



تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق بورصة الأوراق المالية

دراسة حالة مؤسسة ALIANCE - ROUBA_ SONELGAZ
في بورصة القيم المنقولة بالجزائر (2004- جوان 2017)

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم
في تخصص: العلوم الاقتصادية

إشراف:
أ.د. غزير محمد مولود

- إعداد الطالب:
سلماني عادل

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة غرداية	أستاذ التعليم العالي	أ.د. مصيطفى عبد اللطيف
مشرفا ومقررا	جامعة غرداية	أستاذ التعليم العالي	أ.د. غزير محمد مولود
ممتحنا	جامعة غرداية	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بن سانية عبد الرحمان
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د. خونسي رابح
ممتحنا	جامعة الجلفة	أستاذ محاضر أ	د. رابحي المختار
ممتحنا	جامعة الأغواط	أستاذ محاضر أ	د. طيبي حمزة



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ





"إني رأيت أنه لا يكتب إنسان كتابا في
يومه ، إلا قال في غده لو غير هذا لكان أحسن ،
ولو زيد كذا لكان أفضل ، ولو ترك ذلك لكان
أجمل ، وهذا من عظيم العبر ، وهو دليل على
استيلاء النقص على جملة البشر"

عماد الدين الأصفهاني



الإهداء

يا من خلقتني فأحسنت، وعلمتني فنفعت، إليك اهدي شيئاً من
جزيل عطائك، فاجعله بقلبي ضياءً، ولبصري جلاءً، أكتبه في
ميزان حسناتي.

إلى حبيبنا في الأنام ومنبع السلام سيدنا محمد .p

إلى من جعلت الجنة تحت قدميها والصبر ملئ كفيها، إلى التي
حملتني وحضنتني وليداً وأفاضت علي من حبها نورا، وشقت لي
درب النجاح في جنح الظلام، أُمِّي الغالية أطال الله في عمرهما.

إلى الذي شيد بشقائه صرح الحياة أمامي، إلى الذي كان سببا
في تعلمي ووصولي إلى هذه الدرجة، إلى الذي زرع في نفسي
حب الإيثار وأرشدني لنيل الرشاد جدي الحاج محمد رحمه الله،
وإلى الغالي أبي أبقاه الله.

إلى من شاركوني وتقاسمت معهم كل أحلامي، إخوتي
الأعزاء. والأهل والأحباب

إلى من سعدت بلقائهم وصعب علي فراقهم (رحمهم الله
وأسكنهم فسيح جنانه)

إلى أصدقائي دون استثناء.

إلى كل هؤلاء اهدي هذا العمل راجيا من الله عز وجل أن
يكتب لنا التوفيق في أعمال أخرى بإذنه تعالى.

سلماني ع

تشكرات

قال تعالى: "وقليل من عبادي الشكور.."

قال صلى الله عليه وسلم: "من صنع إليكم معروفا فكافئوه، فإن لم تجدوا ما تكافئونه به فادعوا له حتى تروا أنكم قد كافأتموه"

بدءاً نحمد الله العلي القدير حمداً كثيراً يليق بجلال وجهه وعظمت سلطانه لا تضاهى آلاءه ونعمه المصبغة وإن اجتهدنا لذلك، له الفضل والحمد والشكر سبحانه وتعالى ونصلي ونسلم ونبارك على شفيعنا ونبينا محمد صلى الله عليه وسلم وبعد:

نتقدم بجزيل الشكر والتقدير والاحترام إلى الأستاذ المؤطر:

{ أ.د غزير محمد مولود }

الذي قبل الإشراف على أطروحتنا فكان نعم المشرف في توجيهاته القيمة حفظه الله .

كما لا بد أن نشكر جزيل الشكر كل من علمنا حرفاً من الطور الابتدائي إلى المرحلة الجامعية

وفي الأخير نتقدم بجزيل الشكر والتقدير للجنة المناقشة

جزأهم الله عنا كل خير

.. والله ولي التوفيق

سلمان ع

الملخص:

يحظى التمويل في العصر الحديث بأهمية بالغة، لأنه أصبح يمثل الحجر الأساس في الإدارة المالية لأي منشأة اقتصادية، كما يعتبر عنصر رأس المال من أهم العناصر في المؤسسة الاقتصادية، فهو المحرك الرئيسي لجميع خططها ومشاريعها سواء في مرحلة الإنتاج أو في مرحلة التسويق والبيع. ومن أهم المصادر التي تتيح الحصول على عنصر رأس المال هي الموارد الذاتية والتمويل المصرفي (البنكي)، فقد كانت المؤسسة الاقتصادية الجزائرية تعتمد عليها بصورة كلية، لكن بعد ظهور مصدر آخر للتمويل ألا وهو البورصة "بورصة الجزائر"، بدأت معظم المؤسسات الجزائرية في الانطواء تحت مظلتها وذلك بإصدار أسهم وسندات حسب طبيعة المؤسسة .

وهدفت هذه الدراسة إلى النقاط التالية:

- محاولة الإحاطة بجميع الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة، حتى يمكن معرفة أوجه القصور في بورصة القيم المنقولة بالجزائر .
- محاولة البحث في التشريعات والتنظيمات المنظمة لعملية تمويل المؤسسات الاقتصادية في بورصة القيم المنقولة وذلك بهدف الوقوف على المزايا ومعوقات عملية التمويل عن طريق البورصة.
- تبيين أهم المراحل والشروط التي توفرت لدى المؤسسات ALIANCE و ROUIBA و SONELGAZ في بورصة القيم المنقولة بالجزائر من أجل إتمام عملية التمويل؟ وذلك بالاعتماد على أسلوب دراسة الحالة .

ومن أهم النتائج التي توصلنا إليها:

- من نقاط الضعف في بورصة الجزائر ومن العوائق التي تقف في سبيل عدم تطور هذه السوق هو صغر حجمها ودورها محدود في حشد الموارد وتخصيصها، ويرجع سبب ذلك إلى محدودية أدوات الاستثمار المالي الأسهم - السندات، وعدد صغير جدا من الشركات المدرجة.
- استفادت كل من شركة ALLIANCE للتأمينات، و شركة ROUIBA للصناعات الغذائية من تمويل من خلال فتح رأس المال داخل بورصة الجزائر في حدود 20%-30% وهي نسبة قليلة مقارنة مع الدور المنوط بالبورصة وهو تحويل المدخرات إلى استثمارات، بينما استفادت من وراء دخولها إلى البورصة من عدة مزايا منها التحفيزات الجبائية والاستثمارية الممنوحة بسبب الدخول إلى بورصة الجزائر .

الكلمات المفتاحية: تمويل ، بورصة الجزائر ، مؤسسة اقتصادية - Alliance - Rouïba - SGBV

Sonelgaz

Résumé

Le financement aujourd'hui a une grande importance, car il devient le pilier primordial, dans la gestion financière pour toute entité économique, et même pour la société pour son rôle efficace à développer l'économie, si la gestion financière a eu sa place dans la pensée économique moderne, la grande part est donnée pour le financement, sa diminution ou son absence au temps opportun, représente un handicap en face l'exécution des politiques d'investissement porteurs d'intérêt, et un manque à gagner pour les entreprises.

Le capital est un élément important pour les entreprises économiques, il est le moteur de ses plans et ses projets dans la phase de la production aussi que pour la phase marketing et vente.

Et parmi les sources les plus importantes pour financer le capital sont l'autofinancement et/ou le financement bancaire, alors après l'apparition d'un autre mode de financement qui est la bourse « la bourse d'Algérie » plusieurs entreprises ont adopté ce mode, par l'émission des titres actions et obligations, selon la forme de l'entreprise, parmi ces entreprises qui sont introduites en bourse, on trouve Société d'assurance ALLIANCE, société ROUIBA, SONELGAZ, au vu des avantages accordés par la bourse.

Cette étude visait les points suivants

- Prendre note de tous les aspects théoriques et techniques de la création d'un marché des valeurs mobilières efficace, afin de connaître les points forts et les aspects négatifs de la Bourse d'Algérie.
- Clarifier les étapes et les conditions les plus importantes disponibles pour les entreprises alliance –rouiba- sonelgaz dans la bourse d'Algérie afin d'obtenir le financement nécessaire.

Les résultats les plus importants:

*L'une des faiblesses du marché boursier d'Alger est sa petite taille et son rôle limité dans le détournement des ressources vers les meilleures utilisations, un petit nombre de sociétés oui ont été incluses en la bourse d'Algérie.

*Toutes les entreprises alliance- rouiba- sonelgaz ont bénéficié d'un financement par l'ouverture de capital au sein de la Bourse d'Alger dans la limite des 20-30%. C'est Un faible pourcentage par rapport au rôle de la bourse 'alors que les sociétés aient profité de l'entrée en bourse de plusieurs avantages, notamment des avantages fiscaux et des avantages à l'investissement.

Mots clés : financement, bourse d'Algérie, entreprise économique, alliance, Rouïba, Sonelgaz, SGBV, COSOB

قائمة المصطلحات

BFR	Besoin en fonds de roulement احتياجات رأس المال العامل
BPA	Bénéfice par action الربح لكل سهم
CAF	Capacité d'auto financement القدرة على التمويل الذاتي
FF	Frais financières الأعباء المالية
FR	Fond de roulement رأس المال العامل
IBS	Impôt sur le bénéfice des sociétés ضريبة على أرباح الشركات
MEDAF	Modèle d'équilibre des actifs financiers نموذج التوازن للأصول المالية
OPA	Offre publique d'achat العرض العمومي للشراء
OPE	Offre publique d'échange العرض العمومي للمبادلة
OPRA	Offre publique de rachat d'action العرض العمومي للأسهم
OBSA	Obligation a bons de souscription d'action شروط الاكتتاب على الأسهم
RF	Rentabilité financière الربحية المالية
RFin	Résultat financière النتيجة المالية
R exp.	Résultat d'exploitation نتيجة الاستغلال
RE	Rentabilité économique الربحية الاقتصادية
SA	Société anonyme شركة المحاصة
SARL	Société a responsabilité limitée شركة ذات المسؤولية المحدودة
SAS	Société anonyme simplifiée شركة المحاصة البسيطة
SF	Structure financière القطاع المالي
SM	Structure monétaire القطاع النقدي
VAL	Valeur القيمة
SGBV	Société de gestion de bourse des valeurs شركة تسيير بورصة القيم
COSOB	Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة
EPE	Entreprise publique économique المؤسسة العمومية الاقتصادية
ALLIANCE	Société d'assurance شركة التأمينات

