لجنة تنظيم عملية البورصة عبارة عن هيئة تتمتع بالاستقلالية المالية و الإدارية و تتكون من رئيس وستة أعضاء يمارسون مهامهم بصفة دائمة لمدة أربع سنوات يعينون عن طريق التنظيم، و يتوزع هؤلاء الأعضاء على النحو الموالي:

- قاض يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة.
- عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين و محافظي الحسابات و المحاسبين المعتمدين.

#### 1-2- مهام لجنة التنظيم و مراقبة عمليات البورصة

من أهم الوظائف و المهام المخولة للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة هي:

- الوظائف التنظيمية.

(1) القانون رقم 04/03 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 الصادر بتاريخ 19/02/2003 و المتعلق بتنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

- الوظيفة الرقابية.

- الوظيفة التأديبية.

### 1-2-1- الوظيفة التنظيمية

تعتبر من أهم الوظائف التي تتولى اللجنة مهمتها و المتمثلة فيما يلي: (1)

- السهر على حماية المدخرات المستثمرة في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى في إطار اللجوء العلني للادخار.

- ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة و شفافيتها.

- تقديم تقرير سنوي عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة.

- سن القوانين المتعلقة برؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عملية البورصة.

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و القواعد المهنية المطبقة عليهم.

- تنظيم الشروط و القواعد التي تحكم العلاقة بين المؤمن المركزي للسندات و المستفيدين من خدماته.

- تحديد مهام الوسطاء في البورصة و نطاق مسؤولياتهم و الضمانات الواجب الإيفاء بها اتجاه زبائنهم.

- ضبط القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية و تسليم السندات.

- حفظ و إدارة الحسابات الجارية للسندات.

- ضبط شروط التأهيل و ممارسة نشاط حفظ و إدارة السندات.

### 1-2-2- الوظيفة الرقابية

تتجلى الوظيفة الرقابية من خلال الرقابة على تطبيق و احترام الإجراءات القانونية من قبل الوسطاء في البورصة، و التزام الشركات التي تلجأ إلى الادخار العلني بالإعلام الواسع للجمهور حيث يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقا مالية أو أي منتج مالي آخر باللجوء العلني للادخار، إذ تنشر مسبقا مذكرة موجهة إلى إعلام الجمهور تتضمن تنظيم الشركة و وضعيتها المالية و تطور نشاطها وهذه المذكرة تؤشر من قبل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مسبقا.

### 1-2-3- الوظيفة التأديبية

تمثل هذه الوظيفة من خلال الغرفة التأديبية و التحكيمية، المشكلة من رئيس اللجنة و أربعة أعضاء اثنين منهم يختاران من بين أعضاء اللجنة، و العضوان الآخرا يعينهم وزير العدل و تتولى هذه اللجنة مهمة حل الخلافات فيما بين الوسطاء، أو بين الوسطاء و شركات البورصة نتيجة قيامها بعمليات الغش

(1) [www.cosob.com.dz](http://www.cosob.com.dz), date de consultation : 10/01/2008

و التدليس أو نشر معلومات مزيفة، و بالتالي معاقبة كل من يتسبب في عرقلة سير عمليات البورصة وذلك بإجراءات عقابية تتراوح بين الإنذار و الغرامات المالية و حتى الحبس.

و عموما، فإن لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة قامت بتهيئة الأرضية لتأسيس بورصة الجزائر ونجاحها، حيث قامت بالعديد من الأنشطة و الأعمال من حيث إعداد برامج تكوينية و تربصات بالخارج، و طلب المساعدة الفنية من هيئات استشارية أجنبية ذات خبرة في مجال العمل البورصي. فقد قامت هذه اللجنة بإنهاء و إتمام النصوص التنظيمية الضرورية لانطلاق البورصة و تنظيم عملياتها في الجزائر، و من أهم النصوص الواردة في هذا المجال ما يلي: <sup>(1)</sup>

- النظام رقم 02-96 المتعلق بالمعلومات التي ينبغي نشرها من قبل الشركات التي تقوم بالدعوة العمومية للادخار.
- النظام رقم 03-96 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في البورصة.
- النظام رقم 01-97 المتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة.
- النظام رقم 02-97 المتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين لإجراء مفاوضات على القيم المتداولة.
- النظام رقم 03-97 المتعلق بسير بورصة القيم المتداولة.
- النظام رقم 04-97 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة.
- النظام رقم 05-97 المتعلق باتفاقيات الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة و زبائنهم.
- التعليم رقم 01-97 الصادرة يوم 30 نوفمبر 1997 المحددة لكيفيات اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة.

كما قامت بإعداد مجموعة من الكتيبات الإيضاحية و هي:

- دليل المستثمر.
- دليل القبول.
- دليل القيم المتداولة.
- دليل هيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة.
- دليل الإصدار.

(1) Bulletin de la commission, COSOB, Alger, N 1, 1998, pp 6-12.



كما قامت أيضا بوضع قانونين نشر في 28 ديسمبر 1998. بموجب قرار إداري لوزارة المالية الأول مرتبط بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، و الثاني خاص بالمعلومات القابلة للنشر من طرف الشركات و الهيئات التي تحفز على الادخار. (1)

## 2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

سيتم تبيان بالدراسة ما يلي:

- تعريف شركة تسيير بورصة القيم و أهميتها.

- مهام شركة تسيير بورصة القيم.

## 2-1- تعريف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة و أهميتها

فيما يلي يتم توضيح نشأة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، ثم تبيان أهميتها.

### 2-1-1- تعريف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

أنشأت بتاريخ 25 ماي 1997 بعد انعقاد جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21 ماي 1997 و تكتسي

شركة تسيير بورصة القيم المنقولة - التي كانت تسمى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة قبل صدر القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 - شكل شركة مساهمة تخضع لأحكام المادة 544 من القانون التجاري الجزائري مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة، والذين يتميزون باحتكار عمليات التفاوض على القيم المتداولة بالبورصة لحسابهم و لحساب زبائنهم أي أن رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة.

و يحكم شركة تسيير بورصة القيم قانون أساسي يسنه الوزير المكلف بالمالية، و يتولى تسييرها مجلس إدارة مكون من مسيرين يرأسهم مدير عام يعينهم الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و يقدر رأسمال الشركة بمبلغ 24 مليون دينار جزائري ممسوك بأقساط متساوية من قبل المساهمين.

و يتكون مجلس إدارة الشركة من ممثلي الهيئات المالية الآتية:

- CNMA: الصندوق الوطني للتعاوني للفلاحي.

- BNA: البنك الوطني الجزائري.

- CPA: القرض الشعبي الجزائري.

- BADR: البنك الفلاحة و التنمية الريفية.

(1) أحمد بوراس، مرجع سابق، 2002، ص: 141.

- BDL: بنك التنمية المحلية.
- CNEP: الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط.
- CAAR: الشركة الجزائرية للتأمين الشامل.
- CCR: شركة تأمين.
- CAAT: شركة تأمين.
- UNION BANK: يونيون بنك وقد تم حلها عن طريق القضاء.

## 2-1-2- أهمية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة<sup>(1)</sup>

تتجلى أهمية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في كونها مدعوة لأن تدعم الاقتصاد الجزائري و تقييم له بورصة تعكس مكانه و بعده الجهوي و الدولي، و ذلك بوضع كل الإجراءات العملية و الفنية الضرورية اللازمة للتفاوض على القيم المتداولة. و يتركز نشاطها خصوصا بالتسيير الفعلي اليومي المتعلق بالمعاملات التي تدور حول القيم المقبولة في البورصة و السهر على نشر كافة المعلومات الخاصة بها. كما أنها تسعى لفرض احترام قواعد تنظيم و سير السوق، و ذلك من خلال التأكد من شرعية العمليات التي يقوم بإنجازها الوسطاء في عمليات البورصة أو من قبل أولئك الأشخاص المفوضين للتصرف لحساب الشركة. يضاف إلى ما سبق، أن هذه الأخيرة تتولى اقتطاع عمولة على كافة العمليات التي تم إبرامها في البورصة.

و تتجلى أهمية هذه الشركات كذلك في اعتبارها:

- أداة تتيح للمؤسسات العمومية و الخاصة على شكل شركات مساهمة من فتح رأس مالها.
- وسيلة لقياس أصول هذه المؤسسة.
- وسيلة لضمان تمويل مباشر للاستثمار عن طريق الادخار العمومي الوطني.
- تساهم في توفير سيولة الادخار المستثمر على المدى الطويل.

(1) محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص: 380.

**2-2- مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة**

تمارس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة حيث أوكلت لها المهام الآتية:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة و اجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عملية البورصة.
- تنظيم معاملات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار و تحديدها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة.

يتضح من مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة أنها تعمل على ترقية تجارة الأوراق المالية من خلال تطوير السوق و تدعيم ثقة الجمهور فيها، و منه يمكنها أن تنشئ نظام للتحكيم و تسوية الخلافات وهذا من أجل تسهيل المبادلات بين الوسطاء و الامتثال للقوانين السارية المفعول.

**3- شركة المؤتمن المركزي للسندات (1)**

سيتم أولا تبيان تعريف شركة المؤتمن المركزي للسندات ثم تبيان مهامه.

**3-1- تعريف شركة المؤتمن المركزي للسندات**

تم تأسيس شركة المؤتمن المركزي للسندات بموجب القانون رقم 04/03 الصادر بتاريخ 19 فيفيري 2003، و الذي يعتبر هيئة مالية يمارس مهامه في شكل شركة مساهمة، و يخضع قانونه الأساسي وتعديلاته و كذا تعيين المدير العام و المسيرين الرئيسيين إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة.

و لا يفتح رأسمال شركة المؤتمن المركزي للسندات إلا للشركات الآتية:

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- الشركات المصدرة للأوراق المالية.

(1) القانون رقم 04/03 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 الصادرة بتاريخ 19/02/2003 و المتعلق بشركة المؤتمن المركزي للسندات.

- الوسيطاء في عمليات البورصة.
- الخزينة العمومية و بنك الجزائر باعتبارهما مساهمين في الشركة بحكم القانون.
- كما يخضع كل طلب جديد للمساهمة من رأسماله إلى موافقة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بناء على اقتراح من إدارة شركة المؤتمن المركزي للسندات.
- و يتكون رأسماله المقدر مبلغه بخمسة و ستون ( 65 ) مليون دينار جزائري من مساهمات مؤسسيه وهم: البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط، مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، مؤسسة الرياض - سطيف.

### 3-2- مهام شركة المؤتمن المركزي للسندات

- تمثل مهام شركة المؤتمن المركزي للسندات في الآتي:
- حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين.
- متابعة حركة السندات من خلال عمليات التسوية من حساب لآخر.
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- الترقيم القانوني للسندات.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق و المتمثلة في تنفيذ الأوامر و حركية الأسعار.
- و يتضح من هذه المهام أن الهدف الرئيسي لإنشاء المؤتمن المركزي للسندات هو زيادة سرعة التداول و مركزية التعامل في الأوراق المالية للشركات المقيدة في البورصة، حتى يتم ضمان سيولة السوق واستمراريتها.
- و تجدر الإشارة أن أولى المهام التي بادر بها المؤتمن المركزي هو تحويل الشهادات الاسمية إلى حسابات خاصة و جمع الشهادات الاسمية للأسهم.

### المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر.

- يصنف المتدخلون في بورصة الجزائر إلى صنفين:
- الوسيطاء في عمليات بورصة الجزائر البورصية.
- المتعاملون في البورصة.

**1- الوسطاء في البورصة**

لتوضيح عملية تنظيم الوساطة في الجزائر سيتم التطرق إلى ما يلي:

- تعريف الوسطاء في عمليات البورصة.

- شركات الوساطة في الجزائر.

- شروط اعتماد الوسطاء في عملية البورصة.

- مهام الوسطاء في عمليات البورصة.

**1-1- تعريف الوسطاء في عمليات البورصة**

حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 في مادته الخامسة و السادسة بأنه يمكن ممارسة عمل وسيط في البورصة، بعد اعتماد من طرف لجنة تنظيم و عمليات البورصة، كل شخص طبيعي أو شركة ذات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض، بشرط أن تجري عملية المفاوضات على القيم المنقولة في البورصة داخل هذه الأخيرة.

و يعتبر الوسيط في عمليات البورصة مسؤول حيال أمره بالسحب و تسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق و دفعها.

و لقد رخصت السلطات العمومية بصفة انتقالية و لفترة خمس سنوات ابتداء من تاريخ صدور المرسوم السالف الذكر، لكل من البنوك الهيئات المالية و شركات التأمين من إمكانية منحها الاعتماد لممارسة نشاط و وسيط في عمليات البورصة، شريط أن تثبت هذه الأخيرة بداخلها وجود قسم مستقل يحقق الفصل بين نشاط الوسيط و بين الأنشطة الأخرى لهذه الهيئات.

و ما يلاحظ بعد انقضاء مدة تفوق ثماني سنوات هو بقاء مهمة الوساطة البورصية بالجزائر محصورة بين أيدي البنوك و هيئات المالية، حيث تأسست شركات و ساطة مكونة فيما بين هذه الهيئات في شكل شركات مساهمة ترجع ملكية رأسمالها إلى هذه الهيئات.

و تجدر الإشارة إلى أنه يمكن التمييز بين نوعين من الوسطاء في عمليات البورصة: (1)

- الوسطاء ذوي النشاط المحدود، و التي تتمثل في الحالة التي يريد فيها الوسيط تحديد نشاطه على الوساطة في المفاوضات على القيم المتداولة المقبولة في البورصة لحساب الغير فقط دون توسيع دائرة نشاطه لتشمل تقديم الخدمات في مجال تسيير المحافظ المالية أو التوظيف.

(1) محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص: 380.

- الوسيط ذوي النشاط غير المحدود، حيث يكون الوسيط المنتمي لهذه الفئة يمارس فضلا عن مهمة التفاوض على القيم المتداولة، التوظيف، تسيير المحافظ المالية بمقتضى توكيل أو صناع السوق، إضافة إلى إمكانية اقتراح الاكتتاب، الشراء، التبادل، أو البيع للقيم المتداولة في الأماكن العمومية.

### 1-2- شركات الوساطة في بورصة الجزائر

اعتبارا من تاريخ 15 جويلية 1998، فإن الوساطة في بورصة الجزائر مكونة من خمس شركات وساطة، وهي: (1)

- شركة الراشد المالي المكون بين الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، البنك الخارجي الجزائري و شركة التأمين.

- الشركة المالية للاستشارات و التوظيف، المكونة من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين.

- شركة التوظيف في القيم المتداولة و المكونة من بنك الفلاحة و التنمية الريفية و الشركة الجزائرية للتأمين و إعادة التأمين.

- الشركة العامة للتمويل و المكونة من القرض الشعبي الجزائري و الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط و الشركة الجزائرية للتأمين الشامل.

- يونيون بنك "UNION BANK" و هو الوسيط الوحيد في عمليات البورصة الذي يعتبر رأس ماله خاص.

### 1-3- شروط اعتماد الوسيط في عمليات البورصة

حتى يتم اعتماد الوسيط في عمليات البورصة في الجزائر، ينبغي أن تتوفر فيهم جملة من الشروط والتي تختلف بالنظر إلى كون الوسيط شخصا طبيعيا أو اعتباريا.

#### 1-3-1- شروط اعتماد الوسيط الذي له صفة الشخص الطبيعي

ينبغي على الشخص الطبيعي الذي يريد أن يصبح وسيط في عمليات البورصة تحقيق جملة من الشروط وهي: (2)

- أن يكون جزائري الجنسية و أن لا يقل عمر الشخص عن 25 سنة.

- التمتع بالأخلاق الحسنة و النزاهة اللازمة لضمان حماية المدخرين كالتقيد بالسر المهني.

(1) Bulletin de la commission, COSOB, Alger, N° 1, 1 trimestre, 1998, p : 47.

(2) محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص ص: 381-382.

- تقديم كفالة بمبلغ خمسمائة ألف (500.000) دينار جزائري، و يمكن للجنة أن تحدده بمبلغ أكبر بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة التي قد تقتضي ضمانا أكبر.
  - حيافة محل واضح التعيين و ملائم لممارسة النشاط.
  - تحقيق شروط الكفاءة المهنية من الحصول على شهادة جامعية في التخصص، إضافة إلى أن المعني يكون قد حصل على تكوين مقبول في شؤون التجارة و تسير القيم المتداولة و كسبه لتجربة مهنية مقبولة.
- 1-3-2- شروط اعتماد الوسيط الذي له صفة الشخص المعنوي**

ينبغي على الوسيط في عمليات البورصة ذي الشخصية الاعتبارية أن تتوفر فيه مجموعة من الشروط حتى تمكنه من ممارسة وظيفته كوسيط، و هذه الشروط هي:

- الشكل القانوني الذي ينبغي أن يأخذه هذا الشخص المعنوي هو شركة مساهمة.
- حيافة رأس مال قيمته مائة (100) مليون دج كحد أدنى، و يمكن للجنة أن تحدد الكفالة بمبلغ أكبر بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة و التي تتطلب ضمانات أكبر.
- أن تكون رؤوس الأموال الخاصة من رأس المال الاجتماعي و الاحتياطات و الحاصل المنقول من جديد و نتيجة نهاية الدورة المالية.
- حيافة محلات واضحة التعيين ممارسة النشاط و ضمان أمن مصالح العملاء، على أن يكون مقر الشركة بمدينة الجزائر.
- توفر الشركة على مسير على الأقل يهتم بالإدارة العامة لها، تكتمل فيه شروط التأهيل للشخص الطبيعي سألغة الذكر.
- و لقبول الوسيط في عمليات البورصة سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين يتعين عليهم تقديم طلب اعتماد لدى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة المتكونة مما يلي:
- وثائق تثبت المساهمة في صندوق الضمان، و الاكتتاب في تأمين ضمان المسؤولية تجاه زبائنهم خاصة ضد مخاطر الخسارة، سرقة الأموال و القيم الممنوحة لهم من طرف زبائنهم.
- الالتزام باحترام القواعد الأخلاقية أثناء التعامل.
- وثيقة تثبت ملكية أو كراء المحلات المخصصة للنشاط الوسيط في عمليات البورصة.
- الالتزام بالاكتتاب في حصة رأس المال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- و لا يكون الاعتماد نهائيا إلا عندما يكتب فعلا في عمليات البورصة في الحصة المحددة من رأسمال الشركة المذكورة.

**1-4- مهام الوسيط في عملية البورصة**

- حسب القانون رقم 03-04 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة، فإنه يمكن للوسيط في عمليات البورصة أن يمارسوا أساسا في حدود الأحكام التشريعية والتنظيمية التي يخضعون لها، المهام الآتية: <sup>(1)</sup>
- التفاوض لحساب الغير و للحساب الخاص.
  - تقديم الإرشادات في مجال توظيف القيم المنقولة.
  - التسيير الفردي لحفظة الأوراق المالية بموجب عقد مكتوب.
  - تسيير محفظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
  - القيام بعمليات توظيف القيم المنقولة و المنتوجات المالية الأخرى.
  - السهر على إنجاح عملية الاكتتاب في مختلف الأوراق المالية المصدرة.
  - حفظ و إدارة القيم المنقولة.
  - تقديم إرشادات للمؤسسات فيما يخص هيكله رأسمالها أو عملية الإدماج، و كذا عملية إعادة شراء المؤسسة.
- و تجدر الإشارة إلى أنه يبقى من صلاحيات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة أن تحدد الاعتماد المقدم في عملية البورصة في جزء من النشاطات المذكورة أعلاه.

**2- المتعاملون في بورصة الجزائر**

- لقد أتاح المشرع الجزائري المجال لكل الأشخاص الطبيعيين و المستثمرين بصفة عامة لاستثمار أموالهم، حيث بإمكانهم تسيير محفظة أوراقهم المالية بشكل مباشر، كما يمكنهم أن يلجأوا إلى تسييرها بطريقة غير مباشرة، أي عن طريق هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- و لقد تم تحديد قواعد تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و تسييرها عن طريق الأمر 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 من خلال إنشاء هيئتين للتوظيف الجماعي هما: <sup>(2)</sup>
- شركة الاستثمار ذات رأس مال المتغير.
  - الصناديق المشتركة للتوظيف.

(1) القانون رقم 04/03 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93/10 الصادرة بتاريخ 19/02/2003.

(2) الأمر رقم 96/10، الصادرة بتاريخ 10/01/1996 و المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.



**2-1- شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير**

و التي تعتبر من شركات المساهمة حسب المشرع الجزائري، و تخضع لأحكام القانون التجاري وهدفها تسيير محفظة القيم المنقولة و سندات الدين القابلة للتداول، و قد حدد رأسمالها الأدنى بخمسة ملايين (5.000.000) دينار جزائري، و لا يمكن لها التزول عن نصف هذا الحد لمدة أربعة أشهر التي تلي تعليق إعادة شراء الأسهم.

و يمكن لشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير أن تصدر أسهم في كل وقت، و يعاد شراءها بناء على طلب أي مكتب أو مساهم بقيمة تصفوية، تضاف إليها أو تخصم منها نفقات و عمولات حسب الحالة، كما يمكن للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة أن تحدد بموجب لائحة وفق مقتضيات السوق، دورية هذه الأسهم و إعادة شراءها.

و قد تم اعتماد شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير رسميا بمقتضى مقرر رقم 98-10 المؤرخ في 31 مارس 1998 من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة لفائدة شركة الاستثمار المالي المكونة من البنك الوطني الجزائري، الشركة الجزائرية للتأمينات و بنك التنمية المحلية برأسمال مبلغه 120 مليون دينار جزائري.

و تجدر الإشارة بأنه حتى يتمكن قبول أسهم شركة الاستثمار ضمن تسعيرة بورصة القيم المنقولة ينبغي عليها أن تخضع للقواعد التي تحددها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و المتمثلة فيما يلي:

- أن لا تتضمن الأسهم التي تصدرها الشركة حق أفضلية الاكتتاب في زيادات رأس المال.

- لا تخضع التنازلات عن الأسهم إلى شرط موافقة المساهمين.

- يجب أن تكون الأسهم مسددة بالكامل عند الاكتتاب.

- يجب دفع المبالغ القابلة للتوزيع خلال ستة (06) أشهر كحد أقصى أجل بعد إقفال السنة المالية.

- يجب عليها تعليق عملية إعادة شراء الأسهم عندما يبلغ رأسمالها نصف المبلغ الأدنى المحدد.

**2-2- الصناديق المشتركة للتوظيف**

هذه الصناديق لا تتمتع بالشخصية المعنوية، بل هي مجرد ملكية مشتركة لقيم منقولة تصدر حصصها و يعاد شراؤها بناء على طلب حاملها، و تعتبر هذه الحصص قيما منقولة يمكن أن تكون موضوع قبول في البورصة حسب الشروط التي تحددها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و حدد رأسمال الصندوق بمليون دج كحد أدنى و لا يمكن التزول عنه.

- إن الهدف من اختيار هذه الأدوات هو السماح للمدخر المستثمر تحقيق السيولة و المردودية حيث يستفيد المستثمر من هيئات التوظيف الجماعي من تسيير أفضل لمحفظته، باعتبار أن هذه الهيئات تتضمن مختصين و مهنيين ذوي خبرة و كفاءة في تسيير أدوات الاستثمار، كما أن التسيير الجماعي للأوراق المالية قد يحقق امتيازات فعلية منها:
- تقديم أفضل إعلام و بأقل تكلفة، باعتبار أن جمع المعلومات يحمل في طياته تكاليف عالية لا يستطيع عادة المدخر الفرد أن يتحملها لوحده.
  - تقديم خبرة أكبر و مقدرة كبيرة على التنبؤ بالأحداث، و من ثم القيام برد فعل سريع.
  - تعتبر هذه الوسيلة كقناة لتوجيه المدخرات الفردية لاستثمارها في بورصة الجزائر.
  - الاستفادة من إعفاءات جبائية، حيث نص قانون المالية لسنة 2003 على إعفاء و لمدة خمس سنوات مداخيل السندات و الأوراق المالية المماثلة ذات أقدمية تساوي أو تفوق خمس سنوات مسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو متداولة في سوق منظم و كذا نواتج الأسهم أو حصص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

### المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة و آليات عمل بورصة الجزائر

- تتواجد في أي سوق للأوراق المالية مجموعة من النظم و الآليات التي تعمل على تسيير المعاملات فيها و تساهم من ثم في رفع مستوى كفاءة السوق.
- و بالرغم من حداثة سوق الأوراق المالية بالجزائر إلا أنه ينبغي دراسة مختلف النظم و الآليات التي تعمل بها هذه السوق، و هذا من خلال تناول المحاور التالية:
- الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر وطرق قيدها.
  - تداول و تسعير الأوراق المالية في بورصة الجزائر.
  - عرض وضعية المؤسسات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالجزائر.

### المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر و طرق قيدها

- لقد حدد المشرع الجزائري مجموعة من القيم المتداولة يمكن للشركات أن تصدرها و تداولها في سوق الأوراق المالية، كما حدد شروطا و إجراءات قيد هذه الأخيرة بالبورصة.

- و لتوضيح ذلك، سيتم تقسيم هذا المطلب إلى المحورين المواليين:
- أدوات الاستثمار المالي في بورصة الجزائر.
  - شروط و إجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

### 1- أدوات الاستثمار المالي في بورصة الجزائر

لقد ميز المشرع الجزائري بين ثلاثة أنواع من الأوراق المالية، و التي يمكن تداولها في بورصة الجزائر وهي: (1)

#### 1-1- الأسهم

لقد تضمن القانون التجاري الجزائري الأنواع الآتية من الأسهم:

- الأسهم العادية.
- أسهم التمتع.
- الأسهم ذات الأولوية في توزيعات الأرباح.
- الأسهم ذات الأذونات للاكتتاب في أسهم.
- السهم الخصوصي، حيث يتم إدخال هذا النوع من الأسهم في الجزائر بموجب المرسوم التنفيذي رقم 133-96 المحدد لشروط و كفاءات و ممارسة السهم الخصوصي، و الذي جاء في إطار تنظيم عملية خوصصة المؤسسات العمومية.

#### 1-2- السندات

من أهم أنواع السندات التي جاء بها القانون التجاري الجزائري ما يلي:

- سندات عادية.
- سندات الشركة.
- سندات ذات معدل ثابت.
- سندات ذات المعدل المتغير.

#### 1-3- أوراق مالية أخرى:

من بين الأوراق المالية الأخرى التي جاء بها القانون التجاري الجزائري ما يلي:

- شهادات الاستثمار.

(1) Prospectus D'information, Les valeurs mobilières, COSOB, Alger, 2004, p: 3.

- سندات المساهمة.

- سندات ذات قسيمة الاكتتاب في الأسهم.

## 2- شروط و إجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر

تخضع عملية قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر إلى جملة من الشروط، كما تخضع أيضا هذه الأوراق إلى مجموعة من الإجراءات.

و عليه، سيتم توضيح في هذا المحور ما يلي:

- شروط قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

- إجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

## 2-1-1- شروط قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر

حتى يتم قبول الأوراق المالية و تسجيلها في قيد بورصة الجزائر ينبغي على الشركة التي ترغب في ذلك أن تتوفر فيها جملة من الشروط العامة و الخاصة.

### 2-1-1-1- الشروط العامة (1)

تتمثل الشروط العامة الواجب توفرها في الشركات التي ترغب قيد أوراقها المالية في بورصة الجزائر

فيما يلي:

- أن تكون الشركة المصدرة للأوراق المالية شركة ذات أسهم طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري الجزائري.

- تقديم تقرير تقييمي لأصول الشركة يعده خبير مصنف من الخبراء المحاسبين الجزائريين، على أن يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة.

- إثبات وجود هيئة مراجعة داخلية، و يتطلب أن تكون هذه الهيئة موضوع تقدير و تقييم محافظ الحسابات في تقريره في شأن الرقابة الداخلية في الشركة.

- نشر قوائمها المالية المصادق عليها لثلاثة سنوات مالية سابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول، مع ضرورة تحقيق أرباح خلال السنة المالية التي سبقت سنة تقديم الطلب.

- تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

- ضرورة إعلام شركة تسيير البورصة عند القيام باستعمال معلومة مميزة أو خاصة من قبل أحد المساهمين بحوزته مراقبة المؤسسة على حساب غيره من المساهمين، حيث يكون من حق اللجنة الفصل في مثل هذه الحالة. (1)

## 2-1-2- الشروط الخاصة:

هناك شروط تتعلق بالأسهم و شروط أخرى متعلقة بالسندات. (2)

### 2-1-2-1- الشروط الخاصة بالأسهم:

تمثل الشروط الخاصة بقيد الأسهم في بورصة الجزائر في الآتي:

- ضرورة توزيع ما نسبته 20% على الأقل من رأس المال الإجمالي للشركة.
- أن تتوفر الشركة المصدرة على رأسمال لا يقل عن مائة مليون دينار جزائري محررة بالكامل عند الاكتتاب.
- توزيع الأسهم المعروضة للجمهور على عدد لا يقل عن ثلاثة مائة مساهم في أجل لا يتعدى يوم الإدخال.