فهرس المحتويات

الصفحة

I	الإهداء
II	التشكرات
III	الملخص
V	فهرس المحتويات
X	فهرس الأشكال
XI	فهرس الجداول
أ	مقدمة العامة
ب	الإشكالية
ج	الفرضيات
ج	إطار البحث
د	أسباب إختيار الموضوع
هـ	أهداف البحث
هـ	منهج البحث و الأدوات المستعملة فيه
و	الدراسات السابقة حول الموضوع
ط	هيكل و خطة البحث
11	الفصل الأول: دراسات حول التمويل ومحددات الاختيار بين مصادره بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية (شركات المساهمة SPA)
13	تمهيد الفصل الأول
14	المبحث الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية ومراحل تطورها وتصنيفاتها (المنشأة الاقتصادية)
14	المطلب الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية والمحيط
14	الفرع الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية
19	الفرع الثاني: المؤسسة والمحيط
21	المطلب الثاني: تطور المؤسسة من خلال تاريخ الوقائع والمدارس الاقتصادية
21	الفرع الأول: المدرسة الكلاسيكية
22	الفرع الثاني: المدرسة النيوكلاسيكية
23	الفرع الثالث: المدرسة الحديثة
24	المطلب الثالث: المؤسسة من خلال الأنظمة والمذاهب الاقتصادية
24	الفرع الأول: النظام الرأسمالي
24	الفرع الثاني: النظام الاشتراكي
25	الفرع الثالث: الفكر الاقتصادي الإسلامي
26	الفرع الرابع: شركة المساهمة في الاقتصاد الإسلامي والتقدير الشرعي لها

27	المطلب الرابع: تصنيف المؤسسات الاقتصادية
32	المبحث الثاني: تنظيم وتسيير إدارة شركات المساهمة -SPA-
32	المطلب الأول: تعريف وخصائص شركة المساهمة وأهميتها
32	الفرع الأول: تعريف وخصائص شركة المساهمة
35	الفرع الثاني: أهمية شركة المساهمة
36	المطلب الثاني: تأسيس شركات المساهمة
37	الفرع الأول: التأسيس دون اللجوء العلني للادخار (التأسيس الفوري)
38	الفرع الثاني: التأسيس باللجوء العلني للادخار (التأسيس المتتابع)
44	المطلب الثالث: إدارة شركة المساهمة
44	الفرع الأول: مجلس الإدارة
46	الفرع الثاني: إدارة الشركة بالنمط الحديث في التسيير
49	المطلب الرابع: الجمعيات العامة للمساهمين
49	الفرع الأول: الجمعية العامة العادية
51	الفرع الثاني: الجمعية العامة غير العادية
54	المبحث الثالث: سياسة التمويل ومصادره في المؤسسة الاقتصادية
54	المطلب الأول: الوظيفة المالية داخل المؤسسة الاقتصادية
59	المطلب الثاني: سياسات التمويل داخل المؤسسة
61	المطلب الثالث: الاحتياجات المالية داخل المؤسسة الاقتصادية
65	المطلب الرابع: مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية:
65	الفرع الأول: مصادر التمويل طويلة الأجل
68	الفرع الثاني: مصادر التمويل قصيرة الأجل
70	المبحث الرابع: محددات بناء الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية
70	المطلب الأول: العوامل الكمية المحددة للهيكل المالي للمؤسسة
70	الفرع الأول: الربحية
72	الفرع الثاني: السيولة
74	الفرع الثالث: معدل النمو
75	الفرع الرابع: حجم المؤسسة
75	المطلب الثاني: العوامل الكيفية المحددة للهيكل المالي
75	الفرع الأول: الملائمة
76	الفرع الثاني: المرونة
77	الفرع الثالث: العوامل الأخرى المحددة للهيكل المالي
79	المطلب الثالث: اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة
81	المبحث الخامس: تقييم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية
81	المطلب الأول: تقييم باستعمال مؤشرات التوازن المالي
87	المطلب الثاني: التقييم باستعمال نسب الهيكل المالية
92	المطلب الثالث: تقويم الهيكل المالي للمؤسسة:
94	خلاصة الفصل الأول
95	الفصل الثاني: الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية
97	تمهيد الفصل الثاني

98	المبحث الأول : المفهوم العام للأسواق المالية والجانب التقني في تسيير البورصات
98	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية (البورصة)
98	الفرع الأول: تعريف للأسواق المالية
101	الفرع الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية
103	المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية (البورصة)
103	الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية
104	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية
106	المطلب الثالث: تسيير وتنظيم سوق الأوراق المالية (البورصات)
106	الفرع الأول: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية والبورصات
109	الفرع الثاني: طرق تحديد أسعار الأوراق المالية
109	الفرع الثالث : أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة
110	المطلب الرابع: آليات إصدار الأسهم والسندات
113	المبحث الثاني: أدوات الدين (السندات)
113	المطلب الأول: ماهية السندات
113	الفرع الأول: تعريف السندات
114	الفرع الثاني: خصائص السندات
114	المطلب الثاني : قيود إصدار السندات
115	المطلب الثالث: أنواع السندات
119	المطلب الرابع : المخاطر التي تتعرض لها السندات
121	المبحث الثالث: أدوات الملكية (الأسهم)
121	المطلب الأول: تعريف وخصائص الأسهم
124	المطلب الثاني: أنواع الأسهم
131	المطلب الثالث: شركات المساهمة ومكانتها في نظام البورصة
133	المبحث الرابع: الأدوات الاستثمارية الحديثة (الابتكارات المالية)
133	المطلب الأول: المستحدثات من أدوات الاستثمار في السوق المالي التقليدي
134	المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية
141	المطلب الثالث: كفاءة السوق المالية
141	الفرع الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي
142	الفرع الثاني: أنواع كفاءة السوق المالي
144	الفرع الثالث: مستويات كفاءة السوق المالي
150	المبحث الخامس: المحفظة المالية الاستثمارية
150	المطلب الأول: ماهية المحفظة المالية (المفهوم التقليدي)
150	الفرع الأول: التعريف بالمحفظة المالية والهدف من تشكيلها
153	الفرع الثاني: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية
155	المطلب الثاني: أنواع المحافظ المالية
157	المطلب الثالث: مقومات تكوين محفظة أوراق مالية
157	الفرع الأول: العائد:
159	الفرع الثاني: خطر المحفظة المالية
165	الفرع الثالث: التنويع
168	خلاصة الفصل الثاني

169	الفصل الثالث: تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق بورصة القيم المنقولة (الواقع، التجربة، الأداء) دراسة حالة : SONELGAZ - ALLIANCE- ROUBA
171	تمهيد الفصل الثالث
172	المبحث الأول: سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر
172	المطلب الأول: سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية قبل سنة 1990
172	الفرع الأول: الإطار التنظيمي للتمويل خلال فترة الاقتصاد المخطط
175	الفرع الثاني: دور الخزينة العمومية وتنظيم نمط الائتتاب
177	الفرع الثالث: تأطير دور القطاع البنكي
180	المطلب الثاني: سياسة تمويل المؤسسة الاقتصادية بعد سنة 1990
180	الفرع الأول: إصلاح المنظومة المصرفية وتحسين العلاقة بين المؤسسة الاقتصادية والبنك
183	الفرع الثاني: التطهير المالي كسياسة لتمويل العجز المالي
187	الفرع الثالث: تمويل تأهيل المؤسسة الاقتصادية
189	المبحث الثاني: بورصة الجزائر وتنوع مصادر التمويل
189	المطلب الأول: تقديم ونشأة بورصة الجزائر
190	الفرع الأول: مراحل إنشاء بورصة الجزائر
191	الفرع الثاني: تعريف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV
192	الفرع الثالث: مجلس الإدارة ولجنة التداول لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة
193	الفرع الرابع: الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة
194	المطلب الثاني: سير عمل بورصة الجزائر وشروط الإدراج داخل البورصة
194	الفرع الأول: سير عمل بورصة الجزائر
197	الفرع الثاني: الإطار العام لقبول القيم المنقولة للتداول في بورصة الجزائر
201	الفرع الثالث: المتدخلون في السوق (بورصة القيم)
204	المطلب الثالث: عملية إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر وتكلفتها الجبائية
204	الفرع الأول: عملية الإدراج في البورصة
207	الفرع الثاني: التكلفة والجبائية المترتبة على عملية الإدراج في البورصة
208	المبحث الثالث: نظرة حول أداء بورصة الجزائر 2014- جوان 2017
209	المطلب الأول: أداء بورصة الجزائر خلال سنة 2014
209	الفرع الأول: أداء بورصة الجزائر لـ 2014
209	الفرع الثاني: التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق لسنة 2014
211	الفرع الثالث: بعض المؤشرات المالية الخاصة ببورصة الجزائر لـ 2014
213	المطلب الثاني: أداء بورصة الجزائر خلال سنة 2015
213	الفرع الأول: أداء بورصة الجزائر لـ 2015
213	الفرع الثاني: التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق لسنة 2015
215	الفرع الثالث: بعض المؤشرات المالية الخاصة ببورصة الجزائر لـ 2015
217	المطلب الثالث: أداء بورصة الجزائر خلال السنة 2016
217	الفرع الأول: أداء بورصة الجزائر لـ 2016
217	الفرع الثاني: التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق لـ 2016
218	الفرع الثالث: بعض المؤشرات المالية الخاصة ببورصة الجزائر لـ 2016

220	المطلب الرابع: أداء بورصة الجزائر إلى غاية جوان 2017
220	الفرع الأول: أداء بورصة الجزائر
220	الفرع الثاني: التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق المالي إلى غاية جوان 2017
221	الفرع الثالث: بعض المؤشرات المالية الخاصة ببورصة الجزائر إلى غاية جوان 2017
223	المبحث الرابع: دراسة حالة تجريبية تمويل بعض شركات المساهمة المدرجة في البورصة
223	المطلب الأول: تقديم ودراسة شركة المساهمة أليانس للتأمينات الجزائرية ودخولها للبورصة
223	الفرع الأول: تعريف شركة أليانس للتأمينات الجزائرية
226	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لشركة أليانس للتأمينات
227	الفرع الثالث: واقع شركة أليانس وتجربة دخولها إلى البورصة
231	الفرع الرابع: تحليل أداء شركة أليانس للتأمينات قبل وبعد إدراجها في البورصة
235	المطلب الثاني: تقديم ودراسة شركة المساهمة أن سي أروبيته للصناعات الغذائية ودخولها للبورصة
235	الفرع الأول: تعريف شركة روبيته للصناعات الغذائية
238	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة أن سي أروبيته
240	الفرع الثالث: إدراج مؤسسة nca روبيته في بورصة الجزائر
244	المطلب الثالث: تقديم ودراسة شركة سونلغاز SONELGAZ ودخولها للبورصة
244	الفرع الأول: نشأة وتطور مؤسسة سونلغاز SONELGAZ
246	الفرع الثاني: مراحل تطور السياسة التمويلية لمجمع سونلغاز
247	الفرع الثالث: تمويل مجمع سونلغاز عن طريق السوق السندي بورصة الجزائر
250	الفرع الرابع: تكلفة تمويل مجمع سونلغاز عن طريق القروض السندية
252	خلاصة الفصل الثالث
254	خاتمة العامة
	قائمة المراجع والمصادر
	الملاحق