### 2-2-1-2- الشروط الخاصة بالسندات:

- حيث يتم قبول السندات للتداول في بورصة الجزائر ينبغي توافر ما يلي:
- أن تعادل قيمة القرض مائة مليون دينار جزائري على الأقل يوم الإدخال.
- توزيع السندات موضوع طلب القبول على مئة مكتب على الأقل يوم الإدخال.
- قيم القروض المصدرة من قبل الدولة غير ملزمة بالحد الأدنى و لا بقيمة الإصدار و لا بعدد المكتتبين.

### 2-2- إجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر:

هناك عدة إجراءات يجب على الشركات إتباعها لقيد أوراقها المالية في بورصة الجزائر و تتمثل هذه الإجراءات في ما يلي:

### 2-2-1- تحضير عملية الإدخال في البورصة:

يتم التحضير لعملية الإدخال في البورصة من خلال ما يلي:

(1) محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص: 386.

(2) حوليات لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، رقم 1، 1998، ص: 23-

**2-2-1-1- اختيار الهيئة الاستشارية في عملية التحضير لدخول البورصة**

حيث يتطلب من الشركة اختيار هيئة استشارية تساعدتها أثناء فترة الدخول أو حتى بعدها و تتشكل هذه الهيئة من:

- وسيط في عملية البورصة بهدف المساعدة في تحضير ملف القبول و تقديم الاستشارات المالية اللازمة.
- بنك الإدخال من بين البنوك التجارية الجزائرية الوسيطة لدى البورصة.
- مكتب خبرة محاسبية يتولى تقييم أصول الشركة.
- محافظ حسابات.
- وكالة اتصال.

**2-2-1-2- التسليم الرسمي لملف الإدخال في القيد البورصة**

و هي الخطوة الثانية التي تقوم بها الشركة، حيث تقدم الشركة التي ترغب في الدخول ملفا كاملا إلى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و يتكون هذا الملف مما يلي:

- طلب قبول مرفق بملف يحتوي على توثيق عام حول الشركة و رأسمالها، بالإضافة إلى وثائق اقتصادية و مالية و قانونية.
- مشروع مذكرة إعلامية للتأشير عليها من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.
- تعيين وسيط في عمليات البورصة لمتابعة إجراءات الإدخال و القبول.

و ينبغي على الوسيط في عمليات البورصة أخذ طلب القبول و إشعار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنيته في تقديم طلب القبول، على أن يتم تقديمه في أجل لا يقل عن ستين (60) يوما قبل التاريخ المحدد للتسعيير في البورصة، و هو نفس الأجل الذي يمنح للجنة من أجل دراسة ملف القبول و التي يحق لها طلب تعديلات قبل منح تأشيرة القبول.

**2-2-2- استلام تأشيرة قبول الشركة في قيد البورصة**

يتم قبول الشركة بعد تحضير عملية الإدخال و استيفاء الملف لكل الشروط، و تحصل بذلك على تأشيرة القبول من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و بعدها تقوم الشركة المقبولة بإمضاء اتفاقية مع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، تلتزم من خلالها برعاية كافة القواعد و الإجراءات الموضوعية من قبل هذه الأخيرة، كما يتم وضع المذكرة الإعلامية المؤشر عليها في متناول المستثمرين بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة و الوسيط في عمليات البورصة المكلفين بالإدخال، علما أن قرار القبول هذا يتم نشره في النشرة الرسمية المصدرة من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

**2-2-3- تنظيم إجراءات إدخال الأوراق المالية في البورصة (1)**

بعد حصول الشركة على تأشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة بإدراج أوراقها في قيد البورصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتنظيم إجراءات الإدخال طبقا لأحكام المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، حيث تتولي إعلان ذلك في النشرة الرسمية المتعلقة بجدول التسعيرة مع التأكيد على إبراز المعلومات الآتية:

- هوية الشركة صاحبة الإصدار.
- الوسيط أو الوسطاء المكلفين بمتابعة إجراءات القبول و الإدخال.
- عدد الأوراق المالية مع تحديد طبيعتها و خصائصها.
- تبيان السعر المقرر من قبل المتدخلين.
- إبراز الإجراء الذي تم تقريره للتسعيرة الأولى.
- كل التوضيحات الأخرى الضرورية و اللازمة لإعلام الجمهور.

**2-2-4- إجراءات إدخال الأوراق المالية و عرضها على الجمهور**

يجب النظام العام الخاص ببورصة الجزائر العمل بثلاثة أنواع من الإجراءات التي يمكن أن تنتهج في عملية إدخال الأوراق المالية و هي: (2)

- العرض العمومي للبيع بسعر أدنى.
- العرض العمومي للبيع بسعر ثابت (محدد).
- الإجراء العادي.

**2-2-4-1- العرض العمومي للبيع بالسعر الأدنى**

و هو الإجراء الذي يتم بموجبه وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من الأوراق المالية بسعر أدنى يقبل به المتدخلون للتنازل عنها.

**2-2-4-2- العرض العمومي للبيع بسعر ثابت**

وهو الإجراء الذي بمقتضاه وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عددا معين من الأوراق المالية أو بيعها بسعر موحد و محدد سالفًا.

(1) Guide de l'admission, COSOB, Alger ; Novembre 1997, pp : 31-32.

(2) محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص: 389.

**2-2-4-3- الإجراء العادي**

و هو ذلك الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، عندما يكون رأس مال الشركة المعنية موزعا بشكل مرضي بين الجمهور، من القيام بتسجيل القيمة بشكل مباشر في جدول التسعيرة وذلك بغية التفاوض عليها وفق شروط التسعيرة المعلوم بها في السوق، انطلاقا من سعر إدخال مصادق عليه من قبل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة على أساس شروط السوق.

**المطلب الثاني: تداول وتسعير الأوراق المالية في بورصة الجزائر**

يتم تداول الأوراق المالية في بورصة الجزائر بموجب النظام اليدوي، كما يتم الاعتماد على العديد من أنواع الأوامر بالإضافة إلى اعتماد نظامين للتسعير. و لدراسة مختلف آليات تداول و تسعير الأوراق المالية في بورصة الجزائر، تم تقسيم هذا المطلب إلى المحاور التالية:

- أسلوب التداول في بورصة الجزائر.

- أوامر البورصة.

- نظام التسعيرة في البورصة.

- نظام المقاصة و التسوية.

**1- أسلوب التداول في بورصة الجزائر**

بورصة الجزائر عبارة عن سوق مركزي يسير عن طريق الأوامر، و في فتر انطلاقتها و حتى الآن لم تكن مقسمة بل كل الأوراق تتداول في سوق رسمي وحيد و المحصور في جناح من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، أين يلتقي الوسطاء لتنفيذ أوامرهم، كما أنه تم تحديد يوم الإثنين من كل أسبوع ليتم فيه التفاوض على الأوراق المالية، حيث يتولى ممثل إدارة البورصة تسجيل الجلسات البورصية.<sup>(1)</sup>

و ما يلاحظ على هذا النظام أنه نظام آلي يشمل على أنظمة متكاملة للتداول و المقاصة و التسوية والرقابة و الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركات المقيدة بالبورصة، و هذا ما هو معمول به في أغلب البورصات العالمية.

(1) أحمد بوراس، مرجع سابق، 2002، ص: 147.



**2- أوامر بورصة الجزائر<sup>(1)</sup>**

يعتبر الأمر تعليمة يعطيها العميل للوسيط في عمليات البورصة أو بمبادرة من هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط صناعة السوق، حيث ينبغي على كل أمر بورصة مقدم من طرف عميل الوسيط في البورصة أن يتضمن المعلومات الآتية:

- موضوع العملية (شراء أو بيع).

- اسم الورقة المالية المراد التفاوض عليها.

- مدة صلاحية الأمر بالتنفيذ مع الإشارة إلى حدود السعر.

و يمكن إعطاء أمر البورصة و تسليمه للوسيط في عمليات البورصة إما كتابة و ذلك وفق نموذج موضوع تحت تصرف العميل أو هاتفيا، حيث ينبغي في هذه الحالة تحديد ساعة و تاريخ المكاملة حين استلامه من قبل الوسيط في عمليات البورصة.

و في بورصة الجزائر تم الأخذ بثلاثة أنواع من أوامر البورصة و هي:

- الأمر بسعر السوق.

- الأمر بأحسن سعر.

- الأمر بالسعر المحدد.

و ما يلاحظ على هذه الأنواع أنها من أقدم و أبسط الأوامر، و العمل بها يراد منه تجنب كل التباس أو عدم التفاهم بين من يعطي الأوامر و الوسطاء في عمليات البورصة، خاصة و أن بورصة الجزائر حديثة النشأة.

**3- نظام التسعيرة في البورصة**

النظام العام لبورصة الجزائر يأخذ بنظامين للتسعير، هما المستمر والثابت، سواء كان يدويا أو آليا عن طريق الحاسوب، على أن يتم تحديد نوع وطريقة التسعيرة من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، وقد تم في مرحلة الإنطلاق تحديد السعر يدويا، ويرجع ذلك إلى انخفاض حجم الصفقات، كما تعد هذه الطريقة من الطرق المثلى بالنسبة لسوق ناشئة كبورصة الجزائر، غير أن هذه الطريقة ستتطور في

(1) محمد براق، مرجع سابق، ص: 391-392.

المستقبل بإرتفاع حجم الصفقات وتنتقل بذلك إلى نظام تحديد الأسعار مدعومة بأنظمة الحاسوب والإعلام الألي، خاصة مع إجراءات التفعيل المتخذة من طرف السلطات الوصية<sup>(1)</sup>

#### 4- نظام المقاصة والتسوية

يهدف نظام المقاصة والتسوية إلى نقل ملكية الاوراق المالية المباعة إلى مشتريها، بعد دفع المبالغ المستحقة من طرق الوسيط في عمليات البورصة للمشتري وتسليم الأوراق المالية من قبل الوسيط للبائع وتمثل المبادئ المتعلقة بالمقاصة والتسوية في الآتي:

- تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتنظيم ومراقبة عمليات المقاصة.
- تنتقل ملكية الاوراق المالية مباشرة بعد تنفيذ العملية.
- تسليم الأموال والتنازل على الأوراق المالية يجب أن يتم في أن واحد.
- تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بإعلام الوسطاء الماليين عن القاعدة التي يتم على أساسها تطبيق التسليم، وتحدد الموعد الذي تمت فيه العملية.
- ومؤدى النظام السابق أن المشتري للورقة المالية لا يحصل عليها إلا بعد أكثر من أسبوع من إجراء عملية الشراء، كما يحصل بائع الورقة على قيمتها أيضا بعد مرور أكثر من أسبوع ومن شأن ذلك أن يبطئ سرعة المعاملات، ويخض من سيولة السوق ومعدل دوران الأوراق المالية بإعتبار أن سرعة تسوية المعاملات تهيئ المناخ لسرعة إستجابة أسعار الأوراق المالية إلى المعلومات المتاحة والوصول بهذه الأسعار إلى قيمتها العادلة بشكل يسهم في رفع كفاءة السوق.
- وعليه فإن فترة تسوية المعاملات في بورصة الجزائر تعتبر طويلة نسبيا مقارنة بنظرتها في أسواق بعض الدول الاخرى، مثل الكويت التي تتم فيها تسوية المعاملات في ذات اليوم والسعودية وهونكونغ، حيث تتم التسوية في أسواق كل منها في اليوم الموالي، بينما تستغرق التسوية في كل من ماليزيا والولايات المتحدة الأمريكية ثلاثة أيام

(1) حفيز عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية وناهج تقسيمها-دراسة حالة بورصة الجزائر- مذكرة لنيل شهادة

### المطلب الثالث: تجربة المؤسسات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالجزائر

من بين الشركات التي تم اختيارها من طرف مجلس مساهمات الدول للخصوصية الجزئية عن طريق سوق الأوراق المالية نجد كل من مجمع صيدال و فندق الأوراسي و كذا مجمع الرياض سطيف و في هذا المطلب سنحاول دراسة تجربة كل مؤسسة في سوق الأوراق المالية بالجزائر كما يلي:

#### 1- سهم مجمع صيدال

##### 1-1- التطور التاريخي لمجمع صيدال

تم إنشاء المؤسسة الوطنية للمنتجات الصيدلانية في أفريل 1982، وفقا للمرسوم رقم 161-82، بعد الإصلاح الهيكلي للصيدلة المركزية الجزائرية، و في أفريل 1993 طرأت تحويلات على هياكل المؤسسة، مكنتها من المشاركة في العمليات الصناعية و التجارية المرتبطة بمدها الاجتماعي. و في أفريل 1997 اتجه مركب إنتاج الدواء بالمدينة إلى إنتاج المضادات الحيوية، و بالتالي أصبح ملكا للمؤسسة الوطنية للصناعات الكيماوية SNIC هذه الأخيرة التي تم الإعلان عن انتقالها إلى التسيير الذاتي في فيفري 1989 لتمهد السبل لظهور صيدال. لقد أصبحت الشركة القابضة للصيدلة الكيماوية منذ 1996 تمتلك نسبة 100% من رأسمال صيدال،<sup>(1)</sup> و في سنة 1997 تبنت المؤسسة برنامج إصلاحية انبثق عنه المجمع الصناعي في فيفري 1998.

و قد كان هدف صيدال التي عدت من بين المؤسسات الأولى المختارة لتتحول إلى شركة ذات أسهم، هو احتكار الإنتاج و توزيع الأدوية و المنتجات المشابهة، إضافة إلى تلبية احتياجات السوق المحلي. ففي 1998 حققت صيدال التي معدلات قياسية حيث سجل إنتاجها و مبيعاتها زيادة تقدر بـ 16%، 23% على التوالي مقارنة بسنة 1997، و من جهة أخرى و نظرا لجودة منتجاتها فقد حصلت صيدال على عقد من جمهورية العراق يخص إنتاج 2.250.000 وحدة بقيمة 1.223 مليار دولار، خلال السداسي الأول من سنة 1998.

أما في سنة 1999 عرفت صيدال زيادة في إنتاجها بنسبة 18% كما سجلت زيادة بنسبة 28% مقارنة مع السداسي الأول للسنة السابقة. إضافة إلى ذلك فقد طورت صيدال هدفها الاجتماعي في عمليات البحث الأساسية في مجال الطب الإنساني و البيطري.

(1) عبد القادر بوعزة، "التأثير الجبائي على اختيار تمويل المؤسسة" دراسة حالة مؤسسة صيدال، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2004، ص: 185.

## 1-2- دخول مؤسسة صيدال إلى البورصة

- لقد كان الهدف من دخول صيدال البورصة هو تطوير و تحسين سمعة المجمع في السوق الوطني والدولي، إضافة إلى محاولة إيجاد مصادر مالية جديدة لتمويل مشاريعها الاستثمارية. و بعد أن استوفى المجمع الشروط اللازمة لدخول إلى البورصة، و التي تشمل أساسا ما يلي:
- رأس مال اجتماعي أكثر من 10.000.000 دج.
  - فتح 20 % من رأس المال الاجتماعي.
  - تحقيق أرباح خلال سنوات متتالية السابقة لطلب الدخول.
- و قد مرت عملية دخول المجمع إلى البورصة بعدة مراحل و خطوات، نوجزها على النحو التالي:
- في 11 أبريل 1998: قدم مجمع صيدال طلب الدخول إلى البورصة، و قد تم الإمضاء على هذا الطلب من قبل لجنة مراقبة و تنظيم عمليات بورصة الجزائر COSOB.
  - في 18 أبريل 1998: تم التوقيع على اتفاقية ما بين المجمع و مكتب الدراسات العالمي Arthur Andersen، الهدف منها القيام هذا المكتب بتقييم مؤسسة صيدال حيث دامت مدة هذه الاتفاقية أربع أشهر.
  - في 18 جوان 1998 حصلت على ترخيص من المجلس الوطني لمساهمات الدولة يسمح لها بالخصوصية الجزئية، حيث قام المجمع بعدة عمليات منها: تعديل القانون الأساسي للمؤسسة، تحضير الوثائق اللازمة لعملية الدخول الفعلي.
  - في 22 جوان عقدت جمعية عامة استثنائية للمجمع، تم من خلالها فتح 20% من رأس ماله من أجل الدخول في البورصة، كما تم تعيين وسيط لعملية الدخول.
  - حصل مجمع صيدال على تأشيرة الدخول رقم 98-04 المؤرخة في 24 ديسمبر 1998 من قبل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، و من ثم انتقلت مهام تسيير عملية العرض العمومي للبيع إلى شركة تسيير بورصة القيم المتداولة SGBV.

## 1-3- العرض العمومي للبيع و إجراءات التمويل بواسطة 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، و بسعر معلوم تم تحديده مسبقا.
- حددت قيمة العرض العمومي للبيع ب 20% من رأس المال الاجتماعي للمجمع، أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2.000.000 سهم، أما رأس المال المتبقي 80% فتبقى ملكا للمجمع.

و تم تحديد سعر إصدار السهم ب 800 دج خلال فترة إكتتاب ابتداء من 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 ماس 1999. و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:

**الجدول رقم(02) : نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال.**

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

أما عن تطور تداول أسهم مجمع صيدال في بورصة الجزائر فيمكن إبرازه من خلال الجدول التالي:

**جدول رقم(03) : تطور أسعار أسهم مجمع صيدال من 20-09-1999 إلى 26-12-2005**

التاريخ	أسعار مجمع صيدال دينار جزائري
99-09-20	825
99-09-27	825
99-10-11	825
99-10-18	825
99-11-08	820
99-11-15	800
99-12-20	800
99-12-27	765
00-03-06	800
00-03-27	800
00-04-03	800
00-04-24	800
00-11-06	735
00-11-27	0
00-12-04	0
00-12-25	780
01-03-05	0
01-03-26	770

0	01-04-02
0	01-04-30
645	01-11-05
0	01-11-26
0	01-12-03
585	01-12-31
00	02-03-04
560	02-03-25
00	02-04-01
490	02-04-24
370	02-11-04
410	02-11-25
405	02-12-02
430	02-12-30
425	03-03-03
450	03-03-31
00	03-04-02
470	03-04-28
00	03-11-03
00	03-11-24
380	03-12-01
0	03-12-31
0	04-03-01
0	04-03-22
0	04-04-05
360	04-04-26
345	04-11-02
345	04-11-22
0	04-12-01
345	04-12-20
0	05-03-07
345	05-03-28
0	05-04-11
350	05-04-25
0	05-11-07
350	05-11-28
350	05-12-05
360	05-12-26

Source : [www.cosob.org/archives](http://www.cosob.org/archives) le 26-07-2007

من خلال قراءة معطيات الجدول أعلاه، نلاحظ أنه بعد مرور لأكثر من ثلاث سنوات على دخول الجمع إلى البورصة، فإن أسعار أسهمه لا تزال تعرف عدة تغيرات و تذبذبات خلال الحصص البورصية و كما هو مبين في الشكل أعلاه، فقد ارتفعت أسعار الأسهم إلى 825 دينار جزائري منذ أول تسعير في البورصة بتاريخ 20-09-1999 نظرا لأن لإقبال المستثمرين على شراء الأسهم بهدف الاستفادة من توزيع الأرباح السنوية على حملة الأسهم، لكن سرعان ما أخذت أسعار الأسهم في التذبذب تارة و الارتفاع تارة و الثبات تارة أخرى ابتداء من 08-11-1999 حتى نهاية عام 2005، و هذا راجع إلى تباين مستويات الطلب على أسهم الجمع هذا لكون معظم المستثمرين لديهم الرغبة في المضاربة في السوق بل إن همهم الوحيد هو الاحتفاظ بتلك الأسهم في انتظار التوزيعات بل وصل الأمر أن بعض الحصص البورصية لم تشهد أي معاملة على أسهم الجمع كالحصة المنعقدة يوم 04-03-2002. وبالتالي لم يكن هناك أي سعر إقبال لسهم مجمع صيدال.

## 2- سهم رياض سطيف

### 2-1- التطور التاريخي لمجمع رياض سطيف

أنشأت مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب و مشتقاتها بسطيف Eriad-Setif في 01 جانفي 1983<sup>(1)</sup>، وذلك بموجب المرسوم رقم 82-376 المؤرخ في 27 نوفمبر 1982، بعد إعادة هيكلة الشركة الوطنية للمسامد، و المطاحن و العجائن الغذائية و الكسكس SNSMPC التي انقسمت إلى خمس مؤسسات و هي الرياض الجزائر، الرياض قسنطينة، الرياض تيارت، الرياض سطيف، الرياض سيدي بلعباس.

و دخلت رياض سطيف مرحلة الاستقلالية بتاريخ 15 مارس 1988 و تحولت بعد ذلك إلى مؤسسة عمومية اقتصادية في شكل شركة مساهمة بتاريخ 02 أفريل 1990 لمدة أقصاها 99 سنة.<sup>(1)</sup> و قد حدد رأس مال الشركة عند تأسيسها سنة 1983 ب 100.000.000 دينار جزائري مقسم إلى ألف سهم اسمي بقيمة 100.000 دينار جزائري للسهم موزعة على صناديق المساهمة. و في 03 مارس 1993 تم رفع رأسمالها إلى 550.000.000 دينار جزائري. أما في 08 جانفي 1994 تم

(1) أمغار سمير، "نجاحة تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية عن طريق البورصة دراسة حالة مؤسسة الرياض سطيف"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص نقود و مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 2001-2002، ص: 142.

رفع رأسمال الشركة إلى 850.000.000 دينار جزائري مقسم على 8500 سهم بقيمة 100.000 دينار جزائري للسهم الواحد موزعة على صناديق المساهمة التالية:

جدول رقم(04) : عدد أسهم الصناديق المساهمة في Eriad-Setif ونسبتها

صندوق المساهمة	عدد الأسهم	النسبة %
الصناعات الزراعية و الغذائية	5825	68.53
الصناعات المختلفة	1357	16.18
المنجم و المحروقات و المياه	1100	12.94
الخدمات	200	2.35
المجموع	8500	100

Source : Dossier Admission en bourse des titres D'ERIOD-SETIF/SPA, Eriad Setif/spa ; 28 juin 1999, p 01.

و في ماي 1994 تم تحويل رأس مال الشركة كليا لفائدة صندوق المساهمة للصناعات الزراعية والغذائية. و في 18 أفريل 1997 و بموجب الأمر رقم 95-25 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة، تم تحويل الأسهم كليا لفائدة الشركة القابضة العمومية الزراعية الغذائية الأساسية. و في 29 أفريل 1998 ارتفع رأس مال الشركة من 850.000.000 دج إلى 4000.000.000 دج.

## 2-2- دخول مجمع Eriad-Setif البورصة:

قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة في جلسته المنعقدة بتاريخ 25 أفريل 1998 إدخال الشركة العمومية الاقتصادية eriad-stif بسوق الأوراق المالية لوضعيتها المالية الإيجابية، و في 29 أفريل 1998 حددت الجمعية العامة غير العادية لمؤسسة Eriad-Setif الإطار العام لزيادة رأس المال عن طريق اللجوء العلني للإدخار برفع رأسمالها من 4.000.000.000 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 الإصدار ب 23000 دج خلال فترة الاكتتاب التي امتدت من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998.

و قد جاءت نتائج هذا العرض على النحو التالي:



**الجدول رقم 05: نتائج اللجوء العلني للادخار لأسهم مجمع Eriad-Setif**

الفئات	عدد المكتتبين	عدد الأسهم
الأشخاص المعنويين الخواص	68	63082
الأشخاص الطبيعيين	5106	395844
المؤسسات المالية	06	541074
المجموع	5180	1000000

Source : Synthèse de l'opération appel public a l'épargne, Eriad-Setif, 1999.

و يمكن إبراز تطور أسعار أسهم إرياض سطيف عبر حصص التداول من خلال الجدول التالي:  
**جدول رقم (06) : تطور أسعار أسهم مجمع Eriad-Setif من 20-09-1999 إلى 26-12-2005**

التاريخ	أسعار أسهم مجمع Eriad-Setif دينار جزائري
99-09-20	2340
99-09-27	2340
99-10-11	2340
99-10-18	2340
99-11-08	2300
99-11-15	2300
99-12-20	2305
99-12-27	2305
00-03-06	2305
00-03-27	2300
00-04-03	2305
00-04-24	2300
00-11-06	2290
00-11-27	2300
00-12-04	2300
00-12-25	2295
01-03-05	2290
01-03-26	2285
01-04-02	2285
01-04-30	00
01-11-05	00
01-11-26	00
01-12-03	1560

1635	01-12-31
00	02-03-04
1440	02-03-25
00	02-04-01
00	02-04-24
00	02-11-04
00	02-11-25
00	02-12-02
00	02-12-30
1045	03-03-03
00	03-03-31
00	03-04-02
00	03-04-28
00	03-11-03
950	03-11-24
970	03-12-01
00	03-12-31
00	04-03-01
1000	04-03-22
1000	04-04-05
00	04-04-26
00	04-11-02
00	04-11-22
00	04-12-01
1000	04-12-20
00	05-03-07
00	05-03-28
00	05-04-11
00	05-04-25
00	05-11-07
00	05-11-28
200	05-12-05
00	05-12-26

Source : [www.cosob.org/archives](http://www.cosob.org/archives) le 26-07-2007

نلاحظ أن أسعار أسهم مجمع **Eriad-Setif** شهدت تقلبات بعد مرور عدة سنوات على تسعير سهم **Eriad-Setif** في البورصة، فقد ارتفعت أسعار الأسهم إلى 2340 دينار جزائري منذ أول تسعير في البورصة بتاريخ 13-09-1999 نظرا لإقبال المستثمرين على شراء أسهم المجمع على أمل الحصول

على الأرباح السنوية التي يتم توزيعها على حملة الأسهم، غير أن هذا الارتفاع لم يستمر إذ أخذت أسعار الأسهم في الانخفاض إلى أن بلغت أدنى مستوى لها في حدود 200 دينار جزائري و هذا خلال الحصة البورصية المنعقدة بتاريخ 05-12-2005، و يرجع ذلك إلى نوعية المستثمرين في سوق الأوراق المالية بالجزائر إذ أن أغلبهم ليس لديهم الرغبة في المضاربة في السوق و الاستفادة من فارق الأسعار بل إن غايتهم من الاستثمار في البورصة هي الاستفادة من الأرباح السنوية، لذا نجد أن هناك العديد من الحصص البورصية التي لم تشهد أي تعامل على أسهم المجمع مما أدى إلى انخفاض سعره. كما تم الإشارة إلى رياض سطيف التي انسحبت من البورصة.

### 3- سهم فندق الأوراسي:

#### 3-1- التطور التاريخي:

تم إنشاء فندق الأوراسي سنة 1975 و صنف بدرجة خمس نجوم، و أوكلت مهمة تسييره إلى شركة سوناتور SOUNATOUR إلى غاية 1977، ليصبح بعدها تابعا لشركة ألتور ALTOUR و كلف الديوان الوطني للملتقيات و المؤتمرات ONCC بمهمة تسييره و ذلك في سنة 1979، ليخضع هذا الفندق بعدها إعادة هيكلة عضوية عام 1983، أين تحول إلى مؤسسة اشتراكية، و في سنة 1991 تحول إلى مؤسسة اقتصادية، شكلها القانوني شركة ذات أسهم رأس مالها الاجتماعي 400 مليون دينار مقسم إلى 400 سهم مملوكة من طرف صناديق المساهمة.

#### 3-2- دخول فندق الأوراسي للبورصة

بمقتضى المرسوم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، تم تحويل ملكية الفندق إلى الشركة القابضة للخدمات، قد تم اتخاذ قرار إدخال جزء من رأسمال الفندق إلى البورصة بنسبة 20% من رأسماله الاجتماعي أي ما يقدر بحوالي 1200000 سهم، تنفيذًا لقرار مجلس مساهمة الدولة في دورته المنعقدة بتاريخ 21-12-1998 الذي اختار مؤسسة تسيير فندق الأوراسي من بين المؤسسات العمومية المراد فتح رأس مالها في إطار عملية الخصخصة. (1)

و تمت عملية العرض العمومي للبيع خلال الفترة الممتدة من 15 جوان 1999 إلى غاية 18 جويلية 1999 بقيمة 400 دج جزائري للسهم. و قد أسفرت عملية الإصدار عن النتائج التالية:

(1) [http://www.el-aurassi.com/index\\_ar.htm](http://www.el-aurassi.com/index_ar.htm) date de consultation: 21-07-2007.