فهرس الأشكال

الصفحة

57	شكل رقم 1.1 يبين لنا موقع الإدارة المالية والأقسام المرتبطة بها ضمن الهيكل التنظيمي لشركة كبيرة مثل شركات المساهمة.
60	شكل رقم 2.1 سياسة التمويل المتحفظة
60	شكل رقم 3.1 سياسة التمويل الجريئة
61	شكل رقم 4.1 سياسة التمويل المثلى
85	شكل رقم 4.1: تشكيل رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة
102	شكل رقم 1.2 يوضح أنواع الأسواق المالية
120	شكل رقم 2.2 مخطط أنواع السندات
132	شكل رقم 3.2 أنواع الأسهم
189	شكل رقم 1.3 موقع بورصة الجزائر
193	شكل رقم 2.3 الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر
195	شكل رقم 3.3 التسعيرة الرسمية لبورصة القيم
196	شكل رقم 4.3 مسار حصة التداول
197	شكل رقم 5.3 عملية شراء و/أو بيع السندات في البورصة
211	شكل رقم 6.3 مؤشرات بورصة الجزائر لـ 2014 (نشرة صندوق النقد العربي)
212	شكل رقم 7.3 أوزان الأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي لـ 2014
217	شكل رقم 8.3 بعض مؤشرات بورصة الجزائر لسنة 2015 (حسب صندوق النقد العربي)
218	شكل رقم 9.3 أوزان الأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي لـ 2015
221	شكل رقم 11.3 بعض مؤشرات بورصة الجزائر لسنة 2016 (حسب صندوق النقد العربي)
222	شكل رقم 12.3 أوزان الأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي لـ 2016
226	شكل رقم 13.3 بعض مؤشرات بورصة الجزائر إلى غاية جوان 2017 (حسب صندوق النقد العربي)
227	شكل رقم 14.3 أوزان الأسواق المالية العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي إلى غاية جوان 2017
232	شكل رقم 15.3 فروع شركة أليانس للتأمينات الجزائرية عبر الوطن
233	شكل رقم 16.3 الهيكل التنظيمي لشركة أليانس للتأمينات
245	شكل رقم 17.3 الهيكل التنظيمي لمؤسسة "أن سي أروبيتا"

فهرس الجداول

الصفحة

82	جدول رقم 1-1 أسباب التغيرات في رأس المال العامل
83	جدول رقم 2-1 موارد واحتياجات الاستغلال
84	جدول رقم 3-1 موارد واحتياجات خارج الاستغلال
85	جدول رقم 4-1 تشكيل رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة
86	جدول رقم 5-1 تحسين وضع عدم التوازن
141	جدول رقم 1.2 المقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية
207	جدول رقم 1.3 مصاريف ورسوم الدخول إلى البورصة
224	جدول رقم 3-02 بطاقة فنية لشركة أليانس للتأمينات
228	جدول رقم 3-03 تغيرات رأس مال شركة أليانس منذ 2005-2016
230	جدول رقم 3-04 تطور عدد وكالات شركة أليانس للتأمينات عبر الوطن 2007-2016
230	جدول رقم 3-05 تطور عدد الموظفين لشركة أليانس 2007-2016
231	جدول رقم 3-06 تطور هامش التأمين لشركة أليانس للتأمينات 2007-2016
232	جدول رقم 3-07 تطور رقم الأعمال الخاص بشركة أليانس للتأمينات 2007-2016
233	جدول رقم 3-08 تطور العائد على الأصول لشركة أليانس للتأمينات 2007-2016
234	جدول رقم 3-09 تطور العائد على حقوق المساهمين لشركة أليانس للتأمينات 2007-2016
234	جدول رقم 3-10 النسب المالية الخاصة بالتمويل من 2006-2014 لشركة أليانس للتأمينات
236	جدول رقم 3-11 أهم الأحداث من خلال التطور التاريخي لمؤسسة "رويبته"
240	جدول رقم 3-12 بطاقة فنية لشركة رويبته
242	جدول رقم 3-13 النتائج المالية لمؤسسة رويبته قبل دخولها إلى البورصة
243	جدول رقم 3-14 النتائج المالية لمؤسسة رويبته بعد دخولها إلى البورصة
243	جدول رقم 3-15 ميزانية تقديرية لشركة nca rouiba 2009-2017
244	جدول رقم 3-16 بعض النسب المالية للشركة nca rouiba 2009-2017
247	جدول رقم 3-17 تطور القروض السنوية في الهيكل المالي لمجمع سونلغاز
248	جدول رقم 3-18 الميزانية الاقتصادية المبسطة لمجمع سونلغاز خلال الفترة المتاحة 2005-2012
250	جدول رقم 3-19 يوضح نسبة التمويل بالسندات من إجمالي الديون SONELGAZ خلال الفترة 2005-2012



مقدمة



مقدمة:

تمتاز الاقتصاديات المعاصرة بالتمايز بين نمط الإنفاق ونمط توزيع الدخل، مما يؤدي إلى ظهور وحدات فائض تنفق أقل من دخلها ووحدات عجز تنفق أكثر من دخلها، وهكذا تقوم الحاجة إلى نقل الفائض من وحدات الفائض ووضعه تحت تصرف الوحدات ذات العجز مع توفير عائد معقول مقابل ذلك. ويمثل التمويل بمختلف مصادره الوسائل والأدوات التي يمكن أن يتم عبرها ذلك الانتقال .

ومن هنا يحظى التمويل في العصر الحديث بأهمية بالغة، لأنه أصبح يمثل الحجر الأساس في الإدارة المالية لأي منشأة اقتصادية، وكذا لدى المجتمع ككل لما يلعبه من دور فعال في دفع عجلة التنمية الاقتصادية. وإذا كانت هذه الأخيرة قد احتلت مركزا هاما في الفكر الاقتصادي المعاصر، فإن التمويل قد استأثر بحصة الأسد من هذا الاهتمام، ذلك أن نقصه، أو عدم توفره في الوقت المناسب، في الكثير من الأحيان يمثل عقبة أمام تنفيذ بعض المقترحات الاستثمارية المربحة والمتاحة أمام الشركة وبالتالي تقويت الفرصة من أمامها وعدم بلوغ رفاهية المجتمع .

لقد ازدادت أهمية التمويل خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي وتطورت تطورا ملحوظا، وقد كان هذا التطور من المستلزمات الضرورية لمواجهة التحديات المتزايدة التي تواجه الشركات الاقتصادية اليوم، كما أصبح واضحا أن بقاء الشركات الاقتصادية اليوم في ميدان الأعمال واستمرارها يتوقفان إلى حد كبير على قدرة الإدارة المالية على أداء وظائفها بالكفاءة المطلوبة خاصة الحصول على الأموال وكيفية تسييرها، وتهتم دراسات التمويل بتوفير الأموال اللازمة لمواجهة مستحقات الشركة من جهة، وتمويل استثماراتها بشروط مناسبة من جهة أخرى وذلك من أجل تحقيق الأهداف المسطرة .

تشكل مصادر التمويل المختلفة الهيكل المالي للشركة الاقتصادية والذي يكون عبارة عن مجموع العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم من الميزانية سواء كانت تلك المصادر طويلة الأجل أو متوسطة أو قصيرة الأجل، والهيكل المالي بهذا المفهوم يختلف عن هيكل رأس المال الذي يتكون فقط من مصادر التمويل طويلة الأجل .

لذلك نجد أمام الشركة الاقتصادية اليوم طرق عديدة لتمويل استثمارها وتلبية احتياجاتها الاستغلالية، هذا وقد أصبح السوق المالي وما يوفره من منتجات مختلفة من أهم مصادر توفير الاحتياجات المالية للشركة من خلال إتاحة المجال والإطار لإصدار الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب العام والتداول.

فالبورصة تؤدي دورا هاما في الحياة الاقتصادية فهي تعمل على تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، كما تساعد في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض إلى الفئات التي لديها عجز، وتساهم كذلك في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي .

الإشكالية:

يعتبر التمويل بمثابة عصب الحياة وضمان الاستمرار بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية في المجتمعات الاقتصادية على مختلف تباين درجة تقدمها، واختلاف نظمها، وتنشأ الحاجة إلى أسواق المال عندما تزيد استثمارات الوحدة الاقتصادية عن مدخراتها، إذ تلجأ هذه الوحدة إلى تمويل هذه الزيادة عن طريق مساهمات الآخرين أو أن تلجأ إلى الاقتراض لتغطية الفرق ما بين مواردها وبين الاستثمارات المطلوبة، ويقتضي هذا بطبيعة الحال ضرورة وجود وحدة اقتصادية أخرى لديها فائض مالي ترغب في استثماره سواء في شكل مشاركة في رأس المال أو في شكل قروض، وهكذا نجد أنه على مستوى الاقتصاد الكلي فإن الوحدات التي تعاني من نقص في التمويل تستكمل ما يكفي لتغطية هذا النقص من الوحدات التي لديها فائض وهنا يبرز دور الأسواق المالية لتسهيل وإتمام عملية التمويل.

من خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

ماهي أهم المراحل والشروط التي توفرت لدى كل من الشركات ALIANCE و ROUIBA و SONELGAZ في بورصة القيم المنقولة بالجزائر من أجل إتمام عملية التمويل؟

وانطلاقاً من هذا التساؤل الرئيسي سنحاول الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية :

- ماهي الجوانب النظرية والفنية لمفهوم التمويل ومحددات الاختيار بين مصادره؟
- ماهي الشروط التي يجب أن تتوفر في المؤسسة الاقتصادية للدخول لبورصة الأوراق المالية؟ وماهي أنواع المؤسسات التي يسمح التشريع والقوانين بتمويلها عن طريق بورصة الأوراق المالية؟
- ماهي الوظائف الاقتصادية الأساسية لبورصة الأوراق المالية؟ ومن هم المتدخلون فيها؟ ومن هم المشاركون فيها؟
- كيف أمكن للمؤسسات الاقتصادية SONELGAZ _ ROUIBA / ALIANCE من إتمام عملية التمويل داخل بورصة القيم المنقولة بالجزائر؟

الفرضيات:

في هذا الإطار يمكن وضع الفرضيات التالية :

- يعتبر التمويل وقراراته حجر الأساس في بنية أية مؤسسة اقتصادية لما له من تأثير فعال وفاعل على جميع الوظائف الأخرى داخل المؤسسة الاقتصادية.
- تؤدي البورصة دور مهم ومن أهم الوظائف التي يمكن أن تؤديها المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض إلى الفئات التي لديها عجز وهو ما أدى بإنشاء بورصة الجزائر والذي ألقى عليها اسم بورصة القيم المنقولة .

• يمكن للتشريعات واللوائح المنظمة أن تنشأ سوقا ماليا فعالا يسمح للمؤسسات الاقتصادية بالتمويل ومن بين هذه المؤسسات sonelgaz-rouiba-alliance .

• تمكنت المؤسسات الاقتصادية sonelgaz-rouiba-alliance من الاستفادة من التمويل عن طريق فتح رأس المال (أليانس-رويبة) أو عن طريق الدين شركة (سونلغاز) وذلك بتوفر الشروط المطلوبة من طرف لجنة cosob.

إطار البحث:

تهتم محاور هذه الدراسة بآليات تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق بورصة الأوراق المالية، وذلك بالتطرق للتمويل ومحددات الاختيار بين مصادره المختلفة ثم التطرق إلى الأسواق المالية والجوانب التقنية والفنية في تسيير البورصات والأدوات المتداولة من أسهم وسندات، وفي الأخير دراسة حالة كل من مؤسسة ALIANCE للتأمينات وكيف تم فتح رأس مالها أمام المستثمرين من خلال الإصدار عن طريق دخولها لبورصة القيم المنقولة، وكذلك مؤسسة ROUIBA لإنتاج المشروبات وذلك عن طريق إصدارها للأسهم، وأخيرا تطرقنا لكيفية تمويل مؤسسة SONELGAZ عن طريق أدوات الدين السندات في بورصة القيم المنقولة بالجزائر.