## الجدول رقم(07) : نتائج العرض العمومي لأسهم فندق الأوراسي

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
15	180000	المؤسسات المالية
20	240000	الأشخاص المعنويين
05	60000	عمال فندق الأوراسي
60	720000	الأشخاص الطبيعيين
100	1200000	المجموع

Source : Bulletin Officiel de la Cote, N 16-99, Algérie, septembre 1999.

و يمكن إبراز تطور أسعار أسهم فندق الأوراسي عبر حصص التداول من خلال الجدول التالي:

جدول رقم(08) : تطور أسعار أسهم فندق الأوراسي من 06-03-2000 إلى 26-12-2005

التاريخ	أسعار أسهم فندق الأوراسي دينار جزائري
00-03-06	400
00-03-27	405
00-04-03	400
00-04-24	400
00-11-06	385
00-11-27	375
00-12-04	375
00-12-25	370
01-03-05	350
01-03-26	365
01-04-02	365
01-04-30	380
01-11-05	280
01-11-26	260
01-12-03	260
01-12-31	270
02-03-04	255
02-03-25	265
02-04-01	275
02-04-24	265

210	02-11-04
210	02-11-25
215	02-12-02
240	02-12-30
00	03-03-03
260	03-03-31
00	03-04-02
260	03-04-28
260	03-11-03
00	03-11-24
260	03-12-01
00	03-12-31
00	04-03-01
270	04-03-22
270	04-04-05
270	04-04-26
00	04-11-02
270	04-11-22
00	04-12-01
275	04-12-20
00	05-03-07
00	05-03-28
270	05-04-11
270	05-04-25
300	05-11-07
300	05-11-28
300	05-12-05
300	05-12-26

Source : [www.cosob.org/archives](http://www.cosob.org/archives) le 26-07-2007

بتاريخ 06-03-2000 تم تسعير سهم فندق الأوراسي على أساس سعر مبدئي قدره 400 دج ولكن منذ ذلك التاريخ شهد سعر سهم فندق الأوراسي تذبذبا، إذ في بادئ الأمر ارتفع إلى 405 دج حتى 17-04-2000 أي بزيادة ضئيلة قدرها 1.25%، و لكن بعد هذا التاريخ أخذت أسعار أسهم الفندق في الانخفاض التدريجي إلى أن وصل سعر السهم إلى 210 دج بنسبة انخفاض قدرها 47.5% 25-11-2002. و بعدها شهد السهم استقرار نوعا تارة في حدود 260 دج خلال عام 2003 و تارة أخرى في حدود 270 دج و هذا خلال عام 2004 إلى نهاية عام 2005 أين ارتفع

سعره 300 دج. و يرجع هذا التقلب في أسعار أسهم الأوراسي إلى نفس الأسباب السابقة التي تطرقنا إليها في تحليلنا لتطور أسعار كل من سهمي صيدال و Eriad-Setif.

### المبحث الثالث: عراقيل و آفاق سوق الأوراق المالية بالجزائر

إنه من المفيد إبراز الهدف من وجود سوق الأوراق المالية في أي بلد عموما، و في الجزائر على الخصوص، كما أن الكشف عن العديد من العراقيل التي أعاقت تطور السوق و تنميتها يساهم في اقتراح لسبل تفعيلها، و من ثم تحقيق الهدف الذي أنشأت من أجله سوق الأوراق المالية.

و لتوضيح ذلك تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

– الهدف المنتظر من سوق الأوراق المالية بالجزائر.

– عراقيل تتعلق بأنظمة وأليات عمل سوق الأوراق المالية.

– أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر.

### المطلب الأول: الهدف المنتظر من سوق الأوراق المالية بالجزائر

يعتبر إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر متطلبا أساسيا لبرنامج الإصلاح الاقتصادي بعد تنفيذ العديد من الإصلاحات الاقتصادية و المالية و الهيكلية، هدفها تحقيق الاستقرار الاقتصادي و مناخ الاستثمار و العمل على زيادة دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية، باعتبار أن أسواق الأوراق المالية تعد مصدرا تمويليا لمشروعات القطاع الخاص.

و بالنظر إلى محدودية القطاع المصرفي في جذب المدخرات و تمويل التنمية الاقتصادية أدى بالجزائر إلى إنشاء سوق الأوراق المالية التي يراد منها القيام بالدور الموالي: <sup>(1)</sup>

– تشجيع و تعزيز مستوى و معدل عملية الادخار و الاستثمار في الاقتصاد الوطني، من خلال ما تسمح به السوق من زيادة السيولة و الوساطة و تنويع مصادر التمويل، و تسهيل التقاء رؤوس الأموال الباحثة عن فرص للاستثمار بالطلب عليها من قبل رجال الأعمال و المستثمرين و القطاع الحكومي وهو ما يوفر مصدر لتمويل الاستثمارات التي يحتاجها قطاع الأعمال عبر إصدارهم للأسهم و السندات، و تحسين إدارة الشركات باعتبار أن أسواق الأوراق المالية تمثل سلطة رقابية على كفاءة الشركات التي

(1) M, Dif, « Mise en place du marché financier en Algérie », Media Banque, Revue interne de la banque d'Algérie, N30, juillet 1997, pp 16-17.

يجري تداول أوراق مالية في السوق، و بالتالي فإن هذه الأخيرة، تعتبر أداة لتقويم الشركات والمشروعات الاستثمارية.

- تمثل سوق الأوراق المالية عاملا هاما لنجاح برنامج الخوصصة في الاقتصاد الوطني أي نقل الملكية لبعض المؤسسات العمومية إلى القطاع الخاص، و لا شك أن غياب هذه السوق ستحول دون التقييم الصحيح و الحقيقي للأصول و من نجاح تنفيذ البرنامج وتحقيق أهدافه.

- توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار، مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجود هذه الاستثمارات و بالأشكال التي تناسبهم، بالإضافة إلى تشجيع صغار المدخرين على الادخار و الذين لا يستطيعون إقامة المشاريع الاستثمارية لعدد من الأسباب، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات فضلا عن عدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة و المجدية، و بالتالي فإن الأفراد الذين لا يستطيعون إقامة مشاريع استثمارية يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، الأمر الذي ينعكس في تكوين أو زيادة رؤوس الأموال للشركات و المؤسسات الاستثمارية، و بالتالي زيادة معدل نمو الاستثمار و زيادة معدلات التشغيل و من ثم زيادة معدل النمو الاقتصادي.

- تعمل السوق على خلق الشعور بالطمأنينة لدى المستثمرين المحليين و الأجانب في مصداقية توجه الدولة و جديتها في الأخذ بنظام السوق، و هو الأمر الذي يحسن المناخ الاستثماري العام، و يحفز من عملية تدفق رؤوس الأموال الخارجية و عودة رؤوس الأموال الجزائرية من الخارج.

- الحد من معدلات نمو التضخم في الاقتصادي الوطني، حيث يساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد و المؤسسات، و بالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية و اتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك، و من ثم المساهمة في زيادة فعالية السياسات النقدية و المالية و رفع كفاءتها في تحقيق أهدافها و رفع الوعي الادخاري و الاستثماري في المجتمع الجزائري.

- الاستفادة من التطورات المالية و الاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي، عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية و جذب الاستثمارات الأجنبية، و توطيد التكنولوجيا و ما يصاحبها من ظهور و إنشاء أدوات مالية و استثمارية بصورة مستمرة و توسيع قاعدة عرض الأدوات المالية التي تتيح خيارات من المخاطر و الأرباح، الأمر الذي يزيد من القدرة على تجميع المدخرات، و من ثم زيادة الاستثمارات.

- توفر البورصة مؤشرا يوميا عن ظروف الاستثمار و اتجاهاته و هو مؤشر يعكس قوة الاقتصاد الوطني أو ضعفه، كما أنه يعكس مستوى الأداء للقطاعات الاقتصادية و كذلك الأداء المالي للشركات الاستثمارية.

و في الأخير يمكن القول أن تجسيد الدور الذي أنشأت من أجله بورصة الجزائر، إعترضته عدة عراقيل حالت دون تحقيق الأهداف الموجودة منها و هذا ما سيتم تناوله في المطلب الموالي.

### المطلب الثاني: عراقيل سوق الأوراق المالية بالجزائر

لإنشاء بورصة قيم متداولة فعالة و ناجحة، تتماشى و المتطلبات الاقتصادية المعاصرة، ينبغي توافر جملة من الشروط الأساسية حتى تتمكن من تحقيق متطلبات التنمية المستدامة.

و بورصة القيم المتداولة في الجزائر باعتبارها بورصة ناشئة، واجهت و لازلت تواجهها مجموعة من العراقيل حالت دون تحقيقها للأهداف التي أنشأت من أجلها.

و من بين أهم العراقيل نجد:

- عراقيل تتعلق بأنظمة و آليات عمل سوق الأوراق المالية.

- عراقيل تتعلق بالمحيط البورصي.

### 1-1- عراقيل تتعلق بأنظمة و آليات عمل سوق الأوراق المالية

من بين أهم المعوقات المتعلقة بأنظمة و آليات عمل سوق الأوراق المالية ما يلي:

- قصور الإطار التشريعي و التنظيمي.

- ضعف الكفاءة المعلوماتية للبورصة.

- محدودية الأوراق المالية المعروضة.

- ضيق السوق و تقلبات الأسعار.

### 1-1- قصور الإطار التشريعي و التنظيمي

يتطلب إنشاء سوق تداول الأوراق المالية توافر البيئة التشريعية و قانونية ملائمة، و التي تتمثل في مجموعة التشريعات و القوانين و الأنظمة و التعليمات التي تضبط نشاط إصدار و تداول الأوراق المالية كما يرتبط الإطار القانوني للسوق بطبيعة آليات و إجراءات النظام القضائي في حل مشكلة المنازعات أو حماية حقوق المستثمرين و المتعاملين في السوق من أساليب الغش أو احتكار المضاربين و تلاعبهم



بممارسات غير قانونية في عمليات البيع و الشراء للأوراق المالية تؤدي إلى افتعال المخاطر على مستوى البورصة. (1)

و بوجه عام ترتبط درجة ملائمة البنية التشريعية و التنظيمية بعاملين هما:

- مدى توافر الانسجام و التناسق بين مواد و أحكام هذه القوانين فيما يتعلق بالجوانب المختلفة لعمليات إصدار و تداول و استثمار الأوراق المالية.
- عامل التوازن و التكامل بين الدور الرقابي و الدور التنموي لهذه التشريعات.

و انطلاقا من هذا، إن القوانين ينبغي أن تساعد في تنظيم السوق و تطوره، بما يمكن من تحقيق الفعالية و تعزيز الثقة في التعامل مع البورصة.

و الواقع أن الجزائر ما زالت تعمل على إكمال البنية التشريعية للبورصة، و دليل ذلك عدم توقف المراسيم عند صدور مثل المرسوم التشريعي رقم 03-04 الذي صدر بتاريخ 17 فيفري 2003، وهذا المعالجة بعض النقائص التي لوحظت على بورصة الجزائر بعد أربعة سنوات من النشاط.

وما يلاحظ أيضا على البيئة التشريعية ببورصة الجزائر هو عدم وضوح القوانين و قصورها في الجوانب التالية:

- القوانين المتعلقة بشروط دخول المستثمرين الأجانب في سوق رؤوس الأموال الجزائرية.
- القوانين المتعلقة بتحويل توزيعات الأرباح و الفوائد المتحصل عليها و الناتجة عن الاستثمار في الأوراق المالية.
- القوانين المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين و المتعاملين في البورصة.

و يبدو جليا أن الدولة تسعى في الوقت الحاضر إلى تنفيذ إصلاحات تشريعية و إصدار عدد من القوانين التي تستهدف تحسين مناخ الاستثمار في الجزائر و إيجاد قوانين خاصة بسوق الأوراق المالية.

## 1-2- ضعف كفاءة المعلوماتية

يعاني جهاز المعلومات في هذه السوق من قلة مصادر المعلومات، إضافة إلى صعوبة الوصول إلى المعلومات المتعلقة بالمؤسسات المدرجة في البورصة وكذا تطور الأسعار، بالإضافة إلى مدى مصداقية المعلومة التي يتم الحصول عليها من التقارير السنوية الخاصة بالمؤسسات، و هذا ما يدل على عدم شفافية و كفاءة المعلومات في بورصة الجزائر.

(1) محمد براق، "السوق المالية و دورها في تمويل التنمية في الوطن العربي"، بحوث أوراق عمل المنتدى الدولي حول التكامل الاقتصادي العربي، المنعقد بجامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 8 و 9 ماي 2004، ص: 612.

- و عليه فإن نظام المعلومات لسوق الأوراق المالية يعاني من قصور في المجالات التالية: (1)
- عدم وجود دراسات و إحصائيات دقيقة عن تطور أسعار الأوراق المالية في بورصة الجزائر.
  - عدم وجود سماسرة و صناع السوق يتعاملون في مجال بيع و شراء الأوراق المالية.
  - عدم وجود رقابة و إفصاح مالي دقيق عن شركات المساهمة و قصور في مهنة تدقيق الحسابات.
  - عدم وجود إطرارات مدربة لموظفي البورصة للعمل كوسطاء و سماسرة في هذا المجال.
  - البطء الكبير في تسوية الصفقات، حيث يستغرق إنهاء الصفقة ثلاثين يوما، بينما المعايير المعمول بها دوليا لا تتعدى ثلاث أيام.
  - عدم وجود أسعار معلنة و واضحة عن الأسهم المتعامل بها بين المواطنين، إضافة إلى غياب الإعلام المتخصص في مواضيع سوق الأوراق المالية.
- و من خلال ما سبق، يتضح أن رفع الكفاءة المعلوماتية للبورصة يتطلب القيام بدراسات معمقة من جميع الجوانب و التي قد تقود إلى نتائج تعالج القصور المتعلق بتسيير أنشطة و تداول الأوراق المالية في البورصة.

### 1-3- محدودية الأوراق المالية المعروضة

- نعلم أنه من الأسباب الرئيسية لنجاح أي بورصة في العالم هو عرض تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية، مما يساعد المستثمرين في اختيار الأفضل منها.
- و بالنسبة لبورصة الجزائر، فإن المرسوم التشريعي رقم 91-170 حدد أنواع الأوراق المالية التي يمكن إصدارها من قبل شركات المساهمة و هي 12 نوعا كما سبق تبيانه في المبحث السابق إلا أنه يتم تداول في بورصة الجزائر إلا نوع واحد من الأسهم و هي الأسهم العادية، و ذلك بعد خروج القرض السندي لسوناطراك من جدول التسعيرة.
- و بالإضافة إلى عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة فإن حيازة ما تم إصداره من طرف الأعوان الاقتصاديين محدد بسقف معين لا يمكن تجاوزه، لبقى امتلاك الحصة الأكبر من الأوراق المالية للدولة وهياتها.

(1) محمد براق، مرجع سابق، ماي 2004، ص: 612.

و بالإضافة غلة عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة فإن حيازة ما تم إصداره من طرف الأعوان الاقتصاديين محدد بسقف معين لا يمكن تجاوزه، ليبقى امتلاك الحصة الأكبر من الأوراق المالية للدولة وهيئتها.

وعليه، فإن محدودية الأوراق المالية المعروضة يمكن إرجاعه لأحد الأسباب الآتية:

- اقتصار دخول المؤسسات إلى البورصة على مؤسسات عمومية و فتح رأسمالها في حدود نسبة 20% من رأسمالها الاجتماعي، مما يبين غياب كلي للقطاع الخاص الذي يمكن له أن يساهم بشكل فعال في تفعيل بورصة الجزائر.
- انفراد المؤسسات الجزائرية بحصة الأسد من الأسهم التي يتم الاكتتاب فيها، و هذا يعتبر نوع من الاحتكار الذي يتنافى و قواعد اقتصاد السوق.
- بطء عملية خوصصة المؤسسات العمومية خاصة الناجعة منها، و التي يمكن أن تساهم في زيادة عرض الأوراق المالية و تنوعها.
- عزوف بعض المؤسسات العمومية الناجعة عن الدخول إلى البورصة لأسباب مجهولة، مثل مؤسسة بريد الجزائر و مؤسسة اتصالات الجزائر اللتان تتوفران على الشروط القانونية لإدراجهما في البورصة.

#### 1-4- ضيق السوق و تقلبات الأسعار

يظهر ضيق السوق الأوراق المالية بالجزائر من خلال محدودية العرض و نقص الطلب على الأوراق المالية، و هو ما يتم توضيحه من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم(09) : العرض و الطلب على الأوراق المالية في بورصة الجزائر في عامها الأول

(من سبتمبر 1999 إلى سبتمبر 2000)

(وحدة القياس: ورقة مالية)

السندات	الأسهم			البيان / السنوات
	الأوراسي	صيدال	الرياض	
سوناطراك	125628	756467	913211	العرض
4036	53968	168017	72419	الطلب
5631	2.327	4.5	2.926	العرض/الطلب
0.7167				

المصدر: محفوظ جبار، "بورصة الجزائر بعد عام من النشاط"، الندوة الأولى حول دور البورصة في الاقتصاد الوطني - دراسة تقييمية لتجارب الأسواق الناشئة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف،

فمن الجدول السابق يتضح لنا جليا مدى حجم الركود الذي شهدته بورصة الجزائر بسبب الاختلال الكبير بين العرض و الطلب، حيث يتبين ذلك من خلال ما يلي:

- أن العرض الخاص بمؤسسة رياض السطيف و مؤسسة الأوراسي يمثل 2.926 و 2.327 مرة على التوالي من الطلب، بينما العرض الخاص بسهم مجمع صيدال شكل 4.5 مرة من الطلب، و هو الشيء الذي جعل أسهم هذه المؤسسات تباشر في الانخفاض بعد فترة زمنية قصيرة.

- القرض السندي لسوناطراك حقق نتائج إيجابية من حيث الطلب عليه، و ذلك راجع إلى ارتفاع معدل عائدها و المقدر بنسبة 13%، و عليه فإنه يمكن إرجاء أسباب ضيق سوق الأوراق المالية في الجزائر إلى الأسباب التالية:

- نقص عدد الشركات المقيدة في بورصة الجزائر، مما أدى إلى تقليص فرص الاستثمارية و نقص كبير في أحجام التداول.

- سيطرة مؤسسات مساهمات الدولة على نسبة كبيرة من الأسهم، و التي تقدر بنسبة 80% من رأس مال كل شركة، كما أنه لا يسمح بتداول هذه الأسهم في البورصة مما جعل هذه الأوراق خاملة.

- انخفاض معدل العائد الذي تحققه الشركات المدرجة في البورصة، بسبب ضعف النتائج و الأرباح التي تحققها.

- غياب الاستثمار الأجنبي في مجال الأوراق المالية، الشيء الذي أدى إلى عدم تطوير سوق الأوراق المالية، و من ثم الاستفادة من تجارب الأسواق المتقدمة.

## 2- عراقيل مرتبطة بالمحيط البورصي

من بين أهم المعوقات المتعلقة بالمحيط البورصي، و التي حالت دون تفعيل سير و عمل بورصة الجزائر ما يلي:

- عراقيل اقتصادية.

- عراقيل اجتماعية و سياسية.

## 2-1- عراقيل اقتصادية

يمكن إبراز أهم المعوقات الاقتصادية لبورصة الجزائر في الآتي:

**2-1-1- هيمنة القطاع العام و عدم نجاعة مؤسساته<sup>(1)</sup>**

- يمثل القطاع العام المؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع استثمارات المؤسسات الجزائرية وأهم ما يتميز به هذا القطاع ما يلي:
- غياب الأداء الإنتاجي مع طاقة إنتاجية لا تتعدى 50% في أحسن الحالات و يد عاملة غير مؤهلة.
  - دخل الموظفين غير المتناسب مع الإنتاجية و نظام تحفيز الأجور غير الفعال مع إضفاء الطابع الاجتماعي على سياسة التوظيف.
  - عدم خضوع تعيين مسيري المؤسسات العمومية إلى شروط موضوعية اقتصادية بل يخضع لاعتبارات غير اقتصادية منها الولاء...إلخ.
  - أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن الشيء الذي يحول دون إمكانية إدراج هذه المؤسسات في البورصة باعتبار أن من بين شروط دخول المؤسسات العمومية و تطهيرها و تحويلها إلى شركات ذات أسهم قبل قيدها في البورصة و هذا من شأنه أن يرفع من عدد الشركات في البورصة، و يبعث فيها ديناميكية و حركية جديدة.

**2-1-2- التضخم و معدل الفائدة**

- لقد تطور معدل التضخم في الجزائر بصورة إيجابية حيث وصل إلى 6% في سنة 2002، لكن استمرار الاقتصاد الجزائري في اعتماده على قطاع المحروقات من شأنه أن يؤثر على التوازن الاقتصادي على المستوى الكلي في حالة تدهور أسعار المحروقات.
- و يعتبر التضخم محدد كبير لعملية الاستثمار، فقد يؤدي إلى تخفيض القدرة الشرائية للأفراد و من ثم التأثير على عملية الادخار، و هذا من شأنه أن يعرقل عملية الاستثمار في الأوراق المالية.
- أما بالنسبة لمعدلات الفائدة، فإن ارتفاعها يؤدي إلى لجوء المستثمرين إلى توظيف أموالهم على شكل ودائع لدى البنوك بدلا من استثمارها في الأوراق المالية حيث بلغت 8% سنة 2002 كما قامت البنوك التجارية بتخفيضها سنة 2004 إلى حدود 6.5%، الشيء الذي سيزيد من عملية الاقتراض من البنوك و استثمار هذه الأموال إما في مشاريع حقيقية أو في شراء الأوراق المالية.
- و في الأخير، يمكن القول أن ارتفاع أسعار المحروقات و استقرار الأسعار نسبيا يعتبر عامل مهم لتطوير المؤسسات الجزائرية و جعلها في وضع مالي جيد يمكنها من إدراج أسهمها في البورصة.

(1) A.lamiri, *Gérer l'entreprise Algérienne en économie de marché*, Prest Com Edition, Alger, 1993, p 29-30.

**2-1-3- ضعف الحوافز الجبائية**

تخضع الشركات في الجزائر إلى الضريبة على أرباح الشركات بواقع 30% من إجمالي أرباحها السنوية، و هو ما يؤدي إلى تخفيض الأرباح الموزعة على المساهمين، إضافة إلى خضوع التوزيعات عند تحويلها إلى المساهمين إلى الضريبة على الدخل الإجمالي، الشيء الذي يدفع بالمستثمرين إلى التهرب الضريبي أو البحث عن بدائل استثمارية أخرى عادة ما تكون السوق الموازية. و إضافة إلى الضغط الجبائي، ما يلاحظ على النظام الضريبي الجزائري هو غياب التحفيزات الممنوحة للشركات المقيدة في البورصة.

**2-1-4- سوق الاقصادي الموازي**

للسوق الرسمية علاقة مباشرة بالسوق غير الرسمية، كما لها علاقة بالتذبذبات الدولية التي تؤثر عليها بصفة مباشرة، فقد قدرت حجم الأموال المتداولة في السوق الموازية ما بين مليار و 1.5 مليار دولار سنة 2005، الشيء الذي جعل سوق الاقصاد الموازي قطب هام للمستثمرين و المدخرين.<sup>(1)</sup> و عليه، فإن العمل على تنظيم هذه السوق باعتبارها واقع ملموس من شأنه توجيه الأفراد نحو السوق الرسمية، و بالتحديد إلى الاستثمار في الأوراق المالية.

**2-1-5- ضعف القدرة الشرائية للأفراد و ضآلة الادخار العائلي**

يعتبر نظام الأجور في الجزائر و تحرير جهاز الأسعار و التسريح الجماعي للعمال من أهم العوامل التي أدت إلى تدهور القدرة الشرائية للفرد الجزائري، مما أدى إلى ضآلة الطاقة الادخارية للعائلات. و من هذا المنطلق، فإنه من الصعب انتظار إقبال كبير من طرف العائلات على الاستثمار في الأوراق المالية أو في مجالات أخرى.

**2-2- عراقل اجتماعية و سياسية**

- أهم المعوقات الاجتماعية و السياسية التي تعترض تطور و نمو بورصة الجزائر ما يلي:
- غياب الثقافة البورصية لدى العائلات.
  - العامل الديني.
  - الاستقرار السياسي.

(1) عبد الرحمان بن خالفة (رئيس جمعية البنوك و المؤسسات المالية)، "تنظيم السوق الموازي"، جريدة الخبر، العدد 4481.

**2-2-1- غياب الثقافة البورصية لدى العائلات**

- بالرغم من مرور أكثر من خمسة سنوات عن إنشاء بورصة الجزائر، فإن فئات عريضة من المجتمع يجهلون بماهية البورصة و أهميتها، مما يدل على انعدام الثقافة البورصية.
- و من بين أهم مظاهر غياب الثقافة البورصية لدى العائلات ما يلي:
- ارتفاع نسبة الأمية في الجزائر، حيث بلغت حدود 25 بالمائة سنة 2004 و هو ما يعادل ربع سكان الجزائر البالغ 32 مليون نسمة، إضافة إلى تمركز رؤوس الأموال لدى هذه الفئات، باعتبار أن الفئات الأخرى تمثل شريحة الأجراء و الموظفين.
  - عدم وجود إعلام متخصص بأنواعه (المكتوب و المرئي) مما جعل شريحة واسعة من المجتمع تجهل أبجديات البورصة.
  - غياب المقررات في المناهج الدراسية التي تهتم بالاستثمار المالي و مجال البورصة.
  - و عليه يستوجب على السلطات القيام بحملة إعلامية واسعة لتحسيس المدخرين بأهمية البورصة، و تنمية الثقافة المالية لديهم و إنشاء مكاتب للدراسات المتخصصة و الاستشارات المالية.

**2-2-2- العامل الديني**

- لقد كان لهذا العامل أهمية بالغة في عزوف شريحة واسعة من المجتمع عن المعاملات في البورصة، نظرا لخوفهم من تعارض الاستثمار فيها و أحكام الشريعة الإسلامية، مما أدى إلى امتناع العديد من العائلات من توظيف مدخراتهم في السندات باعتبار أن عائدها يتمثل في الفائدة و التي تعتبر من الربا المحرم في الإسلام.
- و عليه، فإنه ينبغي العمل على جذب المدخرات العائلية نحو الأدوات المالية الأخرى التي لا تتعارض مع النظام القيمي للمجتمع خاصة الأسهم.
- كما أن دخول البنوك الإسلامية كطرف من الوسطاء سيضفي على البورصة الشرعية المطلوبة و يرفع من ثقتها المفقودة لدى العائلات.

**2-2-3- الاستقرار السياسي**

- في الأعوام القليلة الماضية تحقق قدر كبير و هام من الاستقرار في المجال السياسي بعد دخول النظام الديمقراطي و التعددية السياسية، و من المتوقع أن يزداد تحسن البيئة و الاستقرار السياسي في المستقبل مع ترسخ التجربة و تراكم خبرة الممارسة الديمقراطية، و مع ذلك لا يكفي ما تحقق من هذه المقومات

والشروط لتطوير البيئة الهيكلية الأساسية في المجال المحاسبي و الإداري و أيضا تطوير بنية المعلومات والبيانات.

### المطلب الثالث: أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر

يمكن عرض أهم سبل تنشيط سوق الأوراق المالية حتى تتمكن من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها في النقاط الموالية: <sup>(1)</sup>

- تسويق الاقتصاد.
- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد.
- الانفتاح على الجمهور و تنويع الأدوات المالية.
- الكفاءة الإعلامية لسوق الأوراق المالية.
- توجيه القدرات التمويلية نحو الاستثمارات المنتجة و المرجحة.
- تكييف سوق الأوراق مع التحولات الاقتصادية.
- وجود جهاز مصرفي متكامل.

### 1- تسويق الاقتصاد

يعتبر الاقتصاد المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد سوق أوراق مالية فعالة و ذلك من خلال إتباع سياسة اقتصادية واضحة المعالم تؤمن بعدم احتكار الدولة للأنشطة الاقتصادية و إعطاء دور لريادة القطاع الخاص في تحقيق عملية التنمية المستدامة، و هذا بتأسيس أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة و توجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية في ظل المنافسة الحرة على النحو الذي تتمكن معه الشركات من تحقيق أفضل عائد بأقل تكلفة ضمانا لبقائها.

و عليه، يتعين توفير المناخ الاستثماري المشجع و المطمئن و الذي باستطاعته جلب و استيعاب الأموال المعروضة، و هذا لن يتحقق إلا في إطار اقتصاد السوق الذي يوفر المرونة اللازمة للتعاملات التجارية و يرفع كل العقبات الموضوعية من طرف الاقتصاد المخطط.

(1) محمد براق، "بورصة الجزائر و الشروط الأساسية لنجاحها"، مجلة الإدارة، المدرسة الوطنية للإدارة، الجزائر، العدد 21، جوان 2001، ص ص: 87-102.