أسباب اختيار الموضوع :

تكمّن مبررات اختيار الموضوع _ تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق بورصة الأوراق المالية _ دراسة حالة ALIANCE_ ROUIBA_ SONELGAZ في بورصة القيم المنقولة بالجزائر . في النقاط التالية :

1. الرغبة في مواصلة الدراسة في موضوع له علاقة بالتخصص الذي زاولت فيه دراستي في مرحلة التدرج " مالية ونقود وبنوك" وتخصص ما بعد التدرج " أسواق مالية وبورصات "
2. الرغبة في إثراء المعرفة الذاتية بموضوع يهتم بالتمويل عن طريق البورصة، لأنه يعد أحد انشغالات رجال الأعمال وأصحاب المؤسسات الاقتصادية سواء على المستوى المحلي أو الدولي.
3. الرغبة في لفت الانتباه لدور أسواق رأس المال على المستوى المحلي، وهو تحديد آليات وطرق وشروط تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق بورصة الأوراق المالية، مع عرض حالة كل من

ALIANCE _ ROUIBA _ SONELGAZ ومناقشة مالها وما عليها (الإيجابيات - السلبيات)

للاستفادة منها في المستقبل ولتحسين إيجابياتها وتجنب أخطائها .

أهداف البحث:

مما سبق ذكره يمكن بلورة أهداف البحث في النقاط التالية:

1. محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية المتعلقة بعملية التمويل وآلياته الخاصة بالمؤسسة الاقتصادية .
2. محاولة الإحاطة كذلك بجميع الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة ،حتى يمكن معرفة أوجه القصور في بورصة القيم المنقولة بالجزائر .
3. محاولة البحث في التشريعات والتنظيمات المنظمة لعملية تمويل المؤسسات الاقتصادية في بورصة القيم المنقولة وذلك بهدف الوقوف على المزايا ومعوقات عملية التمويل من خلال بورصة القيم المنقولة.
4. إيجاد مرجع علمي أكاديمي يبين الشروط التي يجب أن تتوفر في المؤسسات الاقتصادية و المراحل التي تتبعها للحصول على التمويل من خلال الدخول إلى بورصة القيم المنقولة.
5. بيان ما مدى فعالية ونجاعة بورصة الأوراق المالية بالنسبة لعملية التمويل الخاصة بالمؤسسات الاقتصادية مع دراسة حالة كل من ALIANCE _ ROUIBA _ SONELGAZ. وذلك من أجل التعميم على باقي المؤسسات الاقتصادية الأخرى .

منهج البحث والأدوات المستعملة فيه :

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها تم الاستعانة بالمناهج التالية :

المنهج الوصفي التحليلي : وذلك من أجل وصف آليات وطرق وأدوات التمويل للمؤسسة في السوق المالية ووصف العلاقات بين المتغيرات وتحليل ضوابطها .

منهج دراسة الحالة: بالاعتماد على شركة أليانس للتأمينات وشركة رويبة للصناعات الغذائية وصناعة العصائر وكذلك شركة سونلغاز الخاصة بتوزيع الكهرباء والغاز على مستوى الوطن، وأسلوب دراسة الحالة هو أسلوب يعتمد البحث المتعمق في موضوع يتعلق بحالة فردية قد تكون الحالة فرداً، مؤسسة، جماعة، نظاماً اجتماعياً إلخ

و بالتالي هو أسلوب منهجي نوعي وصفي يستخدم لدراسة بعض الأشياء الخاصة في سياق ظاهرة مركبة و من هذا اعتمادنا أسلوب دراسة الحالة بدراسة حالة تمويل كل من المؤسسات الاقتصادية التالية أليانس للتأمينات - رويبة للصناعات الغذائية - الشركة الوطنية للكهرباء و الغاز سونلغاز عن طرق البورصة .

الدراسات السابقة حول الموضوع :

في حدود علم الباحث تم تناول موضوع تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق بورصة الأوراق المالية في الرسائل والأطروحات التالية :

1. وليد أحمد صافي : الأسواق المالية العربية ، الواقع والآفاق وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر سنة 2003، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول : هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية حتى تستطيع الدول العربية والمستثمرين العرب من توظيف مدخراتهم المالية الموظفة في الخارج والتي منيت بخسائر وهزات كلما تعرضت الأسواق المستقطبة لها لهزات عنيفة ، وإلى أي مرحلة وصلت لها الأسواق المالية العربية من الإصلاحات والتطور لكي تستطيع ليس فقط استرجاع وتوظيف رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج بل استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وما هو الدور الذي يمكن للمصارف والمؤسسات العربية التي لها علاقة بأسواق المال لعبه من أجل تنشيط الأسواق المالية العربية ، وقد قسم الباحث رسالته إلى خمسة فصول رئيسية : حيث خصص الفصل الأول للمبادئ والمفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية ، أما الفصل الثاني تناول فيه المراكز المالية الدولية ، وفي الفصل الثالث تطرق إلى الأزمات المالية الدولية وفي الفصل الرابع تناول واقع الأسواق المالية العربية ، وفي الفصل الخامس والأخير كان عبارة عن بعض الإسهامات لتنشيط البورصات العربية .

2. محفوظ جبار : التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية _ دراسة حالة إتحاد المغرب العربي _ عبارة عن رسالة دكتوراه دولة مقدمة بمعهد العلوم الاقتصادية بجامعة فرحات عباس _ سطيف سنة 1997 ، تدور إشكالية هذا البحث حول مدى كفاية خصوصة المؤسسات العمومية المغربية وتدعيم رأس مالها الخاص بطريقة شفافة ، كما هو الحال عند تسجيلها في البورصة ، وقد قسم الباحث رسالته إلى قسمين ، حيث يتناول القسم الأول القاعدة النظرية للموضوع من خلال الأبواب الثلاثة ، فتناول الباب الأول عموميات حول البورصة ، أما الباب الثاني فاخصص بتنظيم وإدارة وتقنيات البورصة أما الباب الثالث فتناول كل من الخصوصة والتسيير ، أما القسم الثاني وهو نفسه الباب الرابع والأخير والذي عنوانه دراسة حالة إتحاد المغرب العربي ، حيث تناول فيه لمحة عن دول اتحاد المغرب العربي ، وبعدها درس كل من حالة المملكة المغربية وحالة الجمهورية التونسية وأخيرا حالة الجزائر .

3. محمد براق: بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، البحث عبارة عن أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية ،مقدمة في جامعة الجزائر سنة 1998، حيث تدور إشكالية البحث حول مدى كفاءة بورصة القيم المتداولة بالجزائر على النحو الذي تساهم في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية وذلك بالتمويل الجيد لمختلف المشاريع المقيدة كما هو شأن المجتمعات المتقدمة، حيث قسم الباحث الأطروحة إلى جزئين ،حيث كانت بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية كعنوان للجزء الأول، الذي كان باباه الأول بعنوان معالم التنمية وطرق تمويلها إذ يهتم

بتعريف ظاهرة التخلف ببعديها الاقتصادي والاجتماعي والتأكيد على تحقيق التنمية بفضل الادخار والاستثمار، وذلك من خلال فصلين تناولوا على التوالي : التخلف ومعالم التنمية ،تمويل عملية التنمية ودور سوق رؤوس الأموال، أما الباب الثاني فتناول تقديم عام لبورصات القيم المتداولة من خلال ثلاثة فصول بعنوان ماهية ووظائف البورصة وشروط قيامها ،حيث يتولى دراسة نشأة البورصة وظروف قيامها ،وآخر بعنوان تنظيم وسير بورصات القيم المتداولة، وأخيرا مفهوم كفاءة سوق رؤوس الأموال أما الجزء الثاني فكان بعنوان واقع التنمية وبورصات القيم المتداولة في العالم مع دراسة حالة الجزائر من خلال الباب الثالث بعنوان واقع التنمية وتجربة بورصات القيم المتداولة في فصلين أحدهما يتناول دراسة التنمية والبورصات في الدول الأكثر تقدما في العالم ،ثم الأسواق الناشئة وواقع التنمية في العالم العربي ،واختتمت الأطروحة بالباب الرابع الذي تكلم عن واقع التنمية في الجزائر، من خلال فصلين هما إستراتيجية التنمية بالجزائر ،وبورصة القيم المتداولة في الجزائر، لكن الباحث اغفل تماما عن تشخيص الوضعية المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة القيم المتداولة لمعرفة مزايا دخولها إلى سوق رأس المال.

4. رسيم بالية : L'évaluation des entreprises introduites en bourse –étude de cas E

G H EL Aurassi البحث هو رسالة ماجستير مقدمة للمدرسة العليا للتجارة بالجزائر، سنة 2002، تدور إشكالية البحث حول سؤالين رئيسيين: الكيفية التي يتم بها تقييم المؤسسات المدرجة بالبورصة والمغزى من تقييم هذا النوع من المؤسسات ،وقد قسم الباحث دراسته إلى قسمين خصص القسم الأول إلى معالجة السوق المالي وعلاقته بالمؤسسة وذلك باستعراض الإطار النظري للسوق المالي من خلال تعريفه وتنظيمه ودوره في الاقتصاد، ليتم بعد ذلك التطرق إلى السوق المالي في الجزائر والتطرق للعلاقة الموجودة بين المؤسسة والبورصة من خلال التعرض لكفاءة السوق المالي والاتصال المالي وسياسة توزيع الأرباح، أما القسم الثاني تم تخصيصه لدراسة ميكانيزمات دخول المؤسسات للبورصة وطرق تقييم المؤسسات المدرجة في البورصة.

5. مفيدة يحيوي :تحديد الهيكل الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، البحث هو عبارة

عن مقال نشر بمجلة العلوم الإنسانية قسم التسيير كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية ،جامعة محمد خيضر بسكرة، 20ماي 2010، العدد الثالث، تطرق هذا المقال لتسليط الضوء على مسار عملية التمويل انعكاساتها والإختلالات المالية في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، ومن أهم النتائج المتحصل عليها هي أن تحديد الهيكل المالي لوحده غير كاف بل يجب أن يكون متبوع باستخدام أمثل للأموال المتحصل عليها، الهيكل المالي للمؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية يمكن أن تعتمد في البداية على التمويل الذاتي ويحاول تحقيق مستوى مقبول من المردودية الاقتصادية التي ستسمح لها بالتوجه إلى الديون، ولكن بطريقة حذرة جدا نظرا لوجود عنصر المخاطرة، ومما يميز هذه الدراسة عن سابقتها أنها بحثت وركزت عن العوامل المحددة والمتحكمة التي تبني عليها المؤسسة الهيكل المالي المناسب لها، ومدى الأهمية النسبية لكل عامل بالنسبة

للمؤسسة في حد ذاتها، بالإضافة إلى التعمق في تحليل ودراسات المقاربات النظرية ومحاولة إسقاط هذه النظريات والمقاربات في الجانب التطبيقي عند دراسة حالة مؤسسة وتبيان الهيكل المالي المناسب الذي يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة في ظل وجود خطر الإفلاس عند مستويات مديونية مختلفة.