و قد أثبتت التجربة التاريخية أن البورصات الأكثر فعالية قد ظهرت و تطورت لدى الدول التي تتبنى اقتصاد السوق، هذا الأخير يعتبر من بين أهم الشروط المساعدة على تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر.

- و بناء على ما سبق، فإنه من أجل تسويق الاقتصاد الجزائري ينبغي العمل على تحقيق النقاط الموالية:
- إنشاء أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة و تحويل أنواع الشركات الأخرى (التضامنية و ذات المسؤولية المحدودة) إلى شركات ذات أسهم حتى يمكنها من طرح أسهم للاكتتاب العام.
- اعتماد نظام اقتصاد السوق كخيار استراتيجي و إضفاء الشفافية على عمل المؤسسات الاقتصادية العمومية و الخاصة.
- اعتماد الشروط التقنية لبورصة الجزائر حتى تصبح قطب جذاب لمنشطي الأصول المالية من بنوك ومستثمرين مؤسستين.

و عليه، فإن العمل على توفير هذه النقاط سيساهم في تسويق الاقتصاد، الشيء الذي ينعكس إيجابا على أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر.

## 2- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد

لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن، حيث توجد علاقة كبيرة بين مستويات الدخل الحقيقي لكل فرد و توجيه الادخار نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

و عليهن فإن رفع مستوى المعيشة للمجتمع يسمح برفع حجم الادخار الخاص و عرض رؤوس الأموال التي تبحث عن فرص الاستثمار في البورصة، و من ثم فإن الزيادة الحقيقية للدخل تؤدي إلى زيادة الادخار بشكل أكبر من الاستهلاك، و منه توجيهه نحو الاستثمار.

و بالرغم من أن مؤشر ظاهرة التضخم بالجزائر متحكم فيه و مقبول في السنوات الأخيرة، حيث يقارب 3% سنة 2004، غير أن نسبة كبيرة من الأسر الجزائرية ما زالت تزرح دون عتبة الفقر، و هو ما يترك الانطباع على صعوبة العملية للعائلة الجزائرية من أن تساهم في تنشيط البورصة الجزائرية من خلال توجيه المدخرات نحوها.

و بناء على ما سبق، فإنه من أجل الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد بطريقة تؤدي إلى المساهمة في تنشيط الاستثمار المالي في الجزائر ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

- التحكم في ظاهرة التضخم من خلال التحكم في نمو الكتلة النقدية و جعلها مقرونة بكمية الإنتاج الحقيقي عن طريق إقامة جهاز إنتاجي قوي يحقق إشباع الطلب الداخلي.
- تبني سياسة صرف هدفها حماية العملة الوطنية من أي تدهور.
- محاربة ظاهرة هروب الادخار المالي و رؤوس الأموال.
- مراجعة سلم الأجور خاصة بالنسبة للموظفين الذين بإمكانهم المساهمة بمدخراتهم في رفع نسبة الاستثمار في الأوراق المالية.

### 3- الانفتاح على الجمهور و تنوع الأدوات المالية

تتميز البورصات المتطورة و الفعالة بوجود عدد كبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية، إضافة إلى تعدد المصدرين و تنوع الأدوات المالية، خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات. و عليه، فإن سوق الأوراق المالية هي سوق يتم فيها تبادل الأصول المالية التي ليس لها طابع التجانس و هذا العامل يمثل عنصر جلب للادخار، ذلك لأن تنوع الأدوات المالية له مزايا عديدة، حيث يتيح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم و معتقداتهم و اتجاهاتهم، و هذا التنوع يعطي لسوق الأوراق المالية الأهمية و الفاعلية المطلوبة، كما أن هذا التفتح الكبير على الجمهور و هذا التنوع في الأدوات المالية يعطيان للسوق حركة عالية مع تقليص كبير لمخاطر تجميد الادخار المستثمر في الأوراق المالية. و من ثم فإن المدخرين يفضلون توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية دون الأصول الحقيقية.

و بناء على ما سبق، فإنه لتنوع الأدوات المالية و الانفتاح على الجمهور ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

- فتح رأس مال للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات مرنة تضبط ذلك.
- العمل على رفع عدد المتدخلين و إزالة احتكار عملية التفاوض على الأوراق المالية في البورصة.
- فتح رأسمال المؤسسات إلى مساهمين جدد بدل اقتصرها على المساهمين القدامى.
- و تجدر الإشارة إلى أن سيطرة عدد محدود من المتدخلين في بورصة الجزائر كالبنوك و المؤسسات المالية و كذا عدم تنوع الأوراق المالية، يمكن أن تكون عوامل تزيد من درجة مخاطر عدم السيولة الادخار المستثمر المتوسط و طويل الأجل.
- و لذلك، فإنه لتأمين السيولة العامة لسوق الأوراق المالية يمكن للمستثمرين التأسيسيين أن يضطلعوا بدور المنظم عندما تتطور أسعار بعض الأوراق المالية المتداولة بشكل غير مبرر و غير عقلاني.

#### 4- الكفاءة الإعلامية لسوق الأوراق المالية

تكون سوق الأوراق المالية فعالة إذا كانت حملة المعلومات المفيدة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار، و يسمح ذلك باتخاذ قرارات الادخار و الاستثمار تبعا لهذه الأسعار. و عليه، فإن شفافية سير المعلومات المالية و الإحصائية المتعلقة بالمؤسسات المقيدة في البورصة ومصداقية هذه المعلومات تعتبر شرطا لازما لحس سير بورصة بطريقة ناجعة و فعالة. و لتحقق الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

- نشر المعلومات المختلفة في الأوقات المناسبة و تقديمها لكافة المتعاملين على قدم المساواة حتى تكون لهم نفس الحظوظ و تكون المنافسة حقيقية، و بالتالي تحقق فعالية السوق و توفر الحماية اللازمة للمدخرين المستثمرين في الأوراق المالية.

- وضع قواعد و قوانين الإفصاح و الشفافية المالية الملزمة للشركات و آليات مراقبة تنفيذها، و ذلك بالعمل على إصدار معايير محاسبية و معايير تدقيق حسابات جزائرية تعتمد على المعايير الدولية والإشراف على حسن تطبيقها.

- إلزام الشركات باعتماد أنظمة محاسبية عصرية ممكنة على الكمبيوتر.

- اعتماد أنظمة التداول الإلكتروني.

- العمل على تشجيع تأسيس و تطوير بيوت خبرة تعمل في مجال التحليل المالي و الاستشاري و تقييم نوعية الأوراق المالية التي تصدرها الشركات.

- العمل على تأسيس و تطوير صحافة مالية مستقلة و حرة، تنشر بدقة و تفصيل الأخبار الاقتصادية و تقييم نوعي الأوراق المالية التي تصدرها الشركات.

- العمل على تأسيس و تطوير صحافة مالية مستقلة و حرة تنشر بدقة و تفصيل الأخبار الاقتصادية و المالية عن الشركات المدرجة في البورصة.

- تشجيع إنشاء مؤسسات معلومات مالية تهتم بجمع معلومات عن أداء الشركات و تقوم بتحليلها و تصنيف الترتيب الائتماني للشركات و أدواتها المالية على شكل شركتي "مودي و ستاندر أند بورور الأمريكيتين".

#### 5- توجيه القدرات التمويلية نحو الاستثمارات المنتجة و المربحة

حتى يمكن لسوق الأوراق المالية توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الاستثمارات المنتجة و المربحة، فإنه ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

- التأكد من وجود مشاريع مرهجة على المستوى الاقتصادي و المالي، ذلك لأن مردودية أو ربحية المؤسسات المسجلة في قيد البورصة تعتبر الشرط اللازم لجذب الادخار و إعادة توجيهه نحو المشاريع لتنموية.

- تفعيل دور الوساطة المالية المتخصصة في دراسة المشاريع المرهجة، و كذا الدراسات التقنية لتكوين مثل هذه العمليات، التي تقتضي القيام بوساطة بين المدخرين و المستثمرين.

- ضرورة اتصاف البورصة بالمرونة اللازمة، على النحو الذي يسمح بانتقال الأموال الموظفة و المستثمرة في مشاريع قائمة نحو مشاريع أخرى قائمة ترغب في توسيع أنشطتها أو تلك التي هي في طور التأسيس.

## 6- تكييف سوق الأوراق المالية مع التحولات الاقتصادية

من الضروري أن يكون لسوق الأوراق المالية إطار مؤسسي و تنظيمي مرن يسمح لها بالتطور والتكيف على الدوام مع التغيرات الحاصلة، و من ذلك مدى قدرتها على التأقلم مع مختلف الأزمات و عليه فإن سوق الأوراق المالية الفعالة تستطيع الانسجام مع التغيرات الطارئة بفضل تنظيمها الجيد و هيكلها المتينة و المرنة.

و حتى تستطيع سوق الأوراق المالية التكيف مع التحولات الاقتصادية ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

- تسهيل المعاملات و توفير الحماية المطلوبة لحقوق المتعاملين.
- تقديم التسهيلات اللازمة للمؤسسات المسيرة بطريقة جيدة و محاولة ترفيتها.
- ضرورة استقرار القوانين المسيرة للبورصة حتى تساعد على سهولة تدفق رؤوس الأموال دون حواجز أو مخاوف.
- تحقيق الاستقرار النقدي من خلال الحد ارتفاع معدلات التضخم، و التي تعتبر من الآليات أو الأدوات المحفزة لجلب رؤوس الأموال من الوطنيين و الأجانب نحو البورصة.
- زيادة عدد الشركات المساهمة و انتشارها على مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي، و رفع قدرتها على التكيف مع المستجدات و احتلالها لحصة من السوق الوطنية و كذا الدولية، كل ذلك يعطي انطباعا حسنا على مقدرة مثل هذه المؤسسات على استمرارية تواجدها و ديمومة حضورها على الساحة و إمكانية توسعها و تحقيق أرباح وفيرة، و منه توزيعات مرتفعة لحملة أسهمها، و من ثم تزيد ثقة المدخرين لاستثمار أموالهم في مثل هذه المؤسسات.

- إتباع منهج تحفيزي يتعلق بمعدلات الفائدة و كذا سياسة ضريبية تتميز بتحفيز المدخرين و المستثمرين على حد سواء.

## 7- وجود جهاز مصرفي متكامل

يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية و نمو سوق الأوراق المالية، ذلك لأن المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تضطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة، و من ذلك مقدرتها على تعبئة الادخار و توفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع، و كذا التوسط بين عرض السيولة النقدية الفعلية و الطلب الحقيقي عليها.

و ينبغي على الجهاز المصرفي أن يتصف بمرونة عالية و قدرة على مسايرة التطورات الاقتصادية على النحو الذي يسمح له بضمان سرعة التدفقات النقدية، و كذا توفير السيولة المالية المطلوبة لتحقيق مختلف الصفقات و العمليات التي تتم عن طريق هذه الوساطة المالية.

و من أجل تطوير الجهاز المصرفي الجزائري، ينبغي العمل إلى إزالة الفارق بين المصارف الأجنبية و المصارف المحلية الناتج عن استخدام التكنولوجيا في توفير الخدمات المصرفية، و البدء بالعمل الإلكتروني و معلوماتية المصارف، و كذا العمل على تحقيق نوع من الاندماج فيما بين البنوك الوطنية أو الشراكة المصرفية لمواجهة البنوك العملاقة في السوق المصرفية.<sup>(1)</sup> و بموجب ذلك، يمكن توفير المناخ الاستثماري المحفز، و الذي باستطاعته أن يستوعب كل الأموال المعروضة من خلال مثل هذه المؤسسات المالية. و عليه، فإن الجهاز المصرفي يعتبر الدعامة الأساسية لوجود بورصة فعالة، و ذلك لما يختص به وبصفته وسيط مالي يعمل على تعبئة الادخار و حسن توجيهه.

و في الأخير، يمكن القول أنه بتحقيق جملة الشروط السالفة الذكر، بإمكان بورصة الجزائر أن تكون أداة تمويلية فعالة يمكن استعمالها لترشيد الاستثمار و تعمل على تحديد المشاريع الاستثمارية المنتجة للسلع و الخدمات، و يمكنها أن تكون قطبا ماليا يعكس إلى حد بعيد فعالية التسيير المالي و الإداري والاجتماعي لمختلف المشاريع تحقيقا لإستراتيجية التنمية و غاياتها.

(1) عبد الحق بوعتروس، "الإصلاح المالي و المصرفي في الجزائر و تحديات المرحلة المقبلة"، مجلة الاقتصاد و المجتمع، جامعة

## خلاصة الفصل الثالث

بعد انتهاء مختلف تطلعات هذا الفصل تبين أن سوق الأوراق المالية في الجزائر تعتبر مصدرا تمويليا غير تضخمي لاستثمارات المتعاملين الاقتصاديين، حيث تتجلى مهمتها في ترقية الادخار طويل المدى وتوجيهه نحو الاستثمارات المنتجة، كما أنها تعتبر الإطار المناسب لفتح رأسمال المؤسسات العمومية، مما يعني أنها أداة لتجسيد أهداف برامج حوصصة المؤسسات العمومية و تأمين تمويل مباشر لاستثمارات المؤسسات كما تساهم في اندماج الاقتصاد الوطني في الاقتصاد العالمي.

فمن خلال المبحث الأول من هذا الفصل الذي تناول نشأة و تنظيم و سير سوق الأوراق المالية في الجزائر تبين أن الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر تتمثل في لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم المتداولة و شركة المؤتمن المركزي للسندات، كما أن الوسطاء في عمليات البورصة يتمثلون في خمس شركات هي الراشد المالي، الشركة العامة للتمويل، الشركة المالية للاستشارات والتوظيفات و شركة التوظيف في القيم المنقولة.

أما المتعاملون في البورصة فيتشكلون من هئتين للتوظيف الجماعي للقيم المنقولة و هما شركة الاستثمارات ذات رأس المال المتغير و الصناديق المشتركة للتوظيف، حيث تتجلى أهميتهم في تفعيل نشاط البورصة.

و قد تبين من المبحث الثاني الذي تم التطرق إليه إلى الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر وإجراءات قيدها، إن المشرع الجزائري حدد مجموعة من الأسهم و السندات و القيم المهجنة التي يسمح تداولها فيها، كما حدد شروط و إجراءات قيد هذه الأوراق.

و بالنسبة لنظام التسعير في سوق الأوراق المالية بالجزائر فيأخذ بنظامين للتسعير هما التسعير المستمر والثابت، سواء كان يدويا أو آليا أو عن طريق الحاسوب.

أما المبحث الثالث و الذي اهتم بعرض العراقيل و آفاق سوق الأوراق المالية بالجزائر فإنه قد تبين بخصوص الدور المنتظر لعبه من طرف سوق الأوراق المالية في الجزائر أنها تعتبر مصدرا تمويليا هاما و أداة فعالة لمسايرة الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها الجزائر، غير أن تحقيق هدفها المنشود واجهته عراقيل متعددة الأوجه حالت دون وجود سوق فعالة للأوراق المالية، و منها عوائق تتعلق بأنظمة و آليات

سوق الأوراق المالية و المتمثلة في ضعف الإطار التشريعي و التنظيمي، ضعف الكفاءة المعلوماتية للبورصة، محدودية عرض الأوراق المالية و ضيق السوق و تقلبات الأسعار، و منها عراقيل تتعلق بالمحيط البورصي و المتمثلة أساسا في ضعف البنية الاقتصادية و تردد الإرادة السياسية و الظروف الاجتماعية و الثقافية غير المشجعة على الاستثمار في البورصة.

و بغية تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر، فإنه تم عرض مجموعة من الاقتراحات التي يمكن أن تساهم في تحقيق ذلك، و المتمثلة خصوصا في ثلاثة جوانب أساسية، منها الجانب القانوني و التشريعات الخاصة بضبط آليات عمل السوق، و الجانب الاقتصادي المتعلق بالقطاع الاقتصادي المكون للمؤسسات و الجهاز المصرفي و ضرورة التكيف مع التحولات الاقتصادية، أما الجانب الثالث فيتعلق بالجانب الاجتماعي و الذي يتمثل في رفع مستوى دخل الفرد الجزائري و تكوين الثقافة البورصية لديه. و عليه، فإن إزالة هذه العراقيل و العمل على تحقيق السبل الكفيلة لتفعيل سوق الأوراق المالية سيمكنها من لعب دور في عملية التنمية و المساهمة في تطوير الاستثمار وهذا يؤدي حتما إلى تطوير مستوى أداء الاقتصاد الوطني.

## الفصل الرابع: دراسة حالة مجمع صيدال

بعد دراستنا للجانب النظري أين تطرقنا إلى الاستثمار المالي، و كذا سوق الأوراق المالية، و سوق الأوراق المالية بالجزائر، حيث حاولنا الربط بين الجانب النظري و الجانب التطبيقي من خلال اختيارنا لمجمع صيدال للتقرب أكثر من الواقع.

و اختيارنا لمجمع صيدال كدراسة حالة راجع للنتائج الإيجابية المحققة، حيث استطاع المجمع تغطية 45% من حاجيات السوق المحلي، و إبرامه عقود شراكة مع أكبر لمخابر العالمية للصيدلة بهدف تطوير حجم الإنتاج و توسيع تشكيلة الأدوية.

كل هذا مكن صيدال من الدخول إلى سوق الأوراق المالية، و هذا من أجل الحصول على مصادر تمويل جديدة لتمويل المشاريع الاستثمارية.

في هذا الصدد سنحاول معرفة واقع صيدال في سوق الأوراق المالية.

و عليه سيتم دراسة هذا الفصل من خلال المباحث الثلاثة التالية:

- مجمع صيدال و دخوله سوق الأوراق المالية.
- الوضعية الاقتصادية لمجمع صيدال.
- اطلاعات و آفاق مجمع صيدال.



### المبحث الأول: مجمع صيدال و دخوله سوق الأوراق المالية

- يتم تناول في هذا المبحث إلى تعريف مجمع صيدال باعتباره أحد المؤسسات العمومية التي خوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية، و للمكانة التي يحتلها في مجال صناعة الأدوية على المستوى العالمي والخدمات التي يقدمها للاقتصاد الجزائري، و كذلك التعرض إلى مختلف الإجراءات المتعلقة بعملية دخول المجمع إلى سوق الأوراق المالية، و هذا من خلال ثلاثة مطالب رئيسية و المتمثلة في الآتي:
- التعريف بمجمع صيدال و تنظيمه الهيكلي.
  - تطور نشاط مجمع صيدال.
  - إجراءات خوصصة مجمع صيدال.

### المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال و تنظيمه الهيكلي

يقسم هذا المطلب إلى عنصرين هما:

- التعريف بمجمع صيدال.
- الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.

#### 1- التعريف بمجمع صيدال

يعد مجمع صيدال من المؤسسات الإنتاجية الاقتصادية الناتجة عن إعادة هيكلة المؤسسات العمومية الاقتصادية، فهو بدوره تأسس و أنشء بعد مرور المؤسسة الصيدلانية الجزائرية بعدة مراحل مختلفة حيث تم إنشاء بوحدة قسنطينة بيوتيك المخبر مالر زيرند "Meller Zayrend" و مخبر بابر "Paper" بوحدة الدار البيضاء خلال الفترة الممتدة ما بين سنة 1962 و سنة 1977، و بعدها أسست الصيدلة الجزائرية المركزية المنشأة بمرسوم رقم 06/77 بتاريخ 23 أوت 1977، ثم إعادة الهيكلة لهذه الأخيرة تحت اسم المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم رقم 16/82 بتاريخ 24 مارس 1982. و وفقا للمرسوم 116/82 لشهر أبريل 1982، ظهر إلى النور مجمع صيدال، بعد ما عرفته الجزائر من هيكلة الصيدلة المركزية في قطاع الصيدلة، و كذا دمج المركب الخاص بإنتاج المضادات الحيوية بالمدينة، بعد ما كان عبارة عن الجزء المتمم للشركة الوطنية للصناعة الكيميائية.

و في بداية 1989، تبنت صيدال برنامجا إصلاحيا، تعقبها مباشرة تحولها إلى مؤسسة عمومية اقتصادية تتمتع بالاستقلالية التسيير في شكل مؤسسة ذات أسهم، و التي أصبحت تنصدر المراكز الأولى في إنتاج و توزيع الأدوية و كذا تمويل السوق الجزائرية بكفاية.

و في سنة 1993، أقدمت هذه المؤسسة على تأسيس فروع جديدة لها كتغيير في هيكلها حتى يتسنى لها القيام بالشراكة، و بموجب إنشاء الشركة العمومية القابضة سنة 1996، أصبحت الشركة القابضة للكيمياء و الصيدلة تستحوذ على 100% من رأس مال صيدال.

و وضعت صيدال في سنة 1997 مخططا للأدوية الذي يتمثل في إعادة هيكلتها، حيث ترجم فيما بعد بتحويلها إلى مجمع صناعي في تاريخ 2 فيفري 1998، فاتخذ هذا المجمع التسمية "المؤسسة العمومية الاقتصادية، مؤسسة ذات أسهم، المجمع الصناعي صيدال".

و على هذا الأساس تم اختيار مجمع صيدال من بين المؤسسات الكبيرة إدراجها في بورصة الجزائر وذلك سنة 1988 بعد الاعتراف بأهميتها و كفاءتها في الإنتاج و التوزيع، حيث يبلغ رأس مال مجمع صيدال 2.500.000.000 دينار جزائري، أما قدراته الإنتاجية فتعادل أو تزيد عن 160 مليون وحدة بيع، و هذا ما سمح من نمو و تطوير نشاط مجمع صيدال بشكل أكبر سواء في تعاملاته الخارجية أو المحلية، كما تسنى لها القيام بعدة شراكات مع المخابر و المؤسسات العالمية للأدوية في نطاق التوسيع من تشكيلة منتجاتها، و كذا القيام بعدة استثمارات كإنشاء مصنع الأنسولين في وحدة قسنطينة. (أنظر الملحق رقم 06).

يتجلى دور صيدال الرئيسي في توفير الاحتياجات الوطنية من الأدوية الضرورية المطلوبة باستمرار و واسعة الاستهلاك لضمان الصحة العمومية للمواطنين و كذا التقليل من تكاليف الاستيراد بالعملة الصعبة. (1)

و يتمثل مضمونه الاجتماعي في زيادة الإنتاج و الذي ينتج عنه زيادة كل من الاستيراد و التصدير و التسويق لمختلف المواد الصيدلانية و ترقية نشاطه، و في 2 فيفري 1998 توسعت المهام الموكلة إليه لتشمل عمليات البحث في الطب الإنساني و مجال البيطرة و إعداد السياسة العامة للمجمع و مختلف الإستراتيجية المتعلقة بالمالية، الصناعية، التسويق، و التطوير و النوعية، كما يقوم بالمراقبة و التحكم في فروع و وحدات المجمع، و تسيير المحفظة المالية لهذا الأخير. (2)

تتمثل الأهداف الرئيسية لمجمع صيدال المرجو تحقيقها من خلال نشاط المجمع و الحرص على التكوين المستمر لعمالها في: (3)

- التوسع في خط المنتجات و توفير مناصب شغل جديدة.
- تطوير الشراكة و توسيع نطاقها مع المؤسسات الأجنبية.

(1) La notice d'information, Groupe Sidal, P :4.

(2) Idem, p : 5.

(3) La notice d'information, Groupe Sidal, P : 4.

- تحسين طرق الإنتاج و مواجهة المنافسة الأجنبية.
- الزيادة من قدراته التسويقية و الإعلام الطبي و الميدان التجاري.
- الرفع من رقم أعماله، بزيادة المبيعات التي بدورها تزداد بزيادة الإنتاج.
- اقتحام أسواق خارجية عن طريق التصدير المباشر.
- المواصلة على الحصول و زيادة حجم الحصص السوقية للمجمع.<sup>(1)</sup>
- قيام المجمع بإعادة صياغة سياسة النمو الخاصة بالسنوات الآتية، و تعريف مخطط العمل من أجل تحقيق الأهداف إذ يطمح في ذلك إلى رفع إنتاجه إلى 113 مليون وحدة بيع لسنة 2006.<sup>(2)</sup>

---

(1) Rapport de gestion 2003 ; Groupe Sidal, p : 48.

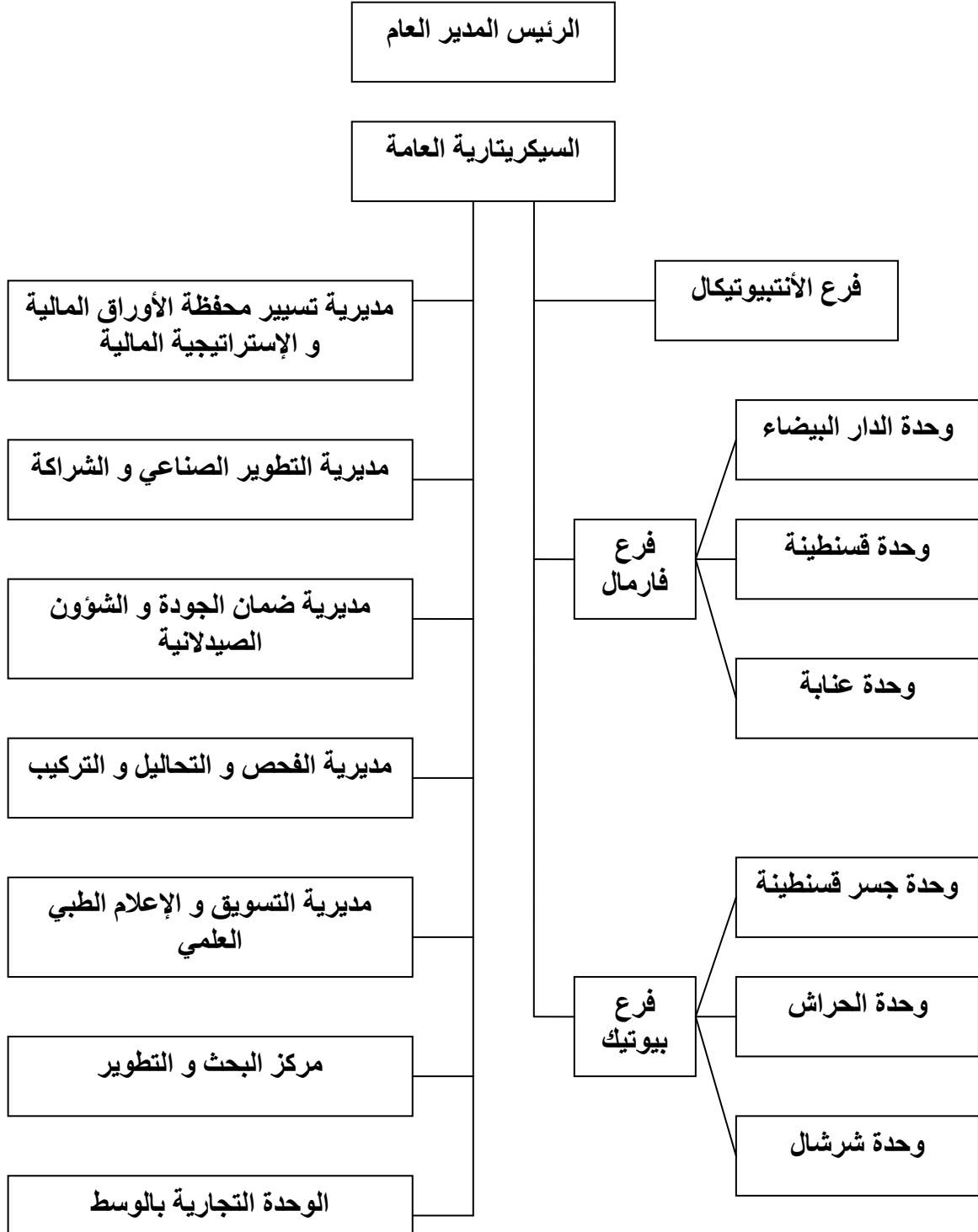
(2) Rapport de gestion 2005 ; Groupe Sidal, p : 59.

## 2- الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

### 2-1- الهيكل التنظيمي

يوضح الشكل أدناه الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال:

الشكل رقم (03) : الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.



## 2-2-2- مكونات الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

يتكون الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال من عدة فروع و وحدات و مديريات مقسمة حسب المهام والوظائف المكلفة بها، و هي تتمثل في: (1)

### 2-2-2-1- فروع صيدال

لمجمع صيدال ثلاثة فروع يتحكم فيها و هي: أنتيبوتيكال، فارمال، و بيوتيك.

#### 2-2-2-1-1- فرع أنتيبوتيكال "Filiale Antibiotical"

يتموقع هذا الفرع في المدينة، و هو عبارة عن مركب لصنع المضادات الحيوية، حيث يتكون من:

- عمارتين لإنتاج ال **Picilinic** و **Piniciline**.

- عمارة لإنتاج المواد الأولية.

بدأ نشاطه عام 1988، توسع مجال إنتاجه ليشمل: المراهم، الحقن، الشراب، كما أنه يتميز بقدرته

الإنتاجية في صنع المنتجات النهائية و المواد الأولية و المواد المركبة، كما أنه يتحكم في مخابر حديثة وعمال ذوي كفاءة إنتاجية عالية.

#### 2-2-2-1-2- فرع بيوتيك **Filiale Biotic**

مقر هذا الفرع في الدار البيضاء، و هو يضم ثلاث وحدات إنتاجية و هي: وحدة جسر قسنطينة،

وحدة الحراش، وحدة شرشال، تقوم بإنتاج المحاليل المكثفة و العبوات الزجاجية، الأقراص، و الشراب

إضافة إلى إنشاء وحدة جديدة للإنتاج في باتنة.

#### 2-2-2-1-3- فرع فارمال **Filiale Farmal**

يقع فرع فارمال بالدار البيضاء، و يمتلك وحدات إنتاج في كل من قسنطينة، عنابة، و الدار

البيضاء و هو يقوم بإنتاج الأقراص، الكبسولات، المرهومات، المحاليل، و معجون الأسنان. كما أنه يمتلك

بطاقة هائلة للإنتاج، إلى جانب الكفاءة العالية في التحكم و التحليل.

### 2-2-2-2- وحدات المجمع

يضم مجمع صيدال وحدتين مركز البحث و التطوير، و الوحدة التجارية للوسط.

(1) La notice d'information, Groupe Sidal, pp : 13-14.

**2-2-2-1- مركز البحث و التطوير centre de recherche et du développement**

أنشئ هذا المركز سنة 1987 بالمحمدية بالجزائر العاصمة، و هو يقوم بتطوير سنويا من 5 إلى 6 منتجات و التي تدخل مباشرة في تشكيلة الإنتاج، إن هذا المركز يشغل 95 موظف منهم 68 إطار متخصص في البحث و التطوير للمنتجات التامة الصنع.

كما يقوم المركز بتحقيق مشاريع البحث و متابعة خاصة في العلوم الصيدلانية و مساعدة وحدات الإنتاج الأخرى تقنيا و تقديم الخدمات لها و للمؤسسات الأخرى في نفس القطاع.

**2-2-2-2- الوحدة التجارية بالوسط**

أنشأت هذه الوحدة سنة 1996 بالحراش، مكلفة بتسويق منتجات صيدال و الأدوية و المواد الصيدلانية المنتجة من طرف مؤسسات المجمع، تشغل هذه الوحدة 70 موظف، و تمتلك فريق متخصص في البيع و التوزيع للزبائن، كما أنها تمتلك قدرات للتخزين تصل إلى 4 ملايين وحدة بيع، وهي تمتلك مراكز التوزيع المالية:

- مركز التوزيع بباتنة الذي دشن سنة 1999، و هو يقوم بتغطية 18 ولاية.

- مركز توزيع وهران الذي دشن في سنة 2000.

إضافة إلى وحدات التوزيع الأخرى.

**2-2-3- مديريات المجمع و وظائفها**

لمجمع صيدال خمس مديريات و هي:

**2-2-3-1- مديرية تسيير محفظة الأوراق المالية و الإستراتيجية المالية**

تکمن مهمتها في عمليات التمويل المرتبطة بالمهام الأساسية المتمثلة في تسيير الإستراتيجية المالية، تسيير الميزانية، المحاسبة المالية و التمويل على المدى المتوسط و الطويل.

**2-2-3-2- مديرية التسويق و الإعلام الطبي**

تتمثل مهامها في النقاط أدناه:

- القيام بتنفيذ إستراتيجية للتسويق و الإعلام الطبي.

- إنشاء شبكة المندوبين الطبيين عبر كامل التراب الوطني.

- تطوير دراسات للسوق.

- تقييم و نشر مختلف ركائز التكوين و الإعلام الطبي.

- إعداد مجلة صيدال تهتم بجميع نشاطاته.

**2-2-3-3- مديرية الفحص و التحليل و التركيب**

و هي مكلفة بمراقبة التسيير و فحص الحسابات و كل النشاطات المتعلقة بالتنسيق، التحليل و التركيب.

**2-2-3-4- مديرية ضمان الجودة و الشؤون الصيدلانية**

تحتوي على مديرية البحث في الأدوية و التقنيات الصيدلانية، تتمثل مهامها في بحث و صنع المنتجات الجديدة خاصة المطابقة للأصل و إعطاء الأوامر و التوجيهات لهذه الوحدة.

**2-2-3-5- مديرية تطوير الصناعة و الشراكة**

تتم هذه المديرية بجميع النشاطات المتعلقة بالتطور الصناعي خاصة الاستثمار في مجال الشراكة المحلية و الأجنبية، و التحويل و التنازل عن التجهيزات.

**المطلب الثاني: تطور نشاط مجمع صيدال**

يتعرض هذا المطلب إلى نشاط مجمع صيدال و القيام بدراسته و تحليله من حيث رقم الأعمال الكميات المباعة، الإنتاج و كذا الموارد البشرية.

**1- تطور رقم الأعمال لمجمع صيدال**

يمكن تلخيص تطورات رقم الأعمال بالنسبة للمجمع و تطوره في الجدول أدناه خلال الفترة الممتدة بين سنة 2001 إلى غاية سنة 2005.

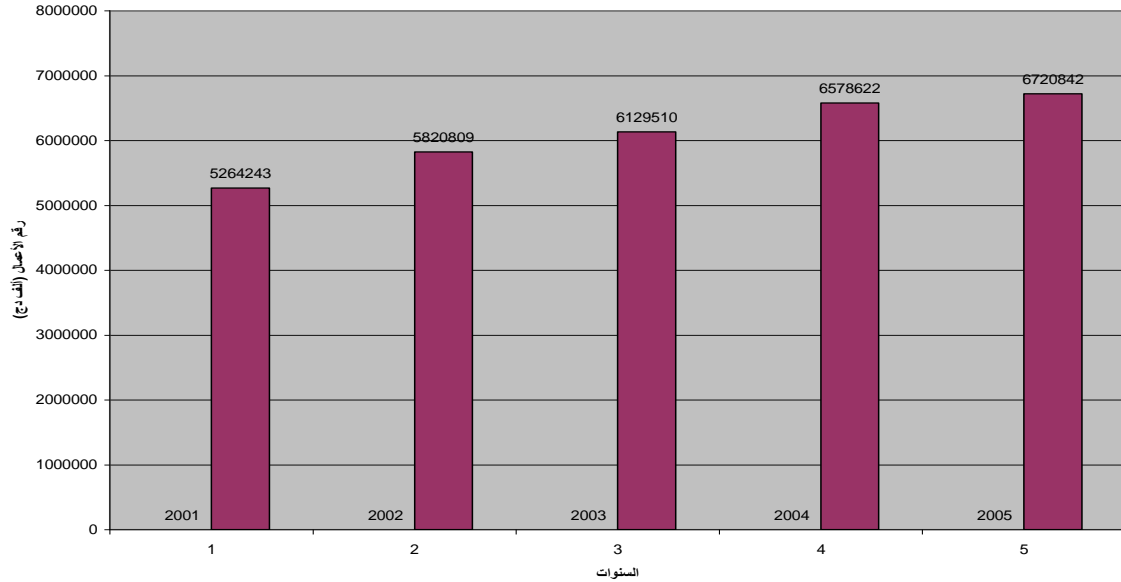
**الجدول رقم(10) : تطور رقم أعمال مجمع صيدال**

السنوات	رقم الأعمال (1000دج)	نسبة النمو (%)
2001	5264243	-
2002	5820809	11
2003	6129510	5
2004	6578622	7
2005	6720842	2

المصدر: p 5 ; Rapport de gestion 2005 ; Groupe Saidal

يوضح المنحنى أدناه تطورات رقم أعمال مجمع صيدال خلال السنوات 2001، 2002، 2003، 2004، 2005 كما يلي:

الشكل رقم(04) : منحنى بياني يبين تطور رقم أعمال مجمع صيدال



يلاحظ من الشكل أعلاه زيادة في رقم الأعمال بنسبة 11% مقارنة بسنة 2002 إلى سنة 2001 و بنسبة 5% لسنة 2003 مقارنة بسنة 2002، وهكذا، و زيادة تقدر بنسبة 28% لسنة 2005 مقارنة بسنة 2001، و يرجع هذا النمو المستمر إلى:

- توفير المنتجات ذات الطلب المرتفع.
- فتح مراكز توزيع في جميع أنحاء الوطن.
- توسيع تشكيلة المنتجات للمجمع و تطوير المنتجات، و كذلك الاهتمام أكثر برغبات الزبائن و طلباتهم.

## 2- تطور الكمية المباعة

يتم من خلال الجدول أدناه التعرف على تطورات مبيعات صيدال في الست سنوات السابقة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2005.



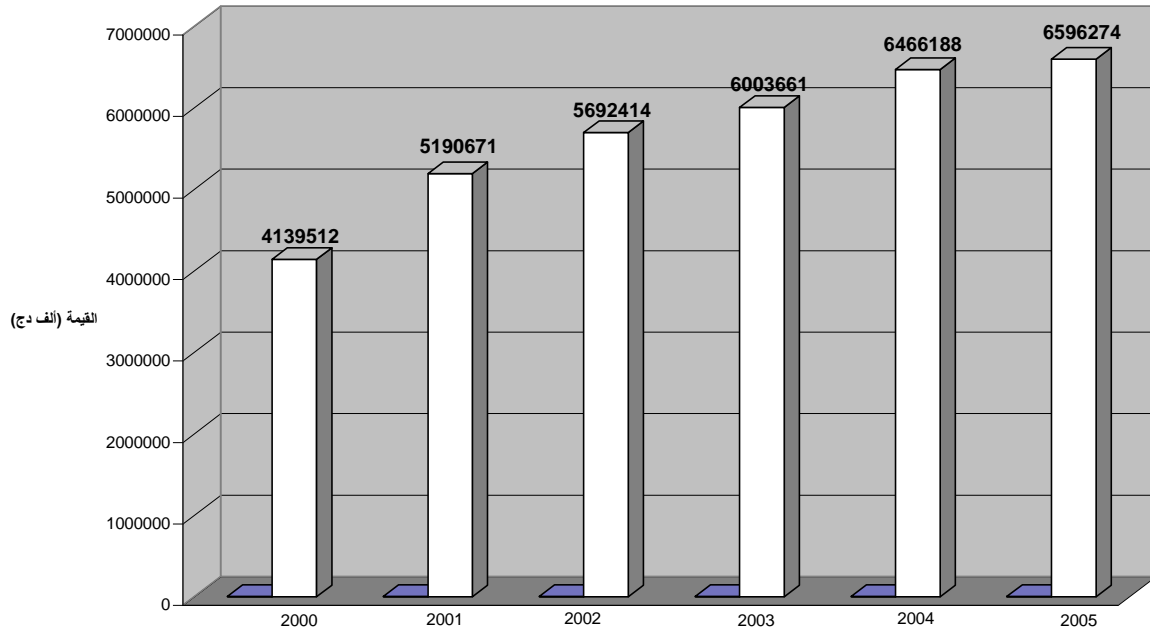
## الجدول رقم(11) : مبيعات مجمع صيدال بالكميات و القيمة

السنوات	الكميات 1000 (وحدة مباعه)	القيمة (1000دج)	نسبة النمو للقيمة %
2000	98797	4139512	-
2001	113797	5190671	25
2002	123000	5692414	10
2003	122540	6003661	5
2004	119200	6466188	8
2005	112042	6596274	2

المصدر: Op-cit, Groupe saidal, p 12.

يبين الشكل أدناه منحني البياني لتطور مبيعات مجمع صيدال بالقيمة كالاتي:

## الشكل رقم(05) : منحني بياني يبين تطور مبيعات مجمع صيدال



المصدر: Op-cit, Groupe saidal, p : 13.

يوضح الشكل أعلاه الارتفاع في قيمة المبيعات خلال السنوات 2001 و 2002 وكذلك سنة 2003 التي تميزت بنمو بمعدل نمو يقدر بنسبة 5% مقارنة بسنة 2002، و واصل هذا النمو ليبلغ نسبة 10% لسنة 2005 مقارنة بسنة 2003، و هذا راجع إلى:

- المجهودات المبذولة في مجال التسويق.
- تلائم منتوجات صيدال مع احتياجات السوق بإتباع نظام تساوي العرض و الطلب (AOD).
- إدماج منتوجات جديدة و منافسة من حيث النوعية و ذات طلب مرتفع. (1)
- تحسين نظام التسيير في مجمع صيدال. (2)
- انتهاج سياسة التحسين التي تحفز العمال على تحقيق الأهداف المسطرة.
- احترام المواعيد إعادة تموين مراكز التوزيع.
- أفضل تحكم في دوران المخزون. (3)

### 3- تطور الإنتاج لمجمع صيدال:

باعتبار مجمع صيدال منتج بالدرجة الأولى، فسوف يتم التطرق إلى تطورات إنتاج هذا المجمع في الجدول أدناه خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2005.

#### جدول رقم(12) : تطور كمية الإنتاج لمجمع صيدال

السنوات	الكميات المنتجة (1000 وحدة منتجة)	نسبة النمو (%)
2000	097278	-
2001	112509	16
2002	121111	8
2003	124374	3
2004	126517	2
2005	115897	8-

المصدر: Op-cit, Groupe saidal, p 17

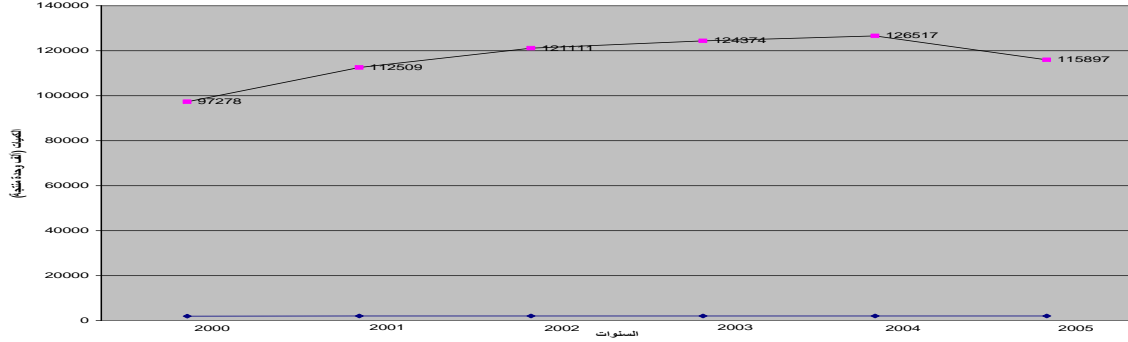
(1) Rapport de gestion 2003, Groupe Saidal, p : 10.

(2) Rapport de gestion 2004, Groupe Saidal, p : 10.

(3) Rapport de gestion 2005, Groupe Saidal, p : 12.

من خلال الشكل أدناه يتم توضيح تطورات كمنية الإنتاج لمجمع صيدال في السنوات 2000، 2001، 2002، 2003، 2004، 2005 كما يلي:

**شكل رقم(06) : منحني بياني يمثل تطورات كميات الإنتاج لمجمع صيدال**



المصدر: Op-cit, Groupe saidal, p 17.

يتضح من خلال الشكل أعلاه زيادة مستمرة في الإنتاج، إذ يلاحظ زيادة كمية الإنتاج في سنة 2001 بنسبة 16% بالمقارنة مع سنة 2000، و معدل زيادة يقدر ب 30% بمقارنة 2004 بسنة 2000، إلا أن المجمع شهد انخفاضا في الإنتاج في سنة 2005 بنسبة 8%، وهذا راجع إلى تطبيق سياسة تخفيض المخزونات للمنتوجات التامة.<sup>(1)</sup>

**4- تطور الموارد البشرية لمجمع صيدال**

يعتبر العنصر البشري جزءا هاما في المؤسسة، وهذا ما جعل المجمع يهتم بهذا العنصر و يقوم بتحسينه من خلال تكوينه قصد زيادة الكفاءة، مما ينعكس بالإيجاب على تطورات الإنتاج، و كذا المبيعات فيبين الجدول أدناه تطورات الموارد البشرية من حيث صنف العمل بمجمع صيدال خلال 5 سنوات الماضية أي من سنة 2001 إلى سنة 2005.

**جدول رقم(13) : تطور الموارد البشرية لمجمع صيدال حسب صنف العمل**

صنف العمل	2001	نسبة النمو %	2002	نسبة النمو %	2003	نسبة النمو %	2004	نسبة النمو %	2005	نسبة النمو %
الإطارات	1103	-	1241	15	1355	9	1484	10	1627	10
أعوان التحكم	1371	-	1562	14	1605	3	1733	8	1808	4
أعوان التنفيذ	938	-	760	18	747	2-	700	6-	669	4-
المجموع	3412	-	3563	4%	3706	4	3917	6	4104	5

المصدر: Rapport de gestion 2005, Groupe Saidal, p : 20.

(1) Rapport de gestion 2005 ; Groupe Saidal, p : 16.

يلاحظ من الجدول السابق زيادة عدد العمال و لن بنسب مختلفة حسب صنف العمل، فيلاحظ زيادة بالنسبة للإطارات بمعدل يقدر ب 47,5% بمقارنة سنة 2001 و أيضا زيادة بالنسبة لأعوان التحكم بمعدل يقدر ب 31% في 2005 مقارنة بسنة 2001 أما بالنسبة لأعوان التنفيذ فيلاحظ انخفاض ويقدر المعدل لسنة 2005 مقارنة بسنة 2001 بنسبة - 28,67%، و بخصوص إجمالي العمال فإن العدد في ارتفاع و بنسب متزايدة بالنسبة 4 سنوات الأخيرة بنسبة 6% في 2001، 4%، 4%، 6%، 5% بالنسبة للسنوات 2002، 2003، 2004، 2005 على التوالي ليلعب العدد 4104 لسنة 2005 أي ما يعادل نسبة نمو تقدر ب 20% مقارنة بسنة 2001. و يعود سبب هذا الارتفاع في النمو إلى: (1)

- فتح مراكز توزيع جديدة.
- تدعيم نشاط التسويق بتجنيد أطباء ممثلين.
- تحويل وحدة البحث و الأدوية و التقنيات الصيدلانية إلى مركز البحث و التطوير.

### المطلب الثالث: إجراءات دخول مجمع صيدال إلى البورصة

مر مجمع صيدال بمختلف الإجراءات للانضمام إلى البورصة و التي سيتم تناولها في النقاط الموالية:

#### 1- شروط قبول المجمع في البورصة

قدمت لجنة تنظيم و مراقبة العمليات في البورصة ( COSOB ) شروطا ينبغي أن يحققها المجمع حتى يقبل للدخول إلى البورصة، و يمكن تلخيصها فيما يلي: (2)

- يعد مجمع صيدال شركة ذات أسهم، و هذا هو الشرط الرئيسي لأنه لا يقبل التداول في البورصة إلا القيم المنقولة الصادرة عن الشركات ذات الأسهم، طبقا لأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري.
- نشر الكشوف المصادق عليها للثلاث سنوات السابقة، و السنة الجارية التي قدم فيها طلب القبول وذلك ليبين الوضعية المالية لها.
- تقديم مذكرة إعلامية للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.
- يجب أن تكون الأسهم محل طلب القبول مدفوعة بكاملها.
- يجب أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة المالية الفارطة و التي تسبق طلب القبول.

(1) Rapport de gestion 2004, Groupe Sidal, p : 18.

(2) وثائق داخلية صادرة من مجمع صيدال.

- يجب أن لا يقل رأسمالها الذي تم وفاؤه عن 100 مليون دينار جزائري.
- أن توزع على الجمهور 20% من رأس المال الاجتماعي للمجمع على الأقل، و ذلك يوم الادخار على أبعد تقدير.
- توزيع الأسهم المعروضة على الجمهور على 300 مساهما على الأقل يملكون فرادى على الأكثر 5% من رأسمالها الاجتماعي الموزع للمساهمة.

## 2- إجراءات دخول مجمع صيدال إلى البورصة

### 2-1- قرار دخول مجمع صيدال إلى البورصة

- وفقا لقرار مجلس المساهمة للدولة في اجتماع الذي عقد يوم 18 جوان 1998 في إطار إجراءات الخوصصة. بمقتضى الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 1995 و المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية المؤهلة لبرنامج الخوصصة الذي تبنته الحكومة، عملت الجمعية العامة لصيدال على تبني القرار رقم 4 النابع من اجتماع مجلس المساهمة، و الذي يسمح لمجمع صيدال بإدراج جزء من رأسماله في البورصة (1) و حددت هذه العملية بفترة ممتدة بين 15 فيفري 1999 و 15 مارس 1999. (2)

### 2-2- خطوات الدخول إلى البورصة

و يمكن تلخيص خطوات الدخول إلى البورصة في المراحل الموالية: (3)

### 2-2-1- المرحلة الأولى: القرار الأول

- بدأت هذه المرحلة في شهر جانفي 1998، حيث انعقدت اتفاق مبدئي بين كل من المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE) و الشركة العمومية القابضة للكيمياء و الصيدلة قصد الخوصصة الجزئية لصيدال، و ذلك عن طريق تحويل 20% من رأس مالها إلى أسهم متداولة في البورصة، كما قامت الشركة العمومية القابضة - سابقا - بتوكيل مجمع صيدال قصد إعداد ملفه الخاص بدخول البورصة في 11 فيفري 1998، ثم توقيع اتفاقية بين لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مع مجمع صيدال، الذي قام بتقديم طلب الحصول على تأشيرة التنازل عن جزء من رأس ماله عن طريق العرض العمومي للبيع (OPV).

(1) La notice d'information, Groupe Saidal, p : 4.

(2) Idem, p 7.

(3) وثائق داخلية صادرة عن مجمع صيدال.

**2-2-2- المرحلة الثانية تغيير القانون الأساسي و التكييف مع الإجراءات**

قام المجمع بعمليات تسوية أهمها: رفع رأس المال، تعديل القانون الأساسي للمؤسسة، التحرير الكلي لرأس المال، اجتماع مجلس الإدارة من أجل اتخاذ قرارات الدخول إلى البورصة، و كذا اجتماع أعضاء الجمعية العامة من أجل اتخاذ قرارات الدخول إلى البورصة.

**2-2-3- المرحلة الثالثة: تفويض مكتب الدراسات**

تم توقيع اتفاقية بين صيدال و مكتب الدراسات الكندي آرتر أندرس في 8 أبريل 1998، تدوم أربعة أشهر من أجل تحضير الوثائق الموالية:

- الخبرة الصناعية و تقييم ذمة المؤسسة.

- التقييم المالي للمؤسسة.

- المخطط التجاري.

- المذكرة الإعلامية.

**2-2-4- المرحلة الرابعة: تكوين وثائق التقييم**

تتمثل فيما يلي:

- الميزانيات، جداول حسابات النتائج السنوية و تقارير محافظ الحسابات للسنوات الخمس الأخيرة.

- القانون الأساسي للمجمع منذ نشأته.

- الهيكل التنظيمي للمجمع قبل و بعد إعادة تغيير البنية.

- النصوص المنظمة لقطاع المجمع.

- مخطط تفصيلي لتطوير المجمع.

- معلومات عن السوق.

- قرارات الجمعية العامة العادية و مجلس الإدارة المتعلق برفع رأس المال.

- النظرة الإستراتيجية للمجمع.

**2-2-5- المرحلة الخامسة: محادثات مع لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB**

و هي تهدف إلى إنهاء إعداد العرض العمومي، حيث قام مجمع صيدال بتسليم مشروع المذكرة الإعلامية إلى الشركة القابضة في أوت 1998، و سلمت بدورها إلى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات

البورصة، و بعد عقد العديد من اجتماعات العمل في شهر سبتمبر المتضمنة دراسة الملف و شرحه، تم تكملة المعلومات المطلوبة و القيام بالتصحیحات اللازمة، و أنهت هذه المرحلة يوم 15 أكتوبر 1998.

## 2-2-6- المرحلة السادسة: محادثات مع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV:

يتم تحديد الإطار التنظيمي لعملية العرض العمومي التي سيقوم بها المجمع، حيث تم عقد دورة تنص على سير العملية، حيث تضبط شركة تسيير بورصة القيم المنقولة الإجراءات المتبع بالنسبة لكل إدراج بالاتفاق مع الشركة المصدرة و الوسطاء في العمليات البورصة و المكلفين بإدراج الأوراق المالية، و يعلم الجمهور بذلك عن طريق نشر إعلان في النشرة الرسمية المتعلقة بجدول التسعير مع التأكد على البيانات أدناه:

- هوية الشركة المصدرة.
- الوسطاء الذين تم تكليفهم بتتبع إجراءات القبول و الدخول إلى البورصة.
- عدد القيم المالية، طبيعتها و خصائصها و كذا سعر الانفتاح، إضافة إلى معلومات أخرى كتحديد فترة العرض، تحديد دور كل متدخل في العملية، تحديد فترة الاستقبال و المصادقة على تحديد فترة التسوية و التسليم.

## 2-2-7- المرحلة السابعة: الاتفاق و العقد

لقد اختار المجمع الوسطاء في عمليات البورصة و هم: (1)

المؤسسة العمومية للاستثمار (SOFICOP)، المؤسسة المالية العامة و هي مؤسسة ذات أسهم و تعتبر رئيسة مجموعة الوسطاء في العمليات البورصة (SOGEFI)، مؤسسة توظيف القيم المنقولة (CPDM)، و الراشد المالي و هو شخص وصي في عمليات البورصة.

يضمون هؤلاء الوسطاء حسن سير العملية و توظيف الأسهم عبر شبائيك البنوك الموالية:

القرض الشعبي الجزائري (CPA)، الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط (CNEP)، البنك الجزائري الخارجي (BEA)، بنك الفلاحة و التنمية الريفية (BADR)، بنك التنمية المحلية (BDL)، الصندوق الوطني للتضامن الفلاحي (CNMA).

(1) La notice d'information, Groupe Saidal, p 7.

**2-2-8- المرحلة الثامنة التسويق البورصي**

يتمثل في إحداث و تكوين الطلب على السهم الذي سي طرح في سوق الأوراق المالية، و تم ذلك خلال النقاط الموالية:

- الإشهار لعملية الدخول إلى بورصة القيم المنقولة في التلفزيون و الإذاعة.
- الاتفاق مع الوكالة الوطنية للنشر و الإشهار من أجل طبع المذكرة الإعلامية، الملصقات الحائطية الكراسات، و الوريقات الإشهارية.
- التحضير ليوم افتتاح عملية العرض العمومي للبيع و تحضير اليوم الإعلامي بتاريخ 26 فيفري 1998 من أجل تحسين و تحفيز الجمهور العريض للمساهمة في رأس مال المؤسسة.
- التحضير لقافلة البورصة التي زارت بعض ولايات الوطن للتحسيس بالعملية و التعريف بها.

**3- العرض العمومي**

يتم فيما يلي التعرض إلى عملية البيع العمومي من خلال تعريفه، طريقة الدفع و الحصص و تقسيماتها قبل و بعد العرض العمومي.

**3-1- تعريف العرض العمومي**

تبنت الجمعية العامة الاستثنائية يوم 22 جوان 1998 القرار رقم 4 حول الاقتراح الذي قدمه مجلس الإدارة بشأن دخول صيدال إلى البورصة بجزء من رأس مالها الاجتماعي، و تمت الموافقة على ذلك. يقدر المجموع الاجتماعي للعملية بنسبة 20% من رأس مال صيدال الاجتماعي و هو يعادل 500 مليون دينار جزائري، مقسم على 2.000.000 سهم اسمي بقيمة اسمية 250 دج للسهم، و تبقى 80% تعبر عن مساهمة الدولة عن طريق خزينة الدولة.

تعتبر الأسهم المتداولة في البورصة بموجب هذه العملية أسهما عادية محررة و حرة من أي التزام و تعطي هذه الأسهم لحاملها حق في التصويت، الحق في النتيجة، الحق في الحصول على المعلومات، حق تمييزي في الاكتتاب النسبي في مجموع الأسهم، و أخيرا حق الربح و الخسارة في التصفية.

و لكي يتمكن المشتري من ممارسة حقوقه، يتوجب أن يسجل اسمه في سجل المساهمين في المؤسسة قبل كل شيء، كما تم وضع مصلحة متخصصة في تسيير سجل المساهمين في متناول مشتري الأسهم، فقد تقوم هذه المصلحة بوضع أسهم جديدة باسم المالكين الجدد كما أنها تؤمن المتابعة في قوانين توزيع الحصص.



و فيما يلي تبيان و توضيح تطور حصة الأصول الصافية.

جدول رقم(14) : تقييم حصص الأصول السابقة قبل العمليات.