أما بحثنا هذا فهو يركز إضافة لتبيين دور وأهمية بورصة الأوراق المالية في الحياة الاقتصادية ، فهو يسعى كذلك لتبيين آليات تمويل المؤسسات والتزويد برؤوس الأموال من خلال الدخول في بورصة الأوراق المالية

خطة وهيكل البحث:

قسمت هذه الأطروحة إلى ثلاثة فصول متجانسة، فصلين نظري يتناول القاعدة النظرية للموضوع والفصل الثالث تطبيقي معتمدين على أسلوب دراسة الحالة، وذلك كما يلي:

عنوان الفصل الأول جاء للتكلم عن دراسات حول التمويل ومحددات الاختيار بين مصادره بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية وقسمناه إلى خمسة مباحث متجانسة كان المبحث الأول يتكلم حول مفهوم المؤسسة الاقتصادية ومراحل تطورها وتصنيفاتها أما المبحث الثاني جاء فيه تنظيم وتسيير شركات المساهمة SPA أما المبحث الثالث تطرقنا فيه لسياسة التمويل ومصادره بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية (SPA)

أما المبحث الرابع اخترنا التطرق فيه لمحددات بناء الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية أما بخصول المبحث الخامس والأخير من الفصل الأول خصصناه لتقييم الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية وجاءت في الأخير خلاصة للفصل الأول.

وبخصوص الفصل الثاني تطرقنا للجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية والبورصات وقسمنا هذا الفصل كذلك لخمس فصول متجانسة بخصوص المبحث الأول فهو يتكلم عن المفهوم العام للأسواق المالية والجانب التقني في تسييرها أما المبحث الثاني خصصناه لأدوات الدين (السندات) أما المبحث الثالث خصصناه لأدوات الملكية (الأسهم) أما المبحث الرابع تكلمنا فيه عن الأدوات الاستثمارية الحديثة (الابتكارات المالية) أما المبحث الخامس والأخير من هذا الفصل تكلمنا فيه عن المحفظة المالية الاستثمارية وطرق وسياسات تشكيلها وفي الأخير جاءت خلاصة الفصل الثاني.

أما الفصل الثالث والأخير من هذه الأطروحة جاء بعنوان تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق بورصة القيم المنقولة (الواقع، التجربة، الأداء) حالة: ALLIANCE-ROUIBA –SONELGAZ:

وقسمناه بدوره إلى أربعة مباحث متجانسة جاء المبحث الأول بعنوان سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر من 1962 إلى غاية جوان 2017 أما المبحث الثاني جاء بعنوان بورصة الجزائر وتتويج مصادر التمويل داخل الاقتصاد الوطني وتكلمنا فيه عن البورصة والتطور التاريخي لنشأتها أما المبحث الثالث خصصناه لأداء بورصة الجزائر وذلك بالاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي وتقارير بورصة الجزائر الشهرية والسنوية فجاء عنوانه نظرة حول أداء بورصة الجزائر منذ 2014- إلى غاية جوان 2017.

أما المبحث الرابع والأخير من هذا الفصل الأخير جاء في شكل دراسة حالة لتمويل عينة من الشركات الاقتصادية المدرجة في البورصة وهذه الشركات هي ALLIANCE-ROUIBA-SONELGAZ وختم هذا الفصل بخلاصة الفصل الثالث، وفي آخر هذه الأطروحة كانت الخلاصة العامة ونتائج اختبار الفرضيات، والنتائج التي توصلنا إليها، ثم التوصيات المقترحة من أجل تفادي الوقوع في الأخطاء السابقة خاصة من طرف الوحدات المشاركة في البورصة وخاصة الشركات المدرجة.



الفصل الأول

دراسات حول التمويل ومحددات
الاختيار بين مصادره بالنسبة
للمؤسسات الاقتصادية
(شركات المساهمة SPA)



الفصل الأول:

دراسات حول التمويل ومحددات الاختيار بين مصادره بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية (شركات المساهمة SPA)

تمهيد:

- المبحث الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية ومراحل تطورها وتصنيفاتها (المنشأة الاقتصادية)
- المبحث الثاني: تنظيم وتسيير إدارة شركات المساهمة SPA
- المبحث الثالث: سياسة التمويل ومصادره في المؤسسة الاقتصادية
- المبحث الرابع: محددات بناء الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية
- المبحث الخامس: تقييم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية
- خلاصة الفصل الأول

تمهيد الفصل الأول:

تعد القرارات التمويلية من أخطر القرارات التي تتخذها الإدارة المالية داخل المؤسسة ،لما لها من تأثير مباشر على الهدف الرئيسي للمؤسسة الاقتصادية وهو تعظيم أرباح الملاك.

وتعتبر هذه الأخيرة عصب الحياة الاقتصادية والخلية الأساسية المكونة لبنية الاقتصاد الوطني فهي مصدر الثروة الإجمالية للمجتمع، وهي مصدر مداخيل الأفراد والدولة ،وتمثل منتجاتها سواء كانت مادية أو معنوية أو خدمة المكون الرئيس التي تقوم عليه الأسواق.

وعليه توجب البحث عن الآليات الضرورية لتسيير المؤسسات وتوجيهها نحو تحقيق أهداف الأفراد عامة سواء كانوا عاملين بها أو عملاء لها أو مالكيين لها أو مساهمين فيها أو مورديها وكل ما يحيط بالمؤسسة من بيئة داخلية وخارجية.

لذا سنركز في هذا الفصل الأول الموسوم بـ : دراسات حول التمويل ومحددات الاختيار بين مصادره بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية (شركات المساهمة)، على أهم الاتجاهات التي حاولت تقديم مفهوم المؤسسة الاقتصادية ومراحل تطورها، ثم نسلط الضوء على تنظيم وتسيير المؤسسة الاقتصادية وخاصة كيفية إدارة شركات المساهمة في إطار القانون التجاري الجزائري، وسنتكلم كذلك حول سياسة التمويل ومصادره لدى المؤسسة كما سنتطرق إلى محددات بناء الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وذلك من أجل إبراز كنقطة أخيرة كيفية تقييم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

وقد تطرقنا لكل ما سبق من خلال عناوين المباحث التالية:

- مفهوم المؤسسة الاقتصادية ومراحل تطورها وتصنيفاتها المختلفة
- كيفية تنظيم وتسيير إدارة شركات المساهمة SPA
- سياسة التمويل ومصادره لدى المؤسسة الاقتصادية
- محددات بناء الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية
- تقييم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية ومراحل تطورها وتصنيفاتها (المنشأة الاقتصادية)

تعد المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية لبناء الصرح الاقتصادي لأي بلد ،لذلك اهتم علماء الاقتصاد بدراستها والبحث في خصائصها وأساليب تطويرها ،مما جعلها تحتل مكانة هامة لدى صانعي القرارات والسياسات التنموية للبلد ،وذلك مهما اختلفت أنواعها وأصنافها ولقد تطور مفهوم ومدلول المنشأة أو المؤسسة الاقتصادية عبر الزمن واختلف باختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية حيث نجد تفاوت كبير بين المنظرين والمهتمين بهذا الموضوع وذلك باختلاف الوقائع الاقتصادية وباختلاف الأنظمة الاقتصادية.

المطلب الأول:تعريف المؤسسة الاقتصادية والمحيط

عرف مفهوم المنشأة أو المؤسسة الاقتصادية تطورا واختلافا كبيرين منذ القرن السابع عشر بين الأكاديميين من رجال الإدارة والاقتصاد ،نتيجة لتعدد التصورات والمدارس الاقتصادية بدءا من اعتبارها مجرد آلة ميكانيكية للإنتاج تتجاهل العوامل النفسية للفرد وصولا إلى اعتبارها منظومة مركبة من أشخاص تجمع بينهم روابط إنسانية لتحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية مشتركة حيث أنه بالرغم من اتفاق أغلبية المختصين على تعريف المؤسسة كوحدة إنتاجية إلا أنه بات من الصعب إيجاد تعريف شامل وموحد لها.

الفرع الأول:تعريف المؤسسة الاقتصادية

هناك عدة مصطلحات في أدبيات اللغة العربية يقصد بها المؤسسة ،كمصطلحي المنظمة والمنشأة ،إلا أن تلك المصطلحات باللغتين الانجليزية والفرنسية لا تعبر عن نفس المفهوم ، فالمقولة *entreprise* حسب Chandler تتضمن مفهوم روح المبادرة والابتكار ،كما تعكس أيضا التعرض إلى الخطر ،أما المنظمة فهي البديل عن مصطلح اليد الخفية المعتمد من طرف الكلاسيك في تحويل المدخلات إلى منتجات تامة ،فهي بذلك تتضمن مفهوم التنظيم والتخطيط لتحويل المدخلات إلى مخرجات¹ ، أما LIVIAN فقد بحث في خصائص المصطلحات لتحديد الفرق بينهما، ويرى أن تلك المصطلحات تختلف باختلاف الزاوية التي ينظر إلى المصطلح من خلالها ،فالظاهرة التنظيمية تتضمن سبعة عناصر أساسية ،إذ أن المنظمة هي المكان الذي يوجد فيه مجال لتقسيم العمل والتنسيق المشترك بين أفراد المنظمة بغية تحقيق الهدف الذي أنشئت من أجله خلال فترة زمنية معينة ،تلك الأنشطة تتضمن قدر معين من المفاضلة بين الاختيارات المتاحة ،كما تسمح تلك الأنشطة بإنشاء قواعد ورقابة على مختلف التصرفات²

أما المقولة *entreprise* فيرى LIVIAN أنها تعريفها ليس بالعملية السهلة إذا ما اعتمدنا على التعريف المقدم من قبل المعهد الوطني للإحصاء والدراسات الاقتصادية INSEE³ ،حيث أنها تعبر عن كل وحدة قانونية ،طبيعية أو معنوية وتتمتع بالاستقلالية في مجال اتخاذ القرارات ،تنتج سلع وخدمات موجهة للبيع ، كما يمكن أن تضاف خصائص أخرى تميز المقولة ،ككونها مركزا للربح ،ثبات واستمرارية النشاط ،مكان للعمل الفردي أو الجماعي ،مركز مستقل لاتخاذ القرارات ،وتعرض نشاطها للخطر ، ما يلاحظ من خلال

¹ SARIN E .introduction conceptuelle à la science des organisations .HARMATTAN.PARIS.2003.p 63

² LIVIAN Y F .organisation théories et pratiques .DUNOD.PARIS.1998.P17

³ LIVIAN Y F .organisation théories et pratiques .p19

هذا التعريف أنه يعطي مفهوما ضيقا للتحليل ،حيث أنه يقصي الوحدات التي لا تنتج والأنشطة المؤقتة كالورشات .

أما مصطلح المؤسسة institution ،فيعبر عن كل مجال للتأسيس والإنشاء ،فهو حسب PERROUX مجموعة من العلاقات والعناصر المنظمة والثابتة تؤسس لتحقيق الإنتاج 1 .

فحسب النظرية النيوكلاسيكية تعرف المنشأة على أنها "وحدة إنتاجية تحول مجموعة من المواد الأولية إلى منتجات نهائية" والملاحظ على هذا التعريف أنه بسيط وتقليدي جدا مقارنة بالتطور الذي تشهده المنشأة اليوم.

كما عرفها pierre LAUZEL على أنها وحدة منظمة تتطافر فيها جميع الإمكانيات المالية والمادية والبشرية من أجل استخراج ،تحويل ،نقل وتوزيع الثروات ،السلع والخدمات من أجل بلوغ الأهداف المسطرة 2 .

وبهذا يكون هذا التعريف أشمل من السابق باعتباره حدد الإمكانيات المستعملة وأهداف المنشأة من نشاطها والتي تتمثل في تلبية رغبات المستهلكين ،وتعظيم الأرباح والنمو والاستمرارية ،وبالتالي فهي وحدة اقتصادية تتجمع فيها الموارد المالية والمادية والبشرية اللازمة للإنتاج الاقتصادي بغرض تحقيق نتيجة ملائمة 3 .

كما يمكن تعريفها من منظور آخر " بأنها اندماج عدة عوامل بهدف إنتاج أو تبادل سلع أو خدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين ،وهذا في إطار قانوني واجتماعي معين وضمن شروط اقتصادية مختلفة زمنيا ومكانيا ،تبعاً لمكان وجود المنشأة وحجم ونوع النشاط الذي تقوم به ،ويتم هذا الاندماج لعوامل الإنتاج بواسطة تدفقات نقدية وحقيقية ،بمعنى آخر وحتى يتم ضمان الإنتاج واستمراره داخل منشأة ما فإن ذلك يقتضي اللجوء إلى السوق لتلبية الاحتياجات من المشتريات المختلفة ،كالمواد الأولية والمنتجات نصف المصنعة الضرورية لعملية الإنتاج ،فالمنشأة إذن في علاقة دائمة ومستمرة مع زبائنها ، مع مستهلكي منتجاتها ومستعملها ،فهو بذلك مورد وزبون في نفس الوقت تحكم علاقاتها مع مختلف الأطراف آليات السوق 4 .

في الحقيقة أثناء البحث عن مفهوم المؤسسة وجدنا أنه يصعب إعطاء تعريف موحد وجامع للمؤسسة وذلك لعدة اعتبارات نذكر منها:

- التطور المستمر الذي شهدته المؤسسة الاقتصادية في أساليب تنظيمها وتسييرها وفي أشكالها القانونية
- اتساع وتنوع نشاطات المؤسسة الاقتصادية بسبب التطور التكنولوجي وذلك بظهور عدة قطاعات ونشاطات جديدة وظهور مؤسسات تقوم بعدة نشاطات مختلفة في آن واحد ،وفي أماكن متباعدة من العالم كما هو عليه الحال في الشركات المتعددة الجنسيات .

1 p21 .organisation théories et pratiques .LIVIAN Y F

2 p37 .2000 .Alger .édition .casbah .**l'entreprise et le financement bancaire** .Farouk BOUYACOUB

3 أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ،دار العلوم للنشر والتوزيع ، عنابة ،الجزائر ، 2008 ، ص 10

4 ناصر دادي عدون ، اقتصاد المؤسسة ، الطبعة 1 ، دار المحمدية للطباعة ، الجزائر ، 1998 ، ص 14-15

- اختلاف الإيديولوجيات والمدارس الفكرية الاقتصادية ، حيث تختلف نظرة المؤسسة في الفكر الاشتراكي عنها في الفكر الرأسمالي لذلك سنقدم مجموعة من التعاريف للمؤسسة تبعا لمناظير مختلفة¹:

1- المؤسسة وحدة إنتاج وتوزيع:

تعرف المؤسسة على أنها تنظيم اقتصادي مستقل، يتكون من وسائل بشرية ومادية تمزج فيما بينها من أجل إنتاج سلع وخدمات موجهة للبيع. إذن تعتبر المؤسسة عون اقتصادي يتضمن وظيفة أساسية تتمثل في إنتاج سلع وخدمات موجهة للبيع في الأسواق، ولتحقيق هذا الهدف تحوى المؤسسة عدة عناصر مثل المصانع وكالات تجارية، مستودعات، مخابر... الخ

وتتطلب العملية الإنتاجية عدة عوامل للإنتاج منها اليد العاملة، المواد الأولية والمنتجات نصف المصنعة، الطاقة تجهيزات الإنتاج، حيث تتحول هذه العوامل إلى منتجات موجهة للعملاء. كما تحتاج المؤسسة إلى المعلومات، براءة الاختراع، تراخيص الإنتاج وموارد مالية لتمويل النشاط.

2- المؤسسة وحدة لتوزيع المداخل:

ركز التعريف السابق على قدرة المؤسسة على الإنتاج وأهمل عوامل مهمة تمثلت في اعتبارها أداة لتكوين وتوزيع المداخل التي أنتجتها على مختلف المتعاملين الاقتصاديين والماليين.

أ- المؤسسة وتكوين القيمة المضافة : بعد إتمام عملية إنتاج السلع والخدمات تتوجه هذه المنتجات إلى البيع، وينتج عن هذا مداخل تتمثل في قيمة المنتجات وبعد طرح قيمة الإستهلاكات الوسيطة الداخلة في تكوين المنتجات يتشكل ما يعرف بالقيمة المضافة للمؤسسة. تعتبر القيمة المضافة رصيد هام يعبر عن مدى نجاح نشاط المؤسسة في خلق الفوائض وتقديم إضافات عن طريق عمليات تحويل المواد الأولية ومدخلات المؤسسة إلى سلع وخدمات ذات قيمة استعمالية موجهة للمستهلكين.

ب- توزيع المداخل: إن القيمة المضافة التي كونتها المؤسسة تمت من خلال تعاون مختلف العاملين وبالتالي فهي لا تعتبر دخل صافي للمؤسسة بل يشاركها في ذلك عدة أعوان اقتصاديين وماليين، والذين يستفيدون من أجزاء هامة من القيمة المضافة وذلك على التالي:

- يسدد جزء من القيمة المضافة في شكل ضرائب ورسوم موجهة إلى الدولة والجماعات المحلية
- كما يسدد جزء في شكل اقتطاعات موجهة إلى صناديق الضمان الاجتماعي والتأمينات والمعاشات.

- كما تسدد فوائد مالية إلى البنوك والمؤسسات المالية لقاء قيمة الأموال المقرضة .
- جزء من الأرباح يوجه نحو شركاء المؤسسة في شكل أرباح أسهم موزعة على المساهمين.

إلا أن هناك أجزاء من القيمة المضافة تبقى داخل المؤسسة وهي:

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي- الإدارة المالية، طبعة 1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 27-28

- قيمة الاهتلاكات والمؤونات وهي تلك الأموال المخصصة لمواجهة تدني قيم الاستثمارات وقيم الحقوق والمخاطر .
 - الجزء المتبقي من الأرباح بعد التوزيع يبقى في المؤسسة على شكل احتياطات حيث يوجه نحو تمويل الاحتياجات المستقبلية وهو ما يعرف بالتمويل الذاتي الصافي .
- يمكن قياس قدرة المؤسسة على تحقيق القيم بواسطة معدلات قياس الأداء ،ويتوقف ذلك على مدى الكفاءة في التسيير حيث تستطيع المؤسسة تحويل المدخلات إلى مخرجات بأكبر فعالية ممكنة .
- ويستخدم لقياس قدرة الأداء عدة مؤشرات مالية منها معدل الربحية أو مايسمى بمعدل مردودية رأس المال ،وهي مقارنة الأموال المخصصة لتحقيق أهداف المؤسسة مع الأموال الناتجة عن هذه العملية .
- فإذا كان معدل المردودية يساوي 15% مثلا فهذا يعني أن كل 100 وحدة نقدية من المبلغ المدفوع تدر على المؤسسة 15 وحدة نقدية في شكل أرباح .

3- المؤسسة خلية اجتماعية:

أهملت التعاريف السابقة للمؤسسة العنصر البشري والذي يعتبر المحور الأساسي لنشاط المؤسسة ،واهتمت بالجوانب المادية والمالية .

تقوم المؤسسة بتوظيف عدد هام من العمال ،وبالتالي فهي تقوم بوظيفة اجتماعية هامة حيث توفر للعمال عدة احتياجات منها :الأجور استقرار العمل ،التحفيز ، الترقية ، المركز الاجتماعي ،التكوين والتأهيل ..

إذن يمكن اعتبار المؤسسة تجمع بشري يهدف إلى تحقيق هدف معين ،إلا أن هذه المجموعة تتميز بعدة اختلافات من نواحي عدة كالمؤهلات والثقافة والأهداف وفي كثير من الأحيان تختلف أهداف المؤسسة عن أهداف الأفراد وهذا يؤدي إلى ظهور عدة نزعات داخل المؤسسة ،تتطلب المتابعة والتسيير وهو ما يتم عبر تسيير الموارد البشرية .

4- المؤسسة مركز لاتخاذ القرارات الاقتصادية والمالية :

تلعب المؤسسة أدوار هامة في اقتصاد السوق ،باعتبارها مركز قرار اقتصادي حيث تمس قرارات المؤسسة جوانب مهمة في الحياة الاقتصادية ،منها أنواع المنتجات أسعار البيع ،طريقة توزيع المنتجات... هناك العديد من القرارات تختلف باختلاف مجموعة من المعايير ، فحسب معيار الزمن تنقسم القرارات إلى قرارات طويلة أو متوسطة أو قصيرة، وحسب الأهمية هناك قرارات إستراتيجية أو تكتيكية أو عملية .

تزداد فعالية اتخاذ القرار كلما منحت المؤسسة استقلالية في التسيير ، ويترتب على هذه القرارات مسؤوليات عدة أمام أصحاب رؤوس الأموال وأمام العمال ...،لذلك يجب أن تتميز عملية اتخاذ القرار بالدقة ولا يتحقق ذلك إلا إذا بنيت على أسس علمية وخطوات واضحة وهي :وجود المشكلة، جمع المعلومات حولها وتحليلها، وضع الخيارات الممكنة لاتخاذ القرار المناسب، التنفيذ والمراقبة .

تنتم عملية اتخاذ القرار بالشمولية، إذ تتواجد في كافة المستويات العمودية والأفقية ،وتظهر في شكل سياسات أو استراتيجيات معينة، كالإستراتيجية المالية والسياسة التسويقية وسياسة الموارد البشرية .

5- المنظور النظامي للمؤسسة :

تقوم الطريقة النظامية على دراسة العناصر المكونة لظاهرة معينة بمراعاة الارتباطات والتفاعلات الموجودة بين هذه العناصر ،ويسمح هذا المنهج بإعطاء نظرة موحدة لمختلف الأنظمة.