البيان	حتى 1997/12/31	حتى 1998/07/25	بعد فتح رأسمال للاكتتاب (مليون دج)
رأس المال	600	2500	2500
الأصل الصافي المحاسبي	6252	7138	7138
عدد الأسهم	7500	10000000	10000000
القيمة الاسمية بعد التجزئة	80000	250	250
الأصل الصافي/ السهم (بعد التجزئة)	833658	713,8	713,8

المصدر: 6 : La notice d'information, Groupe saidal, P :

ارتفع رأس المال بقرار الجمعية العامة الاستثنائية ل 22 جوان 1998 و ل 26 جويلية 1998 ويتضح ذلك من 31 ديسمبر 1997 و 25 جويلية 1998 و ذلك بدمج كل من الاحتياطات بقيمة تفوق عن 963 مليون دج، إضافة إلى الديون لتصل الإجمالي 964 مليون دج.<sup>(1)</sup>

### 3-2- طريقة الدفع:

تعتبر كل الأسهم موضوع عملية بيع عمومي محررة كليا، و في حالة انخفاض كمية الأسهم المطلوبة فإن التعويض يكون في العشر أيام المفتوحة بما فيه يوم التصريح بنتائج العملية (عملية البيع). و يقدر السعر الاقتصادي للسهم ب 816,2 دج، و توقف العروض العمومي للبيع عند مبلغ 800 دج للسهم، يعتبر هذا السعر ثابتا و موافق لعملية استحداث بمعدل يقدر بـ 18,74% للتدفقات النقدية المستقبلية المنصوصة، و قد تم حساب السعر الاقتصادي على النحو التالي:

(1) La notice d'information, Groupe Saidal, P : 6

## جدول رقم(15) : التقييم الاقتصادي لأسهم مجمع صيدال

البيان	القيمة
التدفقات النقدية المستحدثة	9184,4 مليون دج +
الديون المالية	325,8 مليون دج -
التدفقات النقدية للشركات المختلطة	245,4 دج -
القيمة الاقتصادية	8613,2 دج +
عدد الأسهم	10000000 سهم
قيمة السهم	861,2 دج

المصدر: La notice d'information, Groupe saidal, P : 6.

## 3-3- التكاليف المرتبطة بالعملية:

يمكن تلخيص هذه التكاليف في الجدول الموالي بالتفصيل.

## جدول رقم(16) : التكاليف المرتبطة بعملية العرض العمومي للبيع

البيان	القيمة
مصرفات ملف بطاقة المعلومات الممنوحة للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (0,075% من قيمة العرض) $0,075 \times 1600000000$	1200000
عمولة لجنة الدخول في المفاوضات	1000000
لجنة توظيف SAIDAL/IOB (1,5% من مبلغ العرض) $1,5\% \times 1600000000$	7500000
مصرفات التسجيل و سعر السهم في البورصة	300000
تكلفة الاتصال التسويقي	20000000
تكلفة الطبع (12 دج للوحدة)	30000000
تكلفة التقييم	18000000
إجمالي التكاليف	78000000

المصدر: Op-cit, Groupe Saidal ; p : 6.

**3-4- المنتج الخام و المنتج الصافي للعرض:**

المنتج الخام المخصص للعرض 800 دج × 2000000 سهم = 1600000000 دج بينما يتم التحصيل على المنتج الصافي بطرح التكاليف المتعلقة بالعرض العمومي من المنتج الخام، حيث يتم توضيحه في الجدول أدناه.

**جدول رقم (17): حساب المنتج الصافي**

البيان	القيمة
المنتج الخام	+ 1600000000
التكاليف	- 780000000
المنتج الصافي	= 1522000000

المصدر: Op-cit, Groupe Saidal ; p 6.

**3-5- شروط تسليم الأسهم:**

ينقسم العرض العمومي للبيع حسب الحصص المعروضة في الجدول أدناه:

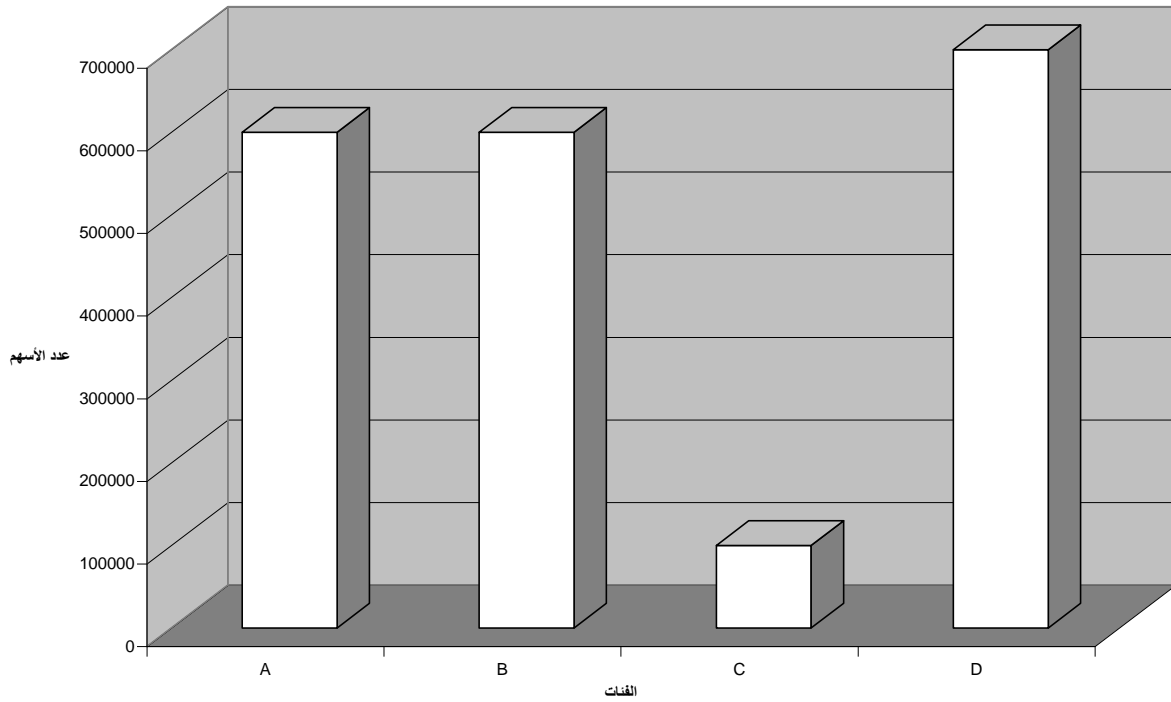
**جدول رقم (18): تقسيم الحصص على الجمهور**

الفترة	البيان	عدد الأسهم	الحصة
A	هيئات التوظيف الجماعي بالقيم المنقولة شركات التأمين و إعادة التأمين الصناديق، مؤسسات القروض الوسطاء المعتمدون في القيم المنقولة	600000	30%
B	الأشخاص العنويون الآخرون	600000	30%
C	موظفو مجمع صيدال	100000	5%
D	الأشخاص العاديين	700000	35%
	مجموع الأسهم	2000000	100%

المصدر: Op-cit, Groupe Saidal, p : 7.

يوضح الشكل أدناه التقسيم الأولي لأسهم مجمع صيدال كالتالي:

شكل رقم (07) : منحنى بياني يوضح التقسيم الأولي لأسهم مجمع صيدال



المصدر: Op-cit, Groupe Sidal, p : 7

يوضح المنحنى تقسيم مقتني أسهم صيدال إلى أربعة فئات متمثلة في المؤسسات المالية و الأشخاص المعنويون الآخرون أي المؤسسات الأخرى و موظفو مجمع صيدال و الأشخاص العاديون و لكل منهم حق في اقتناء النسب 30%، 30%، 5%، 35%، و لا يمكن اعتبار هذا التقسيم نهائي لأنه قابل للتغيير و ذلك بالاتفاق مع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV) حسب ظروف السوق.

### 3-6- تقديم نتائج العرض العمومي للبيع:

أعلنت اللجنة المكلفة بعملية فرز بعد انتهاء عملية البيع المباشرة، التي اجتمعت بمقر شركة إدارة بورصة القيم المنقولة، عن وصول طلب الأسهم إلى 2833930 سهم، إذ وصل عدد أوامر الشراء إلى 19306 أمرا، حيث فاق الطلب العرض بنسبة 41,70%، و على هذا الأساس فتكون الأولوية للأشخاص الطبيعيين، ثم إلى عمال مجمع صيدال، ثم الأشخاص المعنويون الآخرون و أخيرا إلى المؤسسات المالية و أجهزة التوظيف الجماعي.

يبين الجدول الموالي الحصص و تقسيمها بعد عملية العرض العمومي للبيع لمختلف الفئات:

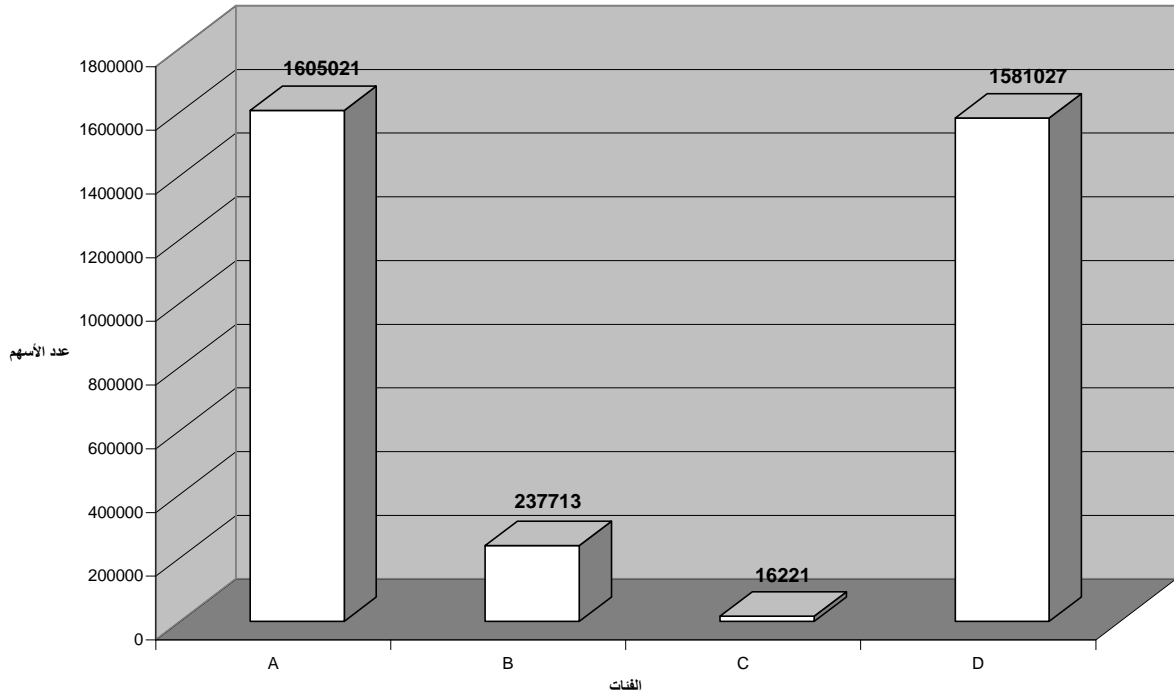
جدول رقم(19) : نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال

الفئة	البيان	عدد الأسهم	النسبة المئوية
A	المؤسسات المالية	1605021	8,26%
B	الأشخاص المعنويون الآخرون	237713	11,87%
C	موظفو صيدال	16221	0,81%
D	أشخاص طبيعيون	1581027	79,06%
	المجموع	2000000	100%

المصدر: وثائق داخلية من مجمع صيدال.

يشير المنحنى البياني الموالي إلى التقسيم النهائي لأسهم مجمع صيدال كما يلي:

شكل رقم(08) : منحنى بياني يمثل التقسيم النهائي لأسهم مجمع صيدال



المصدر: وثائق داخلية من مجمع صيدال.

يمثل المنحنى البياني أعلاه التقسيمات النهائية لأسهم مجمع صيدال لكل من الفئات الأربعة بعد انتهاء

عملية البيع المباشرة، فتحصلت الفئة الثالثة المتمثلة في موظفي صيدال على أضعف حصة تقدر بنسبة

0,81% ثم تليها الفئة الأولى بنسبة 8,26% ثم بنسبة 11,87% الفئة الثانية، أما الفئة الرابعة و التي تمثلها الأشخاص الطبيعيون فحازت على أكبر حصة بنسبة 79,06%.

### المبحث الثاني: الوضعية الاقتصادية لمجمع صيدال

حقق مجمع صيدال أرباحا معتبرة و هي منجرة عن تكثيف نشاطه و توسيع نطاق إنتاجه لذا يتم التطرق في هذا المبحث إلى دراسة وضعية المالية التي تسمح له بالقيام بهذه الجهودات بالتعرض إلى الميزانيات المالية و ميزانيات الخاصة بالقيم المنقولة المتداول في بورصة الأوراق المالية، قصد التعرف على السياسة المتبعة من طرف المجمع، و ذلك بالاعتماد على المطالب الموالية:

– الوضعية المالية لمجمع صيدال في السنوات 2003، 2004، 2005.

– دراسة وضعية أسهم مجمع صيدال.

### المطلب الأول: الوضعية المالية لمجمع صيدال في السنوات 2003، 2004، 2005

يتم فيما يلي دراسة الوضعية المالية لمجمع صيدال خلال السنوات 2003، 2004، 2005، و ذلك بتحليل المؤشرات و بعض النسب المالية المستنتجة من ميزانيات المالية الموافقة لهذه السنوات.

#### 1- المؤشرات

سجلت الميزانيات المالية المتعلقة بالسنوات 2003، 2004، 2005، و الموضحة في الملحق بحساب المؤشرات المالية المبينة في الجدول أدناه.

#### جدول رقم (20) : مؤشرات التوازن المالي

2005	2004	2003	البيان
3.313.203.084	3.413.356.604	3.229.584.295	رأس مال العامل = الموارد الدائمة - الاستخدامات الدائمة
3.896.497.973	4.229.211.203	3.560.605.971	احتياج رأس المال العام = الاستخدامات المتداولة للاستغلال و خارج الاستغلال - الديون القصبة الأجل للاستغلال و خارج الاستغلال
(765.294.889)	(815.854.599)	(331.021.676)	الخزينة = رأس المال العامل - احتياج رأس المال العامل

المصدر: تم إعداد هذا الجدول بناء على الميزانيات المالية.

يستنتج من الجدول أعلاه أن المؤسسة غير متوازنة ماليا بالرغم من تمويل الاستخدامات الثابتة بالموارد الدائمة، حيث زاد رأس المال العامل لسنة 2004 مقارنة بالسنة 2003 بنسبة 8,4% و هذا نتيجة لزيادة الديون الطويلة الأجل و الاحتياطات و النتيجة، ثم انخفض في سنة 2005 نظرا للمشاريع التي قام بها مجمع صيدال و المتمثلة في إنشاء مصنع الأنسولين بقسنطينة حيث يلاحظ زيادة حساب 28 المتعلق بتجهيزات قيد التنفيذ في ميزانية 2005 مقارنة بالسنتين السابقتين (أنظر الملحق).

أما فيما يخص احتياج رأس المال العامل، فإن المؤسسة سجلت احتياج مالي كبير و زيادة معتبرة في سنة 2004 و ذلك راجع إلى تكلفة التخزين الباهظة للمنتجات، و دعم قدرة المجمع على تسويقها، وكذلك هناك ارتفاع لنسبة الديون تجاه الشركاء و الشركات الحليفة المجرة عن قيام المجمع بمشاريع في إطار الشراكة مع مؤسسة TAFKO.

و في سنة 2005، انخفض احتياج رأس المال العامل انخفاض طفيف، و هذا عائد إلى انخفاض في المخزونات للمنتجات المنجزة نتيجة لاسترجاع المجمع حيويته في التسويق و البيع، و كذا تحقيق رقم أعمال مرتفع نوعا ما و هذا إذا استدللنا بقيمة حقوق على الزبائن، فارتفاع قيمة حقوق على الزبائن يدل على ارتفاع عمليات البيع و بالتالي ارتفاع رقم الأعمال، كما يرجع انخفاض احتياج رأس المال العامل لارتفاع ديون المخزونات في سنة 2005 و هذا ما تبينه الميزانية المالية لهذه السنة، لقيام المجمع بعدة مشتريات من المواد و اللوازم.

تعتبر الخزينة من مؤشرات المالية الرئيسية، حيث انعدامها يكون من خلال تساوي رأس المال العامل مع احتياج رأس المال العامل، و في هذه الحالة تكون المؤسسة في وضعية متوازنة، أما عندما تكون الخزينة سالبة هذا يعني أن رأس المال العامل لم يغطي احتياج رأس المال العامل و تكون الخزينة منعدمة و بالتالي تصبح المؤسسة في وضعية حرجة لعدم وجود النقديات أو الأموال الجاهزة.

## 2- النسب المالية

يمثل الجدول أدناه النسب المالية التي تم حسابه من خلال المعطيات المأخوذة من الميزانيات المالية

## جدول رقم (21) : النسب المالية

2005	2004	2003	البيان
%162,4	%174,9	%179,6	الاستخدامات المتداولة نسبة السيولة العامة = $\frac{\text{الديون القصيرة الأجل}}{\text{الاستخدامات المتداولة}}$
%83,8	%82,5	%102,6	الحقوق + النقديات نسبة السيولة المختصرة = $\frac{\text{الديون القصيرة الأجل}}{\text{الحقوق + النقديات}}$
%20,34	%12,4	%25,56	النقديات نسبة السيولة الفورية = $\frac{\text{الديون القصيرة الأجل}}{\text{النقديات}}$
%50	%41,13	%36,7	الديون نسبة المديونية = $\frac{\text{الديون}}{\text{الأموال الخاصة}}$
%6,4	%6,93	%7,86	النتيجة الصافية نسبة الربحية = $\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال}}$
%4,64	%6,9	%8,15	النتيجة الصافية نسبة المردودية المالية = $\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$
%55,17	%60,48	%54,48	القيمة المضافة نسبة القيمة المضافة = $\frac{\text{القيمة المضافة}}{\text{رقم الأعمال}}$
%53,81	%45,27	%44,86	مصاريف العمال نسبة مصاريف العمال = $\frac{\text{مصاريف العمال}}{\text{إلى القيمة المضافة}}$
%29,71	%27,38	%24,44	مصاريف العمال نسبة مصاريف العمال = $\frac{\text{مصاريف العمال}}{\text{إلى رقم الأعمال}}$

المصدر: تم إعداد هذا الجدول بناء على معطيات الميزانيات المالية.



من خلال الجدول أعلاه يمكن تفسير الوضعية المالية التي يتميز بها مجمع صيدال، حيث تمثل نسبة السيولة قدرة المؤسسة على تحقيق التزاماتها اتجاه الموردين، فعندما تكون استخدامات المتداولة معتمدة على سياسة تجارية تجاه الزبائن متمثلة في مدة الاستحقاق، حيث كلما كانت قصيرة كلما استطاعت المؤسسة استرجاع أموالها و تحقيق التزاماتها اتجاه مورديها، و هذا ما لم يكن بالنسبة لسنة 2005 حيث يلاح انخفاض في هذه السنة، يعود ذلك إلى عدم استرجاع المؤسسة كل حقوقها على الزبائن خلال هذه الفترة، و هذا ما يتضح جليا إذا تم التمعن في نسبة السيولة المختصرة حيث يلاحظ أن هناك انخفاض في هذه النسبة إلى 82,5% و 83,8% خلال السنتين 2004، 2005 على التوالي.

أما فيما يتعلق بنسبة السيولة الفورية فيلاحظ أن النقديات لا تغطي إلا جزءا صغيرا من الديون القصيرة الأجل تقدر بنسبة 25,56% لسنة 2003 و لكنها عرفت انخفاضا ابتداء من سنة 2004 لتمسّ النسبة 12,4% و النسبة 20,34% لسنة 2005.

يتبين من نسبة المديونية أنها في ارتفاع مستمر خلال السنوات الثلاثة و هذا يعني أن الديون للمجمع في تزايد حيث بلغت 3.086.963.140 دينار جزائري أي ما يعادل نسبة 50%، و يرجع ارتفاع مديونية مجمع صيدال إلى قيامها بمشاريع مختلفة كإنشاء مصنع الأنسولين و فتح مراكز توزيع جديدة، فتعود هذه النسبة إلى السياسة المنتهجة من قبل المجمع.

كما يلاحظ لأن كل من نسبة الربحية و المردودية بلغت نسبة 7,86% و 8,15% على التوالي التي سجلت سنة 2003. و لكن سرعان ما عرفت هاتان النسبتان تدهورا خلال السنتين الموالتين، حيث انخفضت نسبة الربحية إلى 6,93% سنة 2004 و استقرت في 6,4% سنة 2005، و هذا راجع من جهة إلى الارتفاع المستمر لرقم الأعمال كما هو موضح في السابق و من جهة أخرى إلى تحقيق نتيجة أقل كل سنة.

أما بخصوص المردودية المالية، فقد انخفضت إلى نسبة 6,9%، 4,64% لسنتي 2004 و 2005 على التوالي.

و يتضح من نسبة القيمة المضافة لرقم الأعمال على أنها ترتفع لتبلغ أعلة نسبة لها 60,5% في سنة 2004، أما بشأن نسبي مصاريف العمال إلى كل من القيمة المضافة و إلى رقم الأعمال فيلاحظ أنها في ارتفاع مستمر، حيث انتقلت نسبة مصاريف العمال للقيمة المضافة من 44% سنة 2003 إلى 58,81% سنة 2005، و كذلك نسبة هذه المصاريف فيلاحظ مرور النسبة من 24%، 27% لسنتي 2003 و 2004 إلى غاية نسبة 29% سنة 2005، و ذلك يعود إلى توظيف عمال جدد كل سنة، إضافة إلى مصاريف التكوين التي يؤمنها المجمع للعمال على جميع المستويات.

## المطلب الثاني: دراسة وضعية مجمع صيدال

يتم من خلال هذا المطلب دراسة تغير أسعار الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية و ذلك من خلال ميزانية تسعيرة أسهم صيدال في البورصة منذ سنة 1999 إلى غاية 2006 الميمنة أدناه:

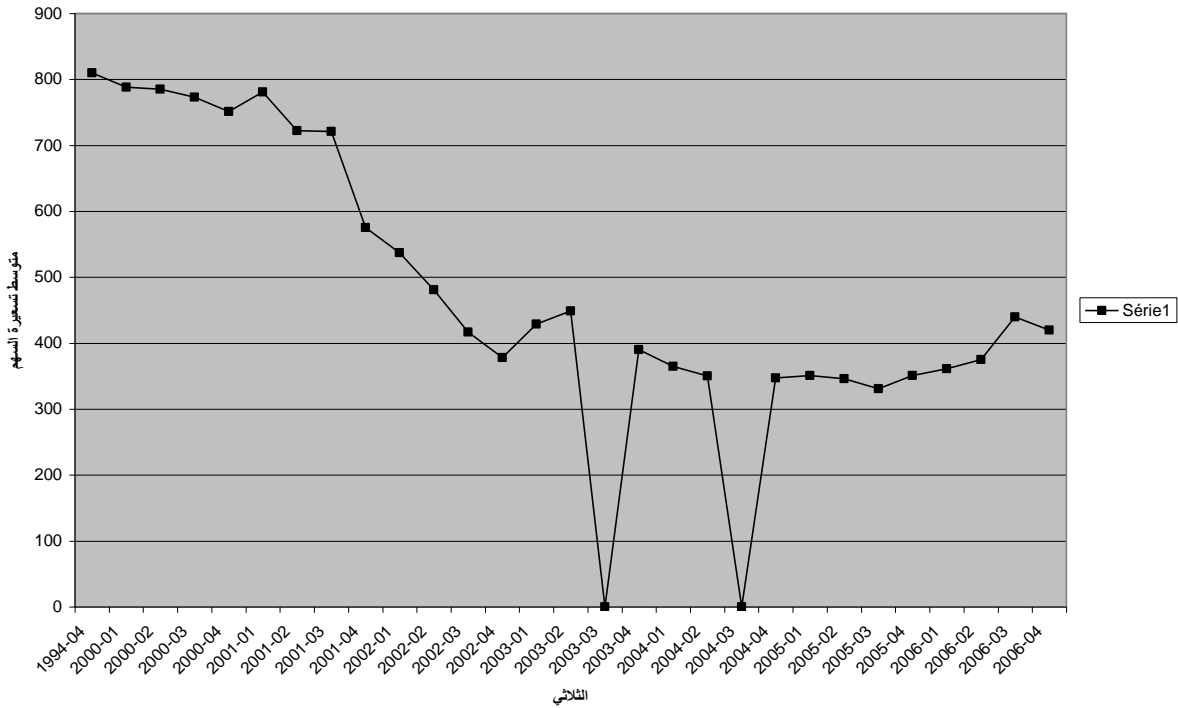
جدول رقم(22) : ميزانية تسعيرة أسهم مجمع صيدال المتداولة في بورصة الأوراق المالية

متوسط التسعيرة	عدد العمليات	الثلاثي
810	618	الثلاثي الرابع لسنة 1999
788	516	الثلاثي الأول
785	388	الثلاثي الثاني
773	613	الثلاثي الثالث
751	443	الثلاثي الرابع
781	448	الثلاثي الأول
722	176	الثلاثي الثاني
721	228	الثلاثي الثالث
575	552	الثلاثي الرابع
537	977	الثلاثي الأول
481	346	الثلاثي الثاني
417	152	الثلاثي الثالث
378	178	الثلاثي الرابع
429	115	الثلاثي الأول
449	63	الثلاثي الثاني
NC	0	الثلاثي الثالث
390	1	الثلاثي الرابع
365	3	الثلاثي الأول
350	10	الثلاثي الثاني
NC	0	الثلاثي الثالث
347	161	الثلاثي الرابع

351	150	الثلاثي الأول	السنة 2005
346	500	الثلاثي الثاني	
331	1127	الثلاثي الثالث	
351	1797	الثلاثي الرابع	
361	3513	الثلاثي الأول	السنة 2006
375	2737	الثلاثي الثاني	
440	750	الثلاثي الثالث	
420	0	الثلاثي الرابع	

المصدر: وثائق داخلية صادرة من مجمع صيدال.

يوضح الشكل أدناه تغيرات تسعيرات الأسهم لمجمع صيدال حسب الثلاثيات كما يلي:  
شكل رقم (09) : منحنى بياني يبين تغيرات تسعيرة الأسهم لمجمع صيدال



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على المعطيات أعلاه.

تبرز ميزانية تسعيرة أسهم مجمع صيدال المتداولة في بورصة الجزائر عدد عمليات التداول في كل ثلاثي من السنة ابتداء من الثلاثي الرابع لسنة 1999 و التي تم فيها إدراج أسهم مجمع صيدال إلى البورصة إلى غاية الثلاثي الرابع لسنة 2006 مرورا بكل الثلاثيات للسنوات 2000، 2001، 2002، 2003، 2004، 2005 على التوالي، مع إيضاح متوسط تسعيرة السهم لكل منها.

فقد قدر المتوسط في البداية بقيمة 810 دينار جزائري ما يقابله 658 عملية تداول، لكنه سرعان ما انخفض في سنة 2000 ليصل إلى قيمة دنيا التي تقدر ب 751 دينار جزائري مع انخفاض عمليات التداول أيضا، و لم تسجل هذه الميزانية الانخفاض الوحيد بل واصل متوسط التسعيرة في الانخفاض إلى أن بلغ 575 دينار جزائري في نهاية 2001، غير أنه استمر في التدهور ليتمس 331 دينار جزائري في الثلاثي الثالث لسنة 2005 لكن هذا المتوسط عرف ارتفاع طفيف، فكانت آخر قيمة لمتوسط التسعيرة لسنة 2006 تدر بقيمة 420 دينار جزائري، إلا أن هذا لا يعتبر ارتفاعا معتبرا مقارنة بالسعر الذي طرحت به.

و يمكن استنتاج، من خلال ما سبق، أن قيمة متوسط تسعيرة السهم في تدهور مستمر، إلى درجة أنه خلال الثلاثي الثالث لكلا من السنتين 2003 و 2004 لم يسجل مجمع صيدال أي عملية تداول لأسهمها، و هذا ما بينه المنحنى البياني أعلاه الذي يوضح تغيرات تسعيرة أسهم مجمع صيدال لأسهمه المتداولة في بورصة الأوراق المالية.

بمقارنة الوضعية الاقتصادية لمجمع صيدال و متوسط تسعيرة أسهمه، يستنتج أن هذا التدهور والانخفاض الذي عرفته أسهم صيدال غير منطقي، حيث من المفروض أن تعكس تسعيرة الأسهم حقيقة المؤسسة و هذا على حسب ما هو معمول به في البورصات العالمية، إذ يلاحظ عكس ذلك بخصوص أسهم صيدال، حيث بدلا من الارتفاع نتيجة التطور الملحوظ لمجمع صيدال سنة تلوى الأخرى كان مصيرها التديني و الانخفاض.