أ- تعريف المؤسسة كنظام: تعرف المؤسسة من هذا المنظور على أنها نظام مفتوح يؤثر ويتأثر بالمحيط الخارجي ويتكون هذا النظام من مجموعة عناصر متفاعلة بينها ومترابطة فيما بينها لتحقيق هدف معين، تتمثل العناصر المكونة لنظام المؤسسة من أنظمة فرعية هي: النظام الفرعي التجاري النظام الفرعي الإنتاجي والنظام الفرعي المالي ،حيث يتميز كل نظام فرعي بهدف فرعي محدد وبما أن الأنظمة الفرعية للمؤسسة متفاعلة فيما بينها فإن ترابط الأهداف الفرعية للأنظمة يصب في تحقيق الهدف العام لنظام المؤسسة.

ب- خصائص نظام المؤسسة: يتميز نظام المؤسسة بعدة خصائص أهمها

• **مفتوح:** يعني أن نظام المؤسسة مرتبط ارتباطا وثيقا بالبيئة الخارجية ،حيث يتبادل معها المدخلات والمخرجات فهو يؤثر في البيئة ويتأثر بها ،حيث يعرف KATZ النظام المفتوح على أنه "مجموعة العناصر الخاصة المميزة والمركبة بحيث أن أي تغيير في إحدى عناصره يؤدي إلى ردود فعل التسوية في كل العناصر الأخرى " أما النظام المغلق فهو نظام غير تبادلي مع المحيط ،حيث ينشط باحتياجاته الذاتية حتى يصل إلى الحد الذي لا يمكنه الاستمرار بعده ،وخير مثال على الأنظمة المغلقة هي البطارية.

• **التعقيد:** نادرا ما نجد أنظمة بسيطة ويعود ذلك إلى اختلاف طبيعة العناصر المكونة له إذ تتميز بالتباين وعدم التجانس، كما تختلف مستوياتها السلمية إلا أن تجمعهم في النظام يجعل هذه العناصر تتفاعل وتتربط فيما بينها من أجل تحقيق هدف معين.

• **القدرة على المراقبة:** أي قدرة النظام على قيادة عناصره في طريق محدد نحو تحقيق الهدف المسطر.

• **القدرة على التكيف:** بما أن النظام مفتوح على المحيط الخارجي ،فيجب أن تكون له قدرات خاصة على التكيف مع التغيرات التي تقع في عناصر هذا المحيط.

• **القدرة على التمرن:** أي مدى تمكن النظام من الاستفادة من الطرق التي تعالج بها الحالات التي فرضت التأقلم معها، وذلك لتوظيفها في حالات مستقبلية مماثلة.

• **الأداء:** أي قدرة النظام على تحويل مدخلاته إلى مخرجات بفعالية كبيرة.

يتمثل الهدف العام للمؤسسة في التكيف مع المحيط العام للمؤسسة ككل.

و في الجزائر فهناك إجماع على الأقل في المؤلفات التشريعية على اعتماد مصطلح المؤسسة بالمفهوم الواسع ،ف نجد مثلا المرسوم 88-01 المتعلق باستقلالية المؤسسات العمومية ، المرسوم 95-22 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية ،وحتى المؤسسات المصرفية ،استخدم بها مصطلح المؤسسة كالمادة 14 من القانون 86-12 التي تستخدم مصطلح مؤسسات القرض ذات الصبغة العامة.

كما عرف السيد "مصطفى بن بادة" وزير جزائري سابق: "تعتبر مؤسسة صغيرة ومتوسطة كل وحدة إنتاجية للسلع أو الخدمات التي لها تسيير مستقل وعدد عمالها يكون ما بين 8 و300 يد عاملة"... وبقي هذا التعريف شاملا وعموميا إلى غاية 2001/12/12¹، أين تم إصدار القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلى غاية صدور قانون الذي قدمه وزير الصناعة السيد "عبد السلام بوشوارب" لمناقشته في البرلمان والموافقة عليه في ديسمبر 2016 الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.²

الفرع الثاني: المؤسسة والمحيط

لا أحد يستطيع أن ينفي أهمية وأثر العلاقة التبادلية والتكاملية بين المؤسسة ومحيطها في نظام مفتوح باستمرار تؤثر فيه وتتأثر به نتيجة للتحويلات والتغيرات الحاصلة فيه، لذا فإن المؤسسة الاقتصادية تواجه العديد من المخاطر التي تهدد استمرارية نشاطها، فالواقع يشير إلى أنه ما يحول بين الفشل والنجاح يتوقف على قدرة المؤسسة على التكيف والتأقلم السريعين مع ما يحدث حولها والقدرة على خلق وانتهاز الفرص المتاحة وتجنب المخاطر التي يفرضها المحيط باختلاف مصادره سواء كانت داخلية من خلال العمل على التوفيق بين أهداف العمال وأهداف الإدارة والتحكم في أساليب وتقنيات التنظيم، والتخطيط والتسيير الفعال بما يتلاءم مع ما تقتضيه المتغيرات الخارجية لكل من :

- المحيط الاقتصادي
- المحيط السياسي والقانوني
- المحيط التكنولوجي
- المحيط الاجتماعي والثقافي

أولاً: المحيط الاقتصادي

يعتبر الأهم لذا فهو يحظى باهتمام واسع من طرف المنشأة كونه مصدر مدخلاتها، وهو يتكون أساسا من الزبائن الذين يمثلون جانب الطالب على ما تعرضه المؤسسة من منتجات وخدمات، ومن مؤسسات ومنشآت نفس القطاع الذي تنشط فيه هذه المؤسسة مما يكون علاقات تنافسية واحتكارية أحيانا ، بالإضافة إلى المؤسسات التي تتعامل مع المؤسسة في صورة مورد لمختلف احتياجاتها من المواد الأولية والتجهيزات المختلفة، وكذا مختلف المؤسسات أو الهيئات المصرفية والمالية، مع الأخذ بعين الاعتبار المؤشرات الاقتصادية الكلية، سعر الفائدة، معدل البطالة، معدل القدرة الشرائية، معدل التضخم، معدل الدخل القومي وتقلبات أسعار الصرف..³

ثانياً: المحيط التكنولوجي

¹ المادة 4.5.6.7، القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رقم 18/01 المؤرخ في 27 رمضان 1422 هـ الموافق لـ 2001/12/12، الجريدة الرسمية رقم 77 المنشورة في 2001/12/15
² قانون رقم 2017/02 الصادر في 10 جانفي لسنة 2017 ينص القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
³ BOUYACOUB Farouk. **l'entreprise et le financement bancaire**.p 40-41

هو ذلك المحيط الذي يتعلق بالأدوات المستخدمة في الإنتاج، فالاختراعات والابتكارات تعتبر اليوم سلاحا للتحكم في الإنتاج والأسواق كاستخدام الإعلام الآلي والروبوتيك وغير ذلك، إن التغير السريع في التكنولوجيا يتطلب أن تبقى المؤسسة في المستوى المطلوب من حيث الحصول على التكنولوجيا الجديدة المستخدمة في السلع والخدمات للمحافظة على تدعيم مركزها التنافسي.

كما أصبح للتطور التكنولوجي أثر هام على مستقبل أي مؤسسة حاليا، حيث يعني مصطلح التكنولوجيا جملة المعارف التي تمتلكها المؤسسة من أجل تحقيق إنجازات معينة، وقد يكون ذلك إما في مراكز ومخابر البحث والتطوير التابعة لها أو من خلال العمل على الحصول عليها من الغير وذلك لمسايرة التطورات التكنولوجية المتعلقة بنشاطها، كما يمتد المحيط التكنولوجي إلى ضرورة معرفة المؤسسة بالتغيرات التكنولوجية التي تحدث لدى المؤسسات الاقتصادية المنافسة لها في السوق، وذلك من أجل المحافظة على حصتها ومركزها.

ثالثا: المحيط السياسي والقانوني

النظام السياسي هو مجموعة الهيئات والأنظمة والأفراد، لهم هدف رئيسي هو إدارة وتسيير المجتمع ككل، تعتبر من العناصر الهامة في البيئة الكلية، وهي القوى التي تحركها القرارات السياسية، ولها ارتباط وثيق بالعوامل الاقتصادية فالكثير من القرارات السياسية هي في الحقيقة انعكاس لمصلحة اقتصادية.

كما يؤثر المحيط السياسي على المؤسسة باختلاف النظام السائد في البلاد حيث نجد التدخل في الدول ذات الاقتصاد الموجه عكس ما هو عليه في دول الاقتصاد الحر، من خلال سن التشريعات الخاصة بقوانين التشغيل، الأجور، الضرائب والرسوم، الأسعار والأوامر المتعلقة بمجال الاستيراد والتصدير..

رابعا: المحيط الاجتماعي والثقافي

وتشمل كلا من الخصائص السكانية ونظام القيم داخل المجتمع، كما تتضمن متوسط عمر السكان، وتوزيع الدخل وترتيب القوى العاملة، ومدى تواجد مناطق سكانية متنوعة من منطقة إلى أخرى ومدى حدوث الجرائم، والحالة التعليمية، وأثر الدين والمعتقدات الأخرى في المجتمع عنصر يؤثر على المنظمات بأشكال مختلفة، وتمثل درجة الالتزام والتغير في القيم الحضارية والثقافية للمجتمع عاملا من عوامل بيئة المنظمة أو المؤسسة.¹

كما يؤثر هذا المحيط على الحصة السوقية للمؤسسة حسب المستهلكين، كثافتهم توزيعهم، أعمارهم، نمط معيشتهم، عاداتهم وتقاليدهم، مستوى تعليمهم، تفضيلاتهم وأذواقهم .

إذا حتى تتمكن المؤسسة من اتخاذ قراراتها المناسبة وبناء سياساتها ووضع أهدافها وإستراتيجياتها توجب عليها معرفة ومتابعة تحولات المحيط باستمرار، وعدم الاكتفاء برد الفعل السريع بل وسبق الأحداث pro activité من خلال استخدام تقنيات التنبؤ والتخطيط الحديثة للتطورات المستقبلية من أجل الاستعداد اللازم واتخاذ القرار المناسب والقيام بالسلوك المناسب في الوقت المناسب، لأن الصراع قائم من أجل البقاء في وسط أقل ما يقال أنه معقد ديناميكي وسريع التطورات، خصوصا مع انتشار ظاهرة العولمة وارتفاع حدة

¹ حسين أحمد الطراونة وآخرون، نظرية المنظمة، طبعة 01، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، 2012، ص 71

المنافسة مما يضع المؤسسة في موقف عدم اليقين فتصبح قدراتها على التأقلم والمسايرة عملية صعبة جدا، فبقى درجة الرشد والعقلانية في سلوك المنشأة وامتلاكها لمزايا تنافسية أساس نجاحها أو فشلها . إن عملية الاستجابة لتغيرات المحيط يختلف من منشأة إلى أخرى ،فلا يوجد ما يسمى بالوضع المثلى والدائمة التي تصلح لجميع المؤسسات في كل الظروف نظرا للاختلاف والتنوع الواسع لهذه المؤسسات الاقتصادية.

المطلب الثاني: تطور المؤسسة من خلال تاريخ الوقائع والمدارس الاقتصادية

اختلفت المدارس الاقتصادية الكلاسيكية والنيوكلاسيكية والمدرسة الحديثة في تفسير وتحديد مفهوم المؤسسة الاقتصادية من وجهة نظر المفكرين الاقتصاديين عبر مختلف مراحل تطور الفكر الاقتصادي، وسنحاول في هذا المطلب التطرق إلى مساهمة تلك المدارس في تقديم المؤسسة الاقتصادية.