و يرجع هذا الانخفاض إلى اقتناء أسهم مجمع صيدال من قبل أشخاص يفتقدون للوعي و الثقافة في مجال البورصة، حيث يعتقدون أن الأسهم شبيهة بالسندات التي تتميز بالدخل الثابت بغض النظر عن الدخل الذي تحققه المؤسسة، على عكس الأسهم التي تتميز بالعوائد الغير أكيدة.

بالإضافة إلى ذلك يتعرض حملة الأسهم لمخاطرة رأس المال، فعدم توفر الدولة الجزائرية على رجال أعمال يتمتعون بالجرأة و روح المخاطرة أدى إلى الإسراع في التخلص منها و لو بسعر أدنى عن سعر اقتنائهم لها، فواد بذلك العرض عن الطلب لهذه الأسهم، هذا من جهة، و من جهة أخرى، عدم حيوية

سوق الأوراق المالية في الجزائر و ضعفه لقلّة المؤسسات المدرجة فيه، أي هذا يعني غياب التنويع في الأوراق المالية و الذي ينعكس سلبيًا على عمليات التداول التي بدورها تؤثر مباشرة على تسعيرة الأسهم. زيادة على ذلك، لم توفر الهيئة المكلفة لخصوصية مجمع صيدال المعلومات الكافية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم في تداول أسهمه و هذا ما يفسح المجال إلى انتشار إشاعات و توقعات بعض الأشخاص بانخفاض قيمة الأسهم، الأمر الذي ساعد على تدهور تسعيرة أسهم مجمع صيدال.

### المبحث الثالث: إطلاعات و آفاق مجمع صيدال

#### المطلب الأول: إطلاعات مجمع صيدال

انتهج المجمع في السنوات الأخيرة سياسة جديدة سمحت له باحتلال مرتبة جيدة على مستوى دول الحوض الأبيض المتوسط، هذا ما جعله يستقطب أكبر المخابر الصيدلانية العالمية.

#### 1- اتفاقية الشراكة

سمحت اتفاقية الشراكة التي أبرمها مجمع صيدال مع المخابر الأجنبية بوضع خطة للإنتاج المشترك و تبادل الخبرات بين المجمع و المخابر الأجنبية، و من أهم النتائج الإيجابية للشراكة في هذا الميدان نمو إنتاج صيدال ب 120 مليون وحدة فضلا عن توفير 880 منصب عمل جديد. و لقد تمحورت عقود الشراكة التي أبرمها مجمع صيدال مع المخابر الأجنبية حول نشاطات أساسية:<sup>(1)</sup>

#### 1-1- اتفاقيات الإنتاج و التصنيف

و التي تتضمن عقدين:

- شراء رخصة الإنتاج.

- التشكيل.

فهذه العقود أبرمت مع 10 مخابر حاملين ل 43 مستحضر، حجم الإنتاج قدر ب 13 مليون وحدة بيع و تتمثل هذه الشركات في:

- فايزر (أمريكا) ← فرع فارمال (الدار البيضاء).

- رون بلانك (فرنسا) ← فرع فارمال (الدار البيضاء).

- رام فارما (الأردن) ← فرع فارمال (الدار البيضاء).

(1) Rapport de gestion, 1999, p : 25.

- حياة فارم (الأردن) ← فرع فارمال (الدار البيضاء).
- سولفاي فارم (فرنسا) ← فرع فارمال (الدار البيضاء).
- نوفو نورديسك (الدنمارك) ← مركب المدية.
- سيدي كوبا (كوبا) ← مركب المدية.

### 1-2- الاتفاقيات الصناعية

وفقا لهذه العقود، تتفق صيدال و تتعاقد مع المخابر الأجنبية بغرض إنشاء وحدات إنتاج الأدوية بالجزائر لصالح هذه المخابر مع إمكانية الاستفادة من الخبرات و التكنولوجيا الأجنبية. و من أهم العقود التي برمت في هذا الإطار تمثلت فيما يلي:

#### 1-2-1- عقود الشراكة مع مخبر إياي

تم إبرام هذا العقد في 1999/2/6 بالمدينة بهدف إنتاج المضادات الحيوية و لقد تم الاتفاق على إنتاج 200 ألف وحدة خلال 1999.

#### 1-2-2- عقود الشراكة مع مخابر غلاسوولكوم

تم الاتفاق على إبرام هذا العقد في 1998/07/08، و تعتبر هذه المخابر من أكبر الشركات الرائدة عالميا في الميدان الصيدلاني، و لقد كانت تهدف صيدال من وراء هذه الشراكة إلى تنويع تشكيلة منتجاتها و تغطية أكبر من السوق الوطنية، لذلك فقد قدرت هذه الشراكة ب 40 مليون دولار إنتاج 30 مليون وحدة بمصنع الرويبة.

#### 1-2-3- عقود الشراكة مع مخبر رون بولانك

لقد تم إبرام عقد القانون الأساسي لشركة (رون بولانك-صيدال) بين السيد الرئيس المدير العام \*علي عون\* و ممثل شركة بلانك السيد/ \*ديدي هونس\*، و تقدر الطاقة الإنتاجية لهذه الشركة ب 30 مليون وحدة، إضافة إلى توفير 140 منصب شغل في أحدث التخصصات سواء تعلق الأمر بالمضادات الحيوية و أمراض القلب و الأوعية و قد قدرت قيمة هذه الشراكة ب 40 مليون فرنك فرنسي، حيث ساهمت رون بلانك ب 70% و اجمع ي 30% و تم تسويق المنتجات الناتجة عن هذه الشراكة انطلاقا من سنة 2004.

#### 1-2-4- عقود الشراكة مع مخابر فايزر

تم فتح ورشات إنتاج الدواء صيدال-فايزر في 1998/09/09 و هذا بعد عقد الشراكة سنة 1997، قدر رأس مال هذه الشراكة ب 16 مليون دولار، ساهم اجمع ب 30% بينما ساهمت

فايزر ب 70%، و تهدف هذه الشراكة على إنتاج 30 مليون وحدة، تتمثل خاصة في الحبوب الجافة والتي تختص فايزر بإنتاجها.

### 1-2-5- عقود الشراكة مع مخابر نوفونورديسك

لقد أبرمت صيدال عقود شراكة مع عدد من المخابر الفرنسية لإنتاج الأنسولين بذراع بن خذة (تيزي وزو) و هذا مع مخبر نوفو نورديسك و بيرفارم، و قدر رأس المال المستثمر ب 33,66%، فيناليب ب 3,25% ن صيدال 10%، و ساهمت فروع أخرى SFI، IFI ب 12,46% و يوفر هذا المصنع 250 منصب عمل دائم و 1000 منصب عمل مؤقت و يتولى هذا المصنع إنتاج 75 نوع، من بينها مضادات السرطان كمادة الأنسولين التي تم إنتاجها لأول مرة على مستوى التراب الوطني، وتم من خلال هذه الشراكة إنتاج 4 ملايين قارورة أنسولين، حيث أن 2 مليون منها لتغطية حاجيات السوق الوطنية و الباقي يوجه للتصدير.

### 1-2-6- عقود الشراكة المبرمة مع المجمع الصيدلاني

يهدف إلى تنويع مصادر التمويل و توسيع تشكيلة منتجاتها على مستوى السوق الوطنية، و قد سعت صيدال إلى إبرام شراكة مع الشركة الأوروبية لصنع الأدوية و العتاد الطبي، و لقد انبثق على هذا العقد تأسيس شركة جزائرية متخصصة في هذا المجال و هي (صوميدال) و التي بدأ وضع حجر أساسها في منطقة الروبية من طرف الرئيس المدير العام لمجمع صيدال و المجموعة الأوروبية، و لقد قدرت تكلفة المشروع ب 20 مليون دولار ساهمت صيدال ب 30%، و يرمي هذا المشروع إلى إنتاج ما يعادل 27 مليون وحدة إنتاجية.

### 2- حصيلة شراكة صيدال مع المخابر الأجنبية<sup>(1)</sup>

مجلس إدارة مجمع صيدال المنعقد في جلسة عادية يوم 2001/09/23 قام بضبط حسابات السداسي الأول من سنة 2001 و طبقا للتنظيم رقم 2002/02 ل COSOB المؤرخ في 2000/01/20 يبلغ مساهمي المؤسسة بحصيلة السداسي الأول من سنة 2001. تميز السداسي الأول من سنة 2001 بديناميكية معتبرة لأهم وظائف مجمع صيدال و كذا التحسنات المسجلة في ميادين المبيعات، الإنتاج، الشراكة.

(1) بلاغ صيدال بصحة جيدة \* مجلس الإدارة المنعقد يوم 2001/10/23 \* (السداسي الأول).

فعلن شراكة مجمع صيدال مع المخابر الأجنبية سجلت كالاتي:

- شراكة مجمع صيدال و المجمع الصيدلاني الأوروبي \*صوميدال\* دخلت مرحلة خلال السداسي الأول من سنة 2001:

- دخول كل من : - شركة أفنتيس.

- شركة دار الدواء.

مرحلة الإنتاج خلال السداسي الأول مع مجمع صيدال.

شركتين تدخلان مرحلة الإنتاج سنة: 2002

1- فايزر و شراكتها مع صيدال تحت اسم \*فايزر-صيدال مانوفاكتورينغ\*

2- صيدال أكاديما (تافكو).

مشاريع الشراكة المسطرة خلال السداسي الأول من سنة 2001. (1)

## 2-1- فارما كوبا

تم التوقيع على بروتوكول اتفاق بين الشريك الكوبي \*فارما كوبا\* و مجمع صيدال يوم

2001/05/24، يتمثل هذا البروتوكول في إنشاء شركة إنتاج الأدوية الجنيسة، كذلك المستعملة في معالجة أمراض القلب، الأمراض التنفسية (الربو، السل، السيدا) (المعالجة الثلاثية و كذات الأدوية الناجمة عن البيوتكنولوجيا لمعالجة الالتهابات الكبدية (C,B)).

## 2-2- باكستر الولايات المتحدة الأمريكية

حصلت المناقشات مع المخبر الأمريكي \*باكستر\* إلى وضع إطار شراكة صناعية تشمل الأهداف

التالية:

- التسيير لاستغلال موقع إنتاج المحاليل المكثفة بجسر قسنطينة لفرع بيوتيك لمجمع صيدال.

- تنمية قائمة المنتجات و كذا قدرات الإنتاج.

## 2-3- لاد فارما الجزائر (2)

في إطار ترقية علاقة الشراكة بين الشركات الوطنية، قام مجمع صيدال و الشركة الأجنبية \*لادفارما\*

بالتوقيع على بروتوكول اتفاقا الشراكة يقتصر في المرحلة الأولى على تكثيف منتجات \*لادفارما\* في

الورشات التابعة لفرع فارما لمجمع صيدال.

(1) نفس المرجع أعلاه.

(2) بلاغ صيدال بصحة جيد \* مجلس الإدارة المنعقد يوم 2001/10/23 \* (السداسي الأول).



و سيوسع هذا الاتفاق في الأشهر القادمة على الأنشطة الأخرى (بجثن تطوير، توزيع).

### 3- صيدال و شهادتي الجودة إيزو 9001-9002<sup>(1)</sup>

في حفل رسمي تم يوم 2001/12/22 بالفندق الكبير المار كير، تم تسليم شهادة المطابقة إيزو 9002-9001 لمجمع صيدال إلى السيد/ الرئيس المدير العام لمجمع صيدال السيد علي عون، بحضور وزير الصحة السيد عبد الحميد أبركان و وزير الصناعة و إعادة الهيكلة السيد عبد المجيد مناصرة، ووزير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة السيد عبد القادر سماري، و رئيس جمعية (AFAQ) الرائدة الفرنسية للتأمين على النوعية السيدة فرانسوا كوربو.

الحفل استهل بكلمة الرئيس المدير العام لمجمع صيدال، حيث اعتبر هذه القفزة نوعية، خطوة تقتحم المجمع من ناحية التحكم الإستراتيجي في الصناعة الصيدلانية في ميدان المنافسة بين أكبر الشركات العالمية المصنعة للدواء.

الشهادتان الممنوحتان تتمثلان في شهادة المطابقة إيزو 9001 لمركز البحث و التنمية الكائن بالحراش، و كذا لفرعه المتخصص في صناعة المضادات الحيوية بالبرواقية (المدية)، و مركزي التوزيع بوهران و باتنة، أما شهادة المطابقة إيزو 9002 فقد منحت للمصنع الواقع بجسر قسنطينة - فرع بيوتيك - المتخصص في صناعة المحاليل الثقيلة في الأكياس.

### المطلب الثاني: الآفاق المستقبلية لمجمع صيدال

انتهجت صيدال في الأربع سنوات الأخيرة إستراتيجية جديدة تهدف إلى تعزيز موقعها في السوق العالمية للأدوية، من خلال العمل المتكامل و الحرص الدائم على مراقبة جودة و نوعية المنتج بصرامة قبل، أثناء، و بعد التصنيع.

و لعل من أهم خصائص هذه المرحلة الانتقالية، هو إمضاء عدة اتفاقيات شراكة مع مخابر ذات سمعة عالمية، ثم طرح 20% من رأس مال صيدال في بورصة القيم أين كان الطلب أكثر من العرض بنسبة 143%.

(1) تصريح السيد عوني بوعلام {السكرتير العام لمجمع صيدال} يوم 2002/03/08 لجريدة اليوم العدد 857 الصادرة بتاريخ 2001/12/23.

إن هذا الشكل الذي اتخذته صيدال - مجمع صناعي - يتمثل في مجموعة اقتصادية مكونة من مؤسسات مستقلة إداريا و تابعة لمركز قرار واحد يدعى بمقر المجمع، هذه المؤسسات هي الفروع الثلاثة للإنتاج (بيوتيك - فرمال - بيوتيكال) بالنسبة لصيدال.

بينما ينحصر دور الفروع في تدعيم مركز المجمع في السوق الوطنية و العالمية، و على الوتيرة نفسها تطمح صيدال إلى استثمار 1500 مليون دج على المدى المتوسط في تجديد وسائلها الإنتاجية الموجود حاليا حتى يتسنى لها تحسين مستوى الإنتاج و تثمين طاقته لتصل إلى 180 مليون وحدة بيع آفاق 2004.

كما تهدف على المدى الطويل إلى تعزيز مكانتها في السوق الجزائرية و هذا لتغطية 53% من سوق الأدوية ابتداءً من العشرية القادمة و ذلك بـ:

### 1- تكثيف الجهود

و ذلك في ميدان التسويق و الإعلام الطبي و الميدان التجاري حيث قامت الدولة بإنشاء مديرية التسويق و الإعلام الطبي.

### 2- توسيع قائمة إنتاجها من خلال

- تسخير كل الوسائل لإنتاج أدوية حديثة بإدماج طرق استثمار أكثر حداثة.
- التحكم الجيد في جمع مميزات المنتجات بالاحترام المطلق لمبادئ الإنتاج الجيدة.
- التلبية المستمرة لاحتياجات المريض بتوفير الأدوية المطابقة لشروط و نوعية و لفعالية و الصرامة.

### 3- زيادة إنتاجية العامل عن طريق

- إعطاء الأهمية للطاقات البشرية.
- تطوير الكفاءات بتحسين المعرفة و التصرف.
- خلق شروط انتعاش العامل في محيط عمله.

### 4- تقديم أدوية منافسة

و هذا في مجال الجودة و السعر و ذلك بالتحضير لمقاييس النوعية (إيزو 2000).

### 5- زيادة قدراتها في البحث و التنمية

إن هدف صيدال على المدى المتوسط يتمثل في تقوية وضعيتها للهيمنة على السوق الجزائرية ولتحقيق الأهداف السالفة الذكر يقوم مجمع صيدال بالإجراءات التالية:

**5-1- الإنتاج****5-1-1- سوق الأدوية المطابقة للأصل**

لتأكيد المجمع لوضعيته في سوق الأدوية المطابقة للأصل، سيقوم على المدى المتوسط باستثمار ما قيمه 1393,3 دج في إطار تجديد وسائل الإنتاج الحالية ليكون في المستوى المطلوب، و كذا زيادة قدراته من 130 مليون وحدة بيع لآفاق 2004، و هذه الطاقات الإنتاجية الجديدة ستسمح بتحقيق رقم أعمال يقدر ب 8 ملايين دج ابتداء من 2004 في سوق الأدوية المطابقة للأصل، و بذلك تضاعف بأربع مرات الإنتاجية الصافية لخمس سنوات سابقة.

**5-1-2- سوق التخصصات**

دخول صيدال في هذا السوق مبرمج كما يلي:

- تحويل التكنولوجيا و ذلك عن طريق تكوين عمال لمجمع.
- دخول الاختصاصات الصيدلانية على مستوى السوق الجزائرية، ذلك في إطار معالجة (الأمراض المزمنة) بأسعار أقل من المنتجات المستوردة مباشرة.
- توسيع تشكيلة منتجاتها.
- زيادة رقم أعمالها.
- الحد من استيراد الأدوية و زيادة الصادرات.
- التخفيض من البطالة.
- زيادة المستوى العلمي و التكنولوجيا للصناعة الصيدلانية المحلية.

**5-1-3- تأمين النوعية**

- تطبيقا للإستراتيجية التطويرية و المستقبلية يطمح مجمع صيدال إلى تحقيق نوعية شاملة لجميع المتوجات و النشاطات المنافسة، و لقد تمت في هذا المجال العديد من الإجراءات التي تخضع لمقاييس النوعية منها -
- إيزو 9001 - بالإضافة إلى:
  - تكنولوجيا جديدة.
  - متابعة التقدم العلمي قصد تحسين سمعة المجمع و سمعة منتجاته و استعمال طرق تسيير فعالة.
  - الاهتمام و البحث الدائم بهدف الإرضاء التام للزبائن.

**5-1-4- الجانب المالي**

إن دخول مجمع صيدال إلى البورصة يهدف إلى:

- تطوير شهرة المجمع.
- الحصول على تمويلات على أفضل الشروط.
- إدخال في المؤسسة أحسن مقاييس التسيير للاستجابة لمختلف متطلبات المحيط.
- الخوصصة الجزئية للمجمع و المقدرة حالياً ب 20% من رأس ماله و المتوقع أن تكون 60% في آفاق 2004.

**5-1-5- الجانب التسويق و الإداري**

هناك بعض الأنشطة يجب تحقيقها على المدى القصير و هي:

- إنشاء مكتب تمثيل الشركة في الأردن للتقرب من المستهلكين.
- إعداد دراسات كمية و كيفية للسوق و ذلك لـ:
  - معرفة هيكل سوق المنتجات الصيدلانية.
  - معرفة درجة تطور استهلاك منتوجات المؤسسة.
  - معرفة المنتوجات الرائدة.

## خلاصة الفصل الرابع

يمثل هذا الفصل الجانب التطبيقي للدراسة النظرية وذلك من خلال ثلاث مباحث حيث خصص المبحث الأول لتقديم مجمع صيدال من خلال تعريف المجمع، وتطور نشاطه وإجراءات دخوله إلى سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فتم التطرق فيه إلى الوضعية الاقتصادية لمجمع صيدال عن طريق دراسة الوضعية المالية له، أما المبحث الثالث، فتم ابراز فيه مختلف إطلاعات وأفاق صيدال المستقبلية.

إن دخول صيدال إلى سوق الأوراق المالية، عن طريق فتح 20% من رأسمالها الاجتماعي أي ما يقابل 2000000 سهم، و طرحها في بورصة الأوراق المالية يعكس الحالة الجيدة للمجمع كما أن سهم صيدال يتأثر بعدة عوامل داخلية و خارجية، و هذا ما لاحظناه في دراسة لواقع سهم صيدال، بما أنه يتم تحديد القيمة السوقية للسهم عن طريق العرض و الطلب، إذ أن الإشاعات تلعب دوراً كبيراً في تذبذب أسعار السهم و هو ما يشهده مجمع صيدال حالياً.

## خاتمة

يعتبر سوق الأوراق المالية من أهم آليات اقتصاد السوق باعتباره مصدرا من مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل عملياتها الاستثمارية، وذلك من خلال إصدارها للأوراق المالية أسهم أو سندات، ولهذه الأهمية تم إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر بصدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وإحداث الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية وذلك بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في الجزائر وشركة إدارة بورصة القيم، إلا أن سوق الأوراق المالية لم يلق الفعالية والمرونة المرجوة، وهذا راجع لعديد من العراقيل التي حالت دون تحقيق الأهداف المنشودة من إنشائها ومن خلال دراستنا تعرفنا على واقع الجمع الصناعي صيدال في البورصة، ومن خلال العرض السابق توصلنا إلى أهم:

### نتائج البحث:

- 1- أسواق الأوراق المالية لها دور كبير في الاقتصاد القومي لأي بلد ولذلك يجب الاستفادة منها لتوفير الموارد التمويلية الضرورية لتنفيذ خطط التنمية.
- 2- إن لأسواق الأوراق المالية ذات أهمية كبيرة في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، لذلك فهي تحظى بالاهتمام الكبير من طرف كل الدول المنشئة لها.
- 3- تحول الاقتصاد الجزائري من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد السوق أوجب إنشاء سوق الأوراق المالية بهدف توفير الموارد المالية اللازمة للمؤسسات العمومية.
- 4- بالرغم من مرور عدة سنوات من إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر إلا أن أدائها ما يزال ضعيفا إذ تتصف بما يلي:

- قلة المؤسسات المنظمة إلى السوق، أي النقص الشديد في العرض المقاس بعدد الشركات المدرجة، حيث إلى حد الآن يوجد شركتين مدرجتين فقط في سوق الأوراق المالية بالجزائر هما مجمع صيدال ومؤسسة فندق الأوراسي، بعد انسحاب رياضي سطيف، والطلب المقاس بحجم وعدد أوامر البيع والشراء، فكثيرا ما كانت جلسات التداول لا تشهد أي معاملة.
- ضعف التنوع في محفظة الأوراق المالية للمستثمر إذ يتم التعامل فقط على سهمين في الحاضر.
- تعتمد سوق الأوراق المالية بالجزائر في تسعير الأوراق المالية على تقنية قيد التثبيت.

- تطور سوق الأوراق المالية بالجزائر مرهون بانضمام المؤسسات إليها، وهذا راجع لصعوبة استيفاء الشروط القانونية للانضمام من طرف المؤسسات العمومية.
- 5- هناك عدة عقبات وعراقيل حالت دون فعالية سوق الأوراق المالية بالجزائر تمثلت فيما يلي:
- إنشاء سوق الأوراق المالية جاء بشكل مبكر دون مراعاة الظروف الاقتصادية والاجتماعية التي تعيشها البلاد.
- ضعف الثقافة المالية لدى غالبية الجمهور، وهذا ما يؤدي إلى عرقلة الاستثمار في الأوراق المالية.
- انتشار ظاهرة السوق الموازي، الأمر الذي يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى الاستثمار في هذا النوع من السوق بدل من توجيهها إلى سوق الأوراق المالية.
- ضعف أداء بعض المؤسسات الاقتصادية مما يجعلها غير قادرة على تلبية شروط الانضمام إلى سوق الأوراق المالية.
- غياب سياسة ترويجية واضحة لسوق الأوراق المالية سواء من طرف الهيئات المنظمة له، أو من طرف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية.
- الجانب الديني والذي له الأثر الكبير في تحفيز التعامل في الأوراق المالية من عدمه، ذلك لأن هناك اتجاه متزايد لإصدار سندات وهذا مالا يشجع على الإقبال عليها كونها تشمل على الربا المحرم في الإسلام وهذا ما سيؤثر على الطلب على الأوراق المالية.
- 6- الخصوصية الجزئية حملت معها الخصوصية عن طريق سوق الأوراق المالية، ومؤشر صيدال خير دليل على ذلك.
- 7- تطور السهم يتأثر بعدة عوامل داخلية وخارجية، وهذا ملاحظناه في دراستنا لواقع أسهم صيدال.
- 8- انضمام صيدال إلى سوق الأوراق المالية يعكس الحالة المالية الجيدة للشركة.
- 9- يتم تحديد القيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية عن طريق العرض والطلب، إذ أن الإشاعات تلعب دور كبيرا في تذبذب أسعار الأسهم، وهذا ما يشهده مجمع صيدال حاليا.

## الاقتراحات والتوصيات:

- انطلاقاً من النتائج المتوصل إليها فإن أهم الاقتراحات التي نراها كفيلة بتأدية دور سوق الأوراق المالية في تطوير الاستثمار وتطوير مجمع صيدال هي كالتالي:
- تحسين المناخ الاستثماري لأن تطور سوق الأوراق المالية يرتبط ارتباطاً وثيقاً بتحسين المناخ الاستثماري.
  - إعادة النظر في التشريعات الخاصة بسوق الأوراق المالية خاصة فيما يتعلق بشروط الإدراج وشركات الوساطة المالية، مع تقديم حوافز لإنشاء شركات مساهمة يتم طرح أسهمها وتداولها في سوق الأوراق المالية.
  - إنشاء صناديق الاستثمار والتي تتيح للمستثمر تنويع أسهمه بتكلفة منخفضة وتخفيض درجة المخاطرة التي يمكن أن يتعرض إليها، وهذا ما يؤدي إلى رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.
  - تفعيل دور شركات التأمين في تأهيل السوق الأوراق المالية، وهذا لما تتوفر عليه هذه الشركات من نسبة كبيرة من رأس المال.
  - العمل على تحرير انتقال رؤوس الأموال عن طريق ربط سوق الأوراق المالية بالجزائر والأسواق المالية العربية والدولية.
  - إنشاء قاعدة بيانات لسوق الأوراق المالية وهذا لنشر الثقافة الاستثمارية المالية والإعلام المالي بين الأفراد والتعريف بنشاط السوق وفرص الاستثمار، وهذا بمختلف الوسائل المسموعة والمكتوبة، وهذا لخلق دائماً الوعي البورصي لدفع المواطنين لاستثمار مدخراتهم في الأوراق المالية.
  - وضع طرق وآليات جديدة لتسيير الأوراق المالية على مستوى السوق.
  - أخذ التجربة من أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية لاكتساب الخبرة والتجربة الميدانية.
  - تنويع الأوراق المالية بخلاف الأسهم العادية لمجمع صيدال.
  - الشفافية في تقديم المعلومات لزيادة ثقة المستثمرين، وبالتالي زيادة جانب الطلب على مستوى السوق.
  - توجيه القدرات التمويلية نحو الاستثمارات المنتجة، وحصول المدخرين على عوائد معقولة، والرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد يساهم في تطوير سوق الأوراق المالية وبالتالي تطوير الاستثمار.
  - الاستقرار السياسي واستقرار التشريعات والقوانين المنظمة والمؤطرة لسيران وعمل سوق الأوراق المالية بالجزائر.
  - إقامة سوق إسلامية للأوراق المالية يطبق فيها قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية سواء من جهة نوعية الأدوات المعروضة أو من جهة العقود.



- توفير الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة التي لا تفيد الاقتصاد الوطني، وكذا الإشهار التام عن أنشطة الشركات المساهمة المتداول أسهمها في السوق بما يسمح للمستثمرين من فهم كامل لاستثماراتهم وتقييم قراراتهم على أسس سليمة.
- تعميق الوعي الادخاري والتوظيفي خاصة لدى صغار المدخرين وتعريفهم بغرض وإمكانيات الاستثمار في الأوراق المالية.
- تسهيل تسجيل وتداول الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية.
- تطوير وتنظيم نشاط الوساطة المالية ورفع كفاءة العاملين فيها والارتقاء بنوع الخدمات التي تقدمها للمستثمرين ولاسيما المعلومات الحقيقية.

### آفاق الدراسة:

تجدر الإشارة في الأخير إلى أن هذه الدراسة مكنت من وضع تطور عام لواقع سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار والجهود المبذولة لتطويرها، وكغيره من الأبحاث يحتاج هذا البحث لجهود إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل ونظرا للصعوبات التي تمت مواجهتها أثناء إعداد هذه الدراسة، تتمثل في قلة الدراسات التي تناولت سوق الأوراق المالية، ونقص المراجع المتخصصة مما تطلب جهدا إضافيا في الوقت وفي البحث، لذلك هناك جوانب لم نتطرق إليها، يمكن أن تكون كمواضيع للدراسة والبحث مستقبلا تدور حول:

- تحديات وفرص سوق الأوراق المالية في ظل العولمة .
- أثر تنوع الأوراق المالية في تأهيل وتطوير سوق الأوراق المالية.
- دور المؤسسات المالية في تأهيل وتطوير سوق الأوراق المالية.
- دور نظم المعلومات المحاسبية في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.
- دراسة تجارب أسواق الأوراق المالية العربية وكيفية الاستفادة منها.
- أثر كفاءة سوق الأوراق المالية على تطوير الاستثمار.

في الختام ، نحمد الله ونسأله التوفيق.

## 1- الكتب

## 1-1- الكتب باللغة العربية

- أحمد لطفي (أمين السيد)، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية 2005.
- التميمي (ارشد فؤاد) وسلام (أسامة عزمي)، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة، الأردن، الطبعة الأولى 2004.
- جمعة (إسماعيل وإبراهيم) وآخرون، المحاسبة الإدارية ونماذج بحوث العمليات في اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- الجمل وجيدان (جمال)، الأسواق النقدية والمالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن الطبعة الأولى 2002.
- حسن عوض الله (زينب) ومشيشة (مصطفى رشدي)، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993.
- الحسيني (فلاح) والدوري (مؤيد)، إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان الطبعة الأولى 2000.
- حماد (طارق عبد العال)، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000.
- حماد (طارق عبد العال)، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، القاهرة 2003.
- الحمصي نديم (علي)، الشركات المساهمة في ظل القانون الوضعي والفقہ الإسلامي، مؤسسة مجد للنشر والتوزيع، بيروت الطبعة الأولى 2003.
- الحناوي (محمد صالح)، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية 1998.
- الحناوي (محمد صالح) وسلطان (إبراهيم) والعيد (جلال)، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة 1999.
- الحناوي (محمد صالح) وسلطان (إبراهيم) والعيد (جلال)، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة 2001-2002.
- الحناوي (محمد صالح) ومصطفى (نمال فريد) والعيد (جلال إبراهيم)، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية 2004-2005.

- حنفي (عبد الغفار)، البورصات، وأسهم، سندات، وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث 1995
- حنفي (عبد الغفار) وقرىا قص (سمية)، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2004.
- الداغر (محمود محمد)، الأسواق المالية، مؤسسات، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان الأردن 2005.
- رضوان (عبد الحميد سمير)، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة الطبعة الأولى 2005.
- رمضان (زياد)، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن الطبعة الثانية 2002.
- الزبيدي (حمزة محمود)، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، الأردن 2000.
- الزبيدي (حمزة محمود)، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، الاردن 2001.
- زويل (محمود أمين)، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية 2000.
- السوقي (إيهاب)، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة 2000.
- محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى 1992.
- الشماع (خليل حسن)، الإدارة المالية، مطبعة الخلود، بغداد الطبعة الرابعة 1992.
- شمعون شمعون، البورصة، أطلس للنشر، الجزائر 1993.
- عبد ربه (محمد محمود)، طريقك إلى البورصة، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000.
- عبد المطلب (عبد الحميد)، التمويل المحلي والتنمية المحلية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001.
- عثمان (محمد) وحميد (إسماعيل)، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، 1993.
- عطوان (مروان)، الأسواق النقدية و المالية البورصة و مشكلاتهما في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى 1993.
- عطوان (مروان)، الأسواق النقدية و المالية البورصات و مشكلاتهما في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائرية، الطبعة الثانية 2003 الجزء الأول
- عطية (احمد صلاح)، مشاكل المرجعة في الأسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002-2003
- عفيفي حاتم (سامي)، التامين الدولي، الدار المصرية اللبنانية، (القاهرة)، الطبعة الأولى 1986.
- 33 عليوة (السيد)، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة 2006.

- كاظم (مراد)، البورصة، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية 1967.
- محمد مصطفى (محمد عبده)، تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية الطبعة الأولى 1998.
- مطر (سالم)، مبادئ الاستثمار، الهيئة العامة للتعليم، 1990.
- مطر (محمد)، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، مؤسسة الوراقة للنشر والتوزيع، عمان 2003.
- مطر (محمد) وتيم (فايز)، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان الطبعة الأولى 2004.
- موسوي (ضياء مجيد)، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم السندات، منشورات الجزائر، الطبعة الأولى 1998.
- موسوي (ضياء مجيد)، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- هارون صبري (محمد)، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، الأردن 1999.
- هندي (منير إبراهيم)، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- وفا (عبد الباسط) و حسن (محمد)، بورصة الأوراق المالية، النهضة العربية، 1996.
- ولعلو (فتح الله)، توزيع المداخيل النقود والائتمان، دار الحديق الطبعة الأولى، 1981.

## 1-2- الكتب باللغة الأجنبية

- BOUKRAMI (A), Vade-mecune de la finance, OPU, 1<sup>ere</sup> édition, 1992
- BALLEY (P), La bourse synthèses et réalités, édition 1987
- COSMO (P), La Gestion financière de l'entreprise, Edition Dunod, Paris, 7<sup>eme</sup> édition, 1989.
- COSMO (P) et HENECIN (F), Gestion financière de l'entreprise, Edition Dunod, Paris, 2<sup>eme</sup> édition, 2001.
- CHOINEL (A), et ROYER, le marché financier, structures, revu de banque, 5<sup>eme</sup> édition, 1993.
- DAYAN (A) et autres, Manuel de gestion, Edition ellipes, Paris, 1999.
- DEFOSSE (G), BALLEY (P), La bourse des valeurs, que sais-je ? édition Bochene, Alger, 16<sup>eme</sup> édition, 1993.
- DOULANE (Amar), et MICHEL ROCHI (Jean) et SUGWATT (Jaque), vade-mecune de la bourse et des marchés financières, édition Arnaud farnal, Canada, 2<sup>eme</sup> édition, 2002.
- FLEURIET (Michel) et SIMO (Yves), Bourse et marchés financières, édition economica, Paris, 2<sup>eme</sup> édition, 2003.

- FRANÇAIS (L) et HENRY (N), trante des opérations de charge ; bours-banque, édition comptabilité commercial et financière, Bruxelles, 9<sup>eme</sup> édition.
- JACQUILLAT (B) et SLONIK (B), Marché financière, gestion de portefeuille et des risques, DUNOD, 2<sup>eme</sup> édition, 1994.
- JACQUILLAT (B) et SLONIK (B), Marché financière, gestion de portefeuille et des risques, DUNOD, 3eme édition, 1997.
- LAMIRI (A), gérer l'entreprise Algérienne en économie de marché, Prest com édition, Alger, 1993.
- LA CROIX (R), la bourse a la porte de tout, édition agence d'Arc, 1984.
- MANSOURI (M), la bourse des valeurs mobilières d'Alger, édition Dar Houma, Alger, 2002.
- MARCHAL (J), monnaie et crédit, Cujas, 4<sup>eme</sup> édition 1967.
- MARTIN (D), précis d'économie, édition Nathan, Paris, 1997.
- MAURGER (N), Financement et coût du comptabilité de l'entreprise, édition economica, Paris, 1993.
- MORISSETTE (D), décision financière a long termes, l'investissement-financement-politique devidente, SMG, Québec, Canada, 3<sup>eme</sup> édition, 1994.
- PICON (OLIVIER), La bourse et mécanismes gérer son portefeuille, édition Dalloz, Pris, 14 eme édition, 2000.
- TEULON (F), Les marchés des capitaux, édition seuil, Paris, 1997.
- 22- VIZZANOVA (P), gestion financière, berti édition, Alger, 1993.

## 2- أطروحات ورسائل جامعية

### 2-1- باللغة العربية

- أمقار (سمير)، نجاعة تمويل المؤسسة العمومية الإقتصادية عن طريق البورصة، دراسة حالة مؤسسة رياض سطيف، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001-2002.
- براق (محمد)، بورصة القيم التداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.
- بوعزة (عبد القادر)، التأثير الإيجابي على إختيار تحويل المؤسسة، "دراسة حالة مجمع صيدال" مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2004.
- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية و سبل تفعيلها، رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006.
- حفيظ عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية وناهج تقسيمها-دراسة حالة بورصة الجزائر- مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، قسم العلوم التجارية، المركز الجامعي تبسة، سبتمبر 2004.
- نورين بومدين، أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر، رسالة ماجستير مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، سنة 2006.

- قاسم شاوش لمياء، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة بورصة الجزائر، رسالة ماجستير مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة سنة 2005.

- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع و الآفاق، رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2003

## 2-2- باللغة الأجنبية

- BERAG (M), le marché financier en Algérie, la réalité et les epérances, magistère en science de gestion, école supérieur de commerce, juillet 1993.

## 3- مجلات و مقالات

### 3-1- باللغة العربية

- براق (محمد)، "بورصة الجزائر و الشروط الأساسية لنجاحها"، مجلة الإدارة، المدرسة الوطنية للإدارة، الجزائر، جوان 2001.

- بوراس (أحمد)، "الإستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطر"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 11، جوان 1999.

- جريمي (سيجل)، "مخاطر الإستثمار في الأسهم"، مجلة المساهم، مجموعة المحرة الدولية، عمان، الأردن، العدد الأول، 1997.

### 3-2- باللغة الأجنبية

- YVES SIMON (PR), « risques politique et financières : quelles couvertures », l'économiste bimensuel, N°201, Février 1998. Tunisie

## 4- الملتقيات و الندوات

- براق (محمد)، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي حول التكامل الاقتصادي العربي، المنعقد بجامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 8 و 9 ماي 2004.

- جبار (محفوظ)، "بورصة الجزائر بعد عام من النشاط"، الندوة الأولى حول دور البورصة في الإقتصاد الوطني، دراسة تقييمية لتجارب الأسواق الناشئة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 07/05/2000.

- مجلس إدارة لجمع صيدال المنعقد بتاريخ 2001/10/23، السداسي الأول و السداسي الثاني.  
5- التقارير و الحوليات و المطبوعات

### 5-1- باللغة العربية

- براق (محمد)، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000-2003.

- حوليات لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 01، 1998.

- وثائق داخلية صادرة عن مجمع صيدال.

### 5-2- باللغة الأجنبية

- Bulletin de la commission, cosob, Alger, N° :1, 1998
- Bulletin de la commission, cosob, Alger, N° :1, 1998.
- Bulletin officiel de la cote, N°16-99, Algerie 1999.
- Dossier admission en bourse des titres, d'Eriad- Setif- SPA, 28 Juin 1999.
- DIF (M), mise en place du marché financier en Algerie, Media banque, Revue interne de la banque d'Algerie, N°30, juillet 1997.
- Guide de l'admission, cosob, Alger, Novembre 1997..
- prospectus d'information, les valeurs, Cosob, Alger, 2004.
- Rapport de gestion 1999 : groupe SAIDAL.
- Rapport de gestion 2003 : groupe SAIDAL.
- Rapport de gestion 2004 : groupe SAIDAL.
- Rapport de gestion 2005 : groupe SAIDAL

### 6- نصوص تشريعية و تنظيمية

- الأمر رقم 10/96، الصادرة بتاريخ 10/01/1996 و المتعلق ببيئات التوظيف الجماعي للقيم النقولة.

- القانون رقم 04/03 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 المتعلق بشركة المؤمن المركزي للسندات.

- القانون رقم 04/03 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 10/93 الصادر بتاريخ 2003/02/19 والمتعلق بتنظيم و مراقبة عمليات البورصة

#### 7- الجرائد

- بن خالفة عبد الرحمان، "رئيس جمعية البنوك و المؤسسات المالية"، تنظيم السوق الموازي، جريدة الخبر العدد 4481.

#### 8- مواقع الأنترنت

- [www.cosob.org/archives](http://www.cosob.org/archives) ; date de consultation 26/07/2007
- [www.cosob.com.dz](http://www.cosob.com.dz) ; date de consultation 10/01/2008
- [www.el-aurassi.com](http://www.el-aurassi.com) ; date de consultation 21/07/2007



## الملاحق

الرقم	عنوان الملحق
01	ملف القبول للدخول في البورصة
02	ملصقات اشهارية لترويج أسهم صيدال
03	عقود الشراكة لمجمع صيدال
04	شهادة أسهم مجمع صيدال
05	Cours des cotations et transaction du titre Saidal exercice 2008
06	Activité du titre Saidal par année du 1999au2007
07	Bulletin officiel de lacote " Bourse d'Alger "
08	الهيكل العام لتنظيم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بالجزائر
09	شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة بالجزائر

الشركة القابضة العمومية كينماء صيدال

# مجمع صيدال في البورصة

بمبادرة كورنيليا / 12 / 1998

# عرض

عمومي للبيع

من 15 لظفر إلى 15 مارس 1999

# 2.000.000 سهم

# ب 800



مكتب البورصة الأوراسي، الطابق C، مكتب رقم 1

# 72 78 44

79 78 46 - 50 8 167

الفاكس: (02) 50 57 37

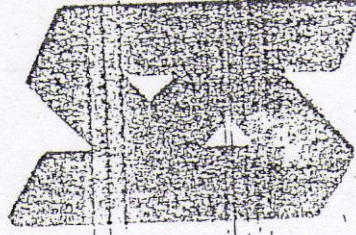


SOCIÉTÉ TERRACHED EL MAIL - SECOP - SPDM  
SCPA - BEA - BNA - BADR - CNEP - ANMA - SIDL

المصدر: مكتب البورصة في مجمع صيدال، الجزائر، 10، 07، 08

الشركة القابضة العمومية كيمياء صيدلة

مجمع صيدال  
في البورصة



أظهرتم حماسا كبيرا لشراء أسهم صيدال



شركونا نحتاجنا

العملية ستستمر الى غاية 15 مارس

فلا تفوتوا الفرصة...

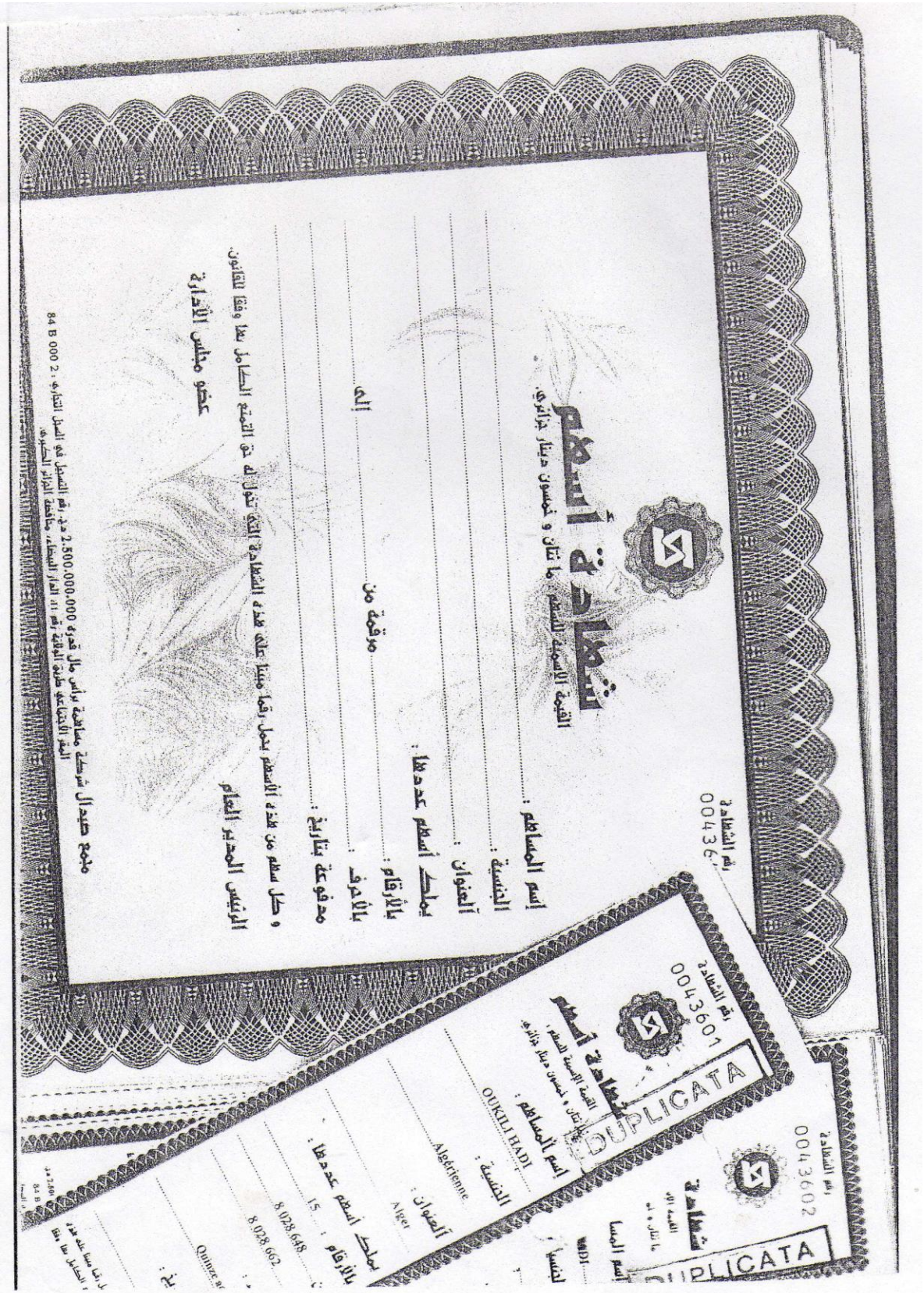
اتصلوا بـ

مكتب البورصة، الأوراسي، الطابق C، مكتب رقم 1

الهاتف: (02) 72 78 44 / (02) 72 78 45 / (02) 50 84 07  
الفاكس: (02) 50 57 37

وسطاء في عملية البورصة: SOGEFI, ERRACHIED EL MALI, SOFICOP, SPDM.  
البنوك المتكفلة بجمع الأمور بالشع: CPA, BEA, BNA, BADR, CNEP, CNMA, BDL.

المصدر: مكتب البورصة في مجمع صيدال، الجزائر، 08، 07، 10



**شهادة أسهم**  
القيمة الاسمية للسهم ما تتان و خمسون دينار جزائري.



رقم الشهادة  
0043601

إسم المساهم :  
الجنسية :  
ألقاب :  
يملك أسهم عددها :  
بالارقام :  
بالأحرف :  
مدفوعة بتاريخ :  
إلى :  
مرفقة من

و كل أسهم من هذه الأسهم يحمل رقما مميزا على هذه الشهادة التي تتولى حق التمتع الصالح بها وفقا للقانون.  
الرئيس المدير العام  
مجمع صيدال شركة مساهمة رأس مال قدره 2.500.000.000 دج. رقم الترخيص رقم الصل التجاري : 84 B 000 2  
البنك الاحتياطي وطني الأوربية رقم 11 الدار البيضاء، مقاطعة الجزائر الكبرى.

**شهادة أسهم**  
القيمة الاسمية للسهم ما تتان و خمسون دينار جزائري.  
**DUPLICATA**  
رقم الشهادة  
0043602

إسم المساهم :  
الجنسية :  
ألقاب :  
يملك أسهم عددها :  
بالارقام :  
بالأحرف :  
مدفوعة بتاريخ :  
إلى :  
مرفقة من

Alger  
Algerienne  
OURLI BADI  
15  
8 028 648  
8 028 662  
Quinzet ar

المصدر: مكتب البورصة في مجمع صيدال، الجزائر، 10، 01، 08

Activité du titre saidal Exercice 2008			
date	Volume transigé	Valeur transigé	Cotation
03/01/2008	1 707	682 800,00	400
07/01/2008	1 500	600 000,00	400
10/01/2008	0	-	400
14/01/2008	1 000	410 000,00	410
16/01/2008	250	100 000,00	400
21/01/2008	185	74 400,00	400
30/01/2008	0	-	400
04/02/2008	1 230	492 000,00	400
06/02/2008	63	25 200,00	400
11/02/2008	199	81 590,00	410
13/02/2008	0	-	410
18/02/2008	0	-	410
20/02/2008	0	-	410
25/02/2008	0	-	410
27/02/2008	192	78 720,00	410
03/03/2008	3180	1 272 000,00	400
05/03/2008	1000	410 000,00	410
10/03/2008	1202	492 820,00	410
12/03/2008	0	-	410
17/03/2008	2498	1 024 180,00	410
19/03/2008	212	86 920,00	410
24/03/2008	23	9 430,00	410
26/03/2008	0	-	410
31/03/2008	765	313 650,00	410
02/04/2008	1235	506 350,00	410
07/04/2008	735	312 830,00	410
09/04/2008	0	-	410
14/04/2008	2134	874 940,00	410
16/04/2008	25	10 250,00	410
21/04/2008	144	58 320,00	405
27/04/2008	0	-	405
05/05/2008	500	202 500,00	405
07/05/2008	10	4 000,00	400
12/05/2008	80	32 000,00	400
14/05/2008	0	0	400
19/05/2008	2000	800 000,00	400
21/05/2008	410	164 000,00	400
26/05/2008	590	236 000,00	400
28/05/2008	0	-	400
02/06/2008	0	-	400
04/06/2008	0	-	400
09/06/2008	0	-	400
11/06/2008	0	-	400
16/06/2008	50	19 000,00	380
18/06/2008	0	-	365
<b>09/07/2008</b>	<b>10</b>	<b>3 950,00</b>	<b>395</b>
<b>total</b>	<b>23 129</b>	<b>9 377 850,00</b>	<b>-</b>

405,51

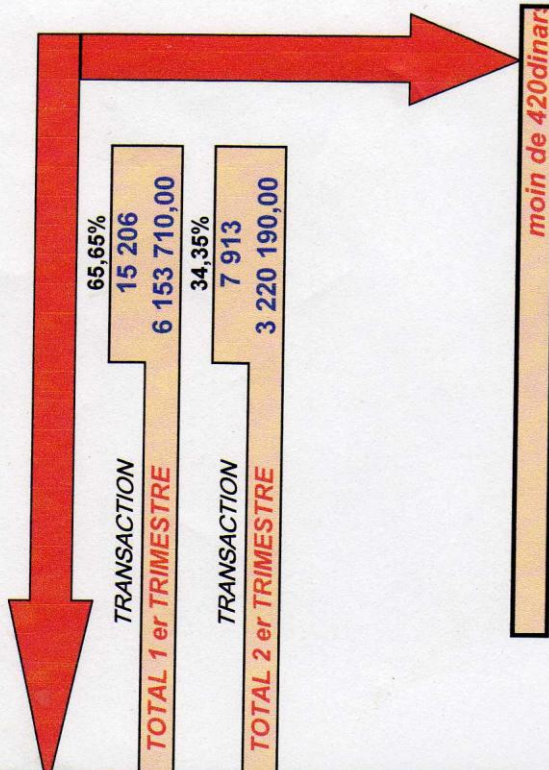
PM

المصدر: مكتب البورصة في مجمع صيدال، الجزائر، 10، 07، 08

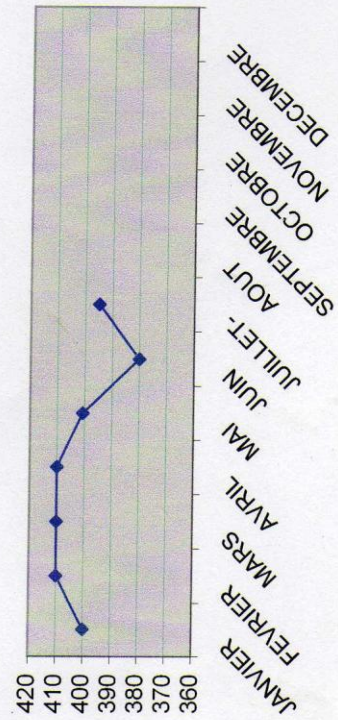
□ □

## TRANSACTION

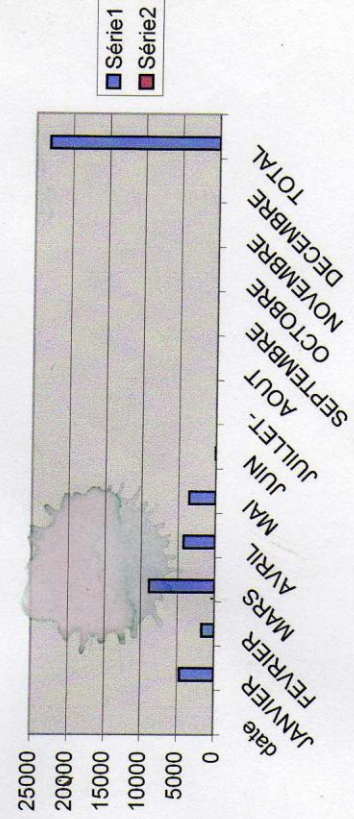
Activité du titre saïdal Exercice 2008			
date	Volume transigé	Valeur transigé	Cotation
JANVIER	4 642	1 867 200,00	400
FEVRIER	1 684	677 510,00	410
MARS	8 880	3 609 000,00	410
AVRIL	4 273	1 762 690,00	410
MAI	3 590	1 438 500,00	401
JUIN	50	19 000,00	380
JUILLET-	10	3 950,00	395
AOUT			
SEPTEMBRE			
OCTOBRE			
NOVEMBRE			
DECEMBRE			
<b>TOTAL</b>	<b>23 129</b>	<b>9 377 850,00</b>	<b>468</b>



### COTATION 2008



### VOLUME DE TRANSACTION

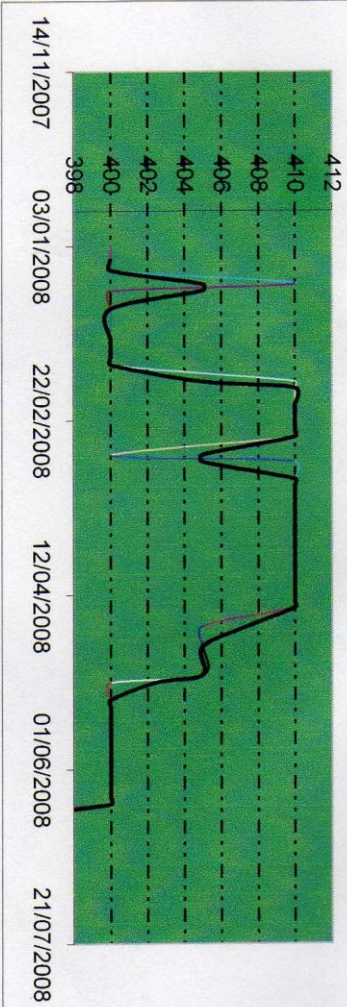


Activité du titre saïdal par année

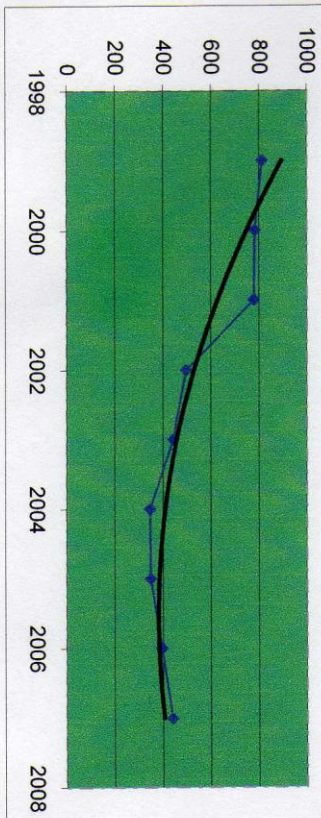
Le prix de l'offre publique de vente arrêté en 99 et de 800DA

mouvement du titre par année			
Année	Volume transigé	Valeur transigé	Cotation
1999	24 898	20 215 870,00	812
2000	165 082	129 358 900,00	784
2001	195 341	152 091 620,00	779
2002	47 915	23 839 055,00	498
2003	6 148	2 718 740,00	442
2004	1 781	616 490,00	346
2005	5 245	1 829 205,00	349
2006	14 266	5 633 480,00	395
2007	510	224 400,00	440

Cotation 2008



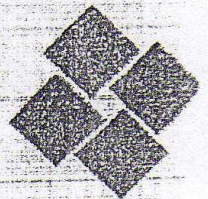
cotation du titre saïdal de 99 a 2007



# Bulletin Officiel de la cote

Société de la Bourse des Valeurs

**Algeria**  
BOURSE D'ALGER



Date de négociation :

18/04/2007

Titres de capital \*

AUR  
SAI

Cours  
Acheteur

Cours  
Vendeur

Volume  
Transig  
Icture

Variation  
du cours

Valeur  
transigée

Nombre de  
transactions

Titres de créance \*\*

AA10  
AT11  
SZ11

100,00

100,45

993

0,00

9 993 000,00

3

Total pour la séance N°:650

1 248

10 080 000,00

10

Date de négociation :

16/04/2007

Titres de capital \*

AUR  
SAI

Cours  
Acheteur

Cours  
Vendeur

Volume  
Transig-  
Icture

Variation  
du cours

Valeur  
transigée

Nombre de  
transactions

AA10  
AT11  
SZ11

100,00

100,00

299

-0,40

1 500 000,00

2

Total pour la séance N°:659

213

2 130 000,00

3

N.B : (\*) Les titres de capital sont cotés en dinars.  
(\*\*) Les titres de créance sont cotés pied de coup ntagé de la valeur nominale.