الفرع الأول: المدرسة الكلاسيكية

ساهمت المدرسة الكلاسيكية في تأسيس جملة من المبادئ والنظريات المتباينة حول المؤسسة الاقتصادية خلال الفترة الممتدة من سنة 1900 إلى غاية 1930، كما حاولت إحاطتها من مختلف الجوانب ،كالجانب الاقتصادي الجانب الاجتماعي ،الجانب الإداري ، ويعد تايلور "Taylor" من رواد الفكر الاقتصادي لتلك المرحلة حيث ساهم في إبراز دور العنصر البشري في تنظيم وترشيد المؤسسة عن طريق التنظيم العلمي للعمل ،من خلال التخصص العمودي والتوزيع العلمي للعمال والأنشطة ،أما فايول "Fayol" فكانت مساهمته في التنظيم لإدارة المؤسسة ،حيث اقترح تعريف بسيط لها يرتكز على التخطيط ،التنظيم التحكم التنسيق، والرقابة ،وهي المبادئ الأساسية للتنظيم والإدارة ،في حين كانت مساهمة إلتون مايو "ELTO mayo" في التأكد على أن رشادة المؤسسة هي المفتاح الأساسي للنمو والنجاح ،وذلك من خلال وضع الأسس العلمية للتنظيم العلمي ومن ثم تحديد المحفزات الحقيقية للعمال التي تساعد على ترقية ورفع المردودية في المؤسسة.¹

وتعتبر النظرية الكلاسيكية للمنظمات بمثابة الأداة التي أدت إلى ظهور التنظيم في المؤسسات عن طريق وضعها للقواعد والأسس الصارمة² ، ويعد مارشال "Marshal" من أول الاقتصاديين الذين استعملوا مفهوم المنظمة ،فوفقا له هي نظام اجتماعي يعمل النشاط الاقتصادي به بصورة مستقلة.

أما المؤسسة فقد اعتبرت بمثابة الهيكل الذي تتم عملية الإنتاج من خلاله ، وركز الكلاسيك في تحليلهم لنظرية المنظمات على أن المؤسسة الاقتصادية لا تتصف بهذه الصفة إلا إذا كانت تسعى إلى تحقيق الربح ،والذي يعتبر وفقا لـ "PERROUX" روح الفكر الكلاسيكي.³

¹ MARY J M .théorie des organisation de l'intérêt de perspectives. DEBOEK.BRUXELLES.1971.P 19

² قادري محمد الطاهر ،مدارس الفكر في الاقتصاد السياسي (المستقبل إبداع الماضي) ، طبعة 01، دار الأوراسية، الجلفة، الجزائر ،2009، ص72

³ MONTOUSSE M .sciences économiques et sociales. BREAL. PARIS .2004.p 110

ومن ثم فالمؤسسة هي الوحدة الاقتصادية التي تتولى الجمع بين عوامل الإنتاج بهدف إنتاج سلع وخدمات يتم توجيهها للبيع في السوق ، وذلك مهما كانت طبيعة الملكية ، لأن النقطة الحاسمة عند الكلاسيك لا تتعلق بطبيعة الملكية ، بل بالهدف من المؤسسة ، والذي يتمثل في تحقيق الإنتاج ومن ثم إلى تحقيق الربح .¹

الفرع الثاني : المدرسة النيوكلاسيكية

ترتكز النظرية النيوكلاسيكية للمؤسسة على أربعة فرضيات أساسية ، وهي استقلالية الفرد ، الرشاد ، المعلومة التامة ، وكفاءة السوق ،² واعتبرت المؤسسة بمثابة العلبة السوداء التي تقوم آليا بتحويل عوامل الإنتاج (مواد أولية ، رأس المال ، العمل) وذلك بعد البحث عن أنسب توليفة إلى منتج نهائي (سلع وخدمات) بهدف تعظيم الربح.³

قيدت فرضيات النموذج النيوكلاسيكي التحليل الوظيفي للمؤسسة ، كون النموذج لا يهتم بالتنظيم الداخلي للمؤسسة ، أما الكميات المنتجة فتحددها دالة الإنتاج التي يتم تعظيمها بهدف تعظيم الربح تحت قيود الطاقات الإنتاجية لكل فرد ، ويرتكز بدوره سلوك تعظيم ربحية المقاول على فرضية الرشاد ، التي تبين أن المنتجين قادرين على تحديد كل البدائل التي تحقق تعظيم الربح ، كما يمتلكون المعلومة الكاملة التي تسمح لهم من تحديد آثار تلك البدائل على دالة الإنتاج ، وعلى هذا الأساس يقوم المنتج بتحديد ووضع منحنيات السواء لمختلف البدائل المستخدمة ، ومن ثم اختيار أعلى منحنى كونه يحقق أكبر ربح بنفس عوامل الإنتاج المستخدمة .

ومن هنا نلاحظ أن النموذج النيوكلاسيكي قد أعطى صورة سلبية للمؤسسة ، فما هي إلا وظيفة بسيطة للإنتاج ، أين يقتصر دورها فقط على تحويل المدخلات إلى مخرجات ، ومن ثم كانت نقطة البداية في توجيه أولى الانتقادات إلى الفكر النيوكلاسيكي ، ووفقا لـ SIMON إن المؤسسة تتميز بالتنظيم وتتكون من مجموعة أطراف ذات مصالح مختلفة ، والقرارات المتخذة هي نتيجة للتفاوضات بين مختلف الأطراف ، وليس كما اعتبرت المدرسة النيوكلاسيكية .

الفرع الثالث : المدرسة الحديثة

ظهرت النظرية الحديثة للمنظمات بعد الانتقادات التي وجهت للنظرية النيوكلاسيكية ويمكن جمع تلك الانتقادات في ما يلي :

- تمثل النظرية النيوكلاسيكية المؤسسة وتجسدها في الفرد المالك لها ، وهذه الظاهرة لا تتوفر إلا في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، بينما المؤسسات الكبيرة تسير من طرف مجلس إدارة ينوب عن الملاك أو المساهمين في رأس المال ، وعليه فإن الفصل بين الملكية والإدارة الذي يعتبر من الخصائص الحديثة للمؤسسة BERLE ET MEANS يؤدي إلى نشأة صراع في تحقيق الهدف المتعلق بتعظيم ربح المؤسسة ، إلا إذا حصل ائتلاف بين أهداف كل الأعضاء ، وفي الحالة

¹ BOUBA OLGA O . l'économie de l'entreprise . édition du seuil . Paris . 2003 . p 09

² قادري محمد الطاهر ، مرجع سبق ذكره ، ص 122

³ Peyrelevade J. Economie de l'entreprise . Fayard . Paris . 1989 . p 10

العكسية لا يسعى المسيرون إلى تعظيم الربح بل إلى تعظيم رقم الأعمال أو حصة المؤسسة في السوق، ويظهر ذلك بوضوح حسب خاصية إذا كان دخلهم وسمعتهم مرتبطة بقيمة المبيعات، وهذه المسألة تجد تطبيقاً واضحاً لها في نظرية الوكالة والتي سنتطرق لها في هذا الفصل في المبحث القادم، وعليه فالمؤسسة في النظرية الحديثة هي مجموعة من العقود تنظم أنماط وطرق التوليف بين المدخلات من أجل إنتاج مخرجات، وتوزيع العوائد الناتجة عن تلك المخرجات بين الأفراد التي وفرت المدخلات.¹

- تنص النظرية النيوكلاسيكية على أن المنتج قادر على تحديد منحنيات السواء التي تحقق له أعظم ربح عن طريق التوليف بين عوامل الإنتاج، فهي بذلك تعطي لكافة المدخلات نفس درجة الأهمية، والعمل حسبها يعتبر سلعة كباقي السلع الأخرى، مما يبين أنه لا توجد رقابة على العمال، الذين يعملون بما يتلاءم وتعظيم ربحية المالك، كما يؤكد كذلك عدم وجود فوارق في الأيدي العاملة .
- اهتمت النظرية النيوكلاسيكية برشادة المنتج وكفاءة السوق، وفي مقابل ذلك أهملت أسباب وجود المؤسسة، إذ بين COASE أن أسباب وجود المؤسسة يرجع إلى تدنية تكاليف المعاملات بين الأعوان الاقتصاديين، نظراً لعدم كفاءة الأسواق، ووفقاً له إن ارتفاع تكاليف المعاملات تسمح من تفسير الأسباب التي تقود المتعاملين الاقتصاديين إلى وضع هياكل بديلة عن الأسواق لكي يتمكنوا من الإنتاج، وطور WILLIAMSON هذه الفكرة وبين أن تكاليف المعاملات هي الوحدة الأساسية للنشاط الاقتصادي، ومنه استنتج أن الرشادة ليست مطلقة بل هي نسبية لأن المنتج لا يمتلك المعلومة الكاملة ولكي يمتلكها سيتحمل تكاليف، وعليه فالمؤسسة وفقاً له هي هيكل للقرارات التي تحكم عملية التحكم بين التنظيم بواسطة السوق والتنظيم بواسطة المؤسسة²

المطلب الثالث: المؤسسة من خلال الأنظمة والمذاهب الاقتصادية

يرتكز كل من النظام الرأسمالي والاشتراكي والمذهب أو النظام المالي الإسلامي على مبادئ مختلفة ونادراً ما نجد تعاليف بين هذه الأنظمة في دولة واحدة، وسنحاول في هذا المطلب تقديم المفهوم الاقتصادي للمؤسسة حسب المنهج أو النظام الاقتصادي المتبع.

الفرع الأول: النظام الرأسمالي

يرتبط مفهوم المؤسسة الاقتصادية في الفكر الرأسمالي بتحقيق الربح كمبدأ أساسي يسيطر على باقي المبادئ الأخرى، كمبدأ الملكية الفردية لوسائل الإنتاج³، لأنه مهما كانت درجة التحرر الاقتصادي، فإننا

¹ FAMA E F. Agency problem's and the theory of the firm .journal of political economy .vol 88 n° 2.1980.p 290

² LIVIAN Y F .organisation théories et pratiques .p14

³ KOEHLIN F .capitalisme et socialisme .vers un socialisme non collectiviste .librairie de medicis.1953.p 84

نجد مؤسسات مملوكة للدولة كالإدارات العمومية التي تهدف إلى تنظيم الحياة الاقتصادية ولا تسعى إلى تحقيق الربح، ومن هنا يظهر الطابع الإيديولوجي في الفكر الرأسمالي. تعبر المؤسسة عن الوحدة الاقتصادية التي تتمتع بالاستقلالية والشخصية المعنوية وتتولى الجمع بين عوامل الإنتاج لتحقيق سلع وخدمات توجهها للبيع، بهدف تحقيق الربح فالربح هو أساس البقاء للمؤسسة الفردية في النظام الاقتصادي الرأسمالي، أما الدولة وإداراتها العمومية فهي تسعى إلى تحقيق المصلحة العامة، ومن هنا ميز اقتصاديو النظام الرأسمالي بين المؤسسة الاقتصادية الذي يعتبر الربح أساس وجودها وبين الإدارات العمومية على الخصوص (لأن الإدارات الخاصة تسعى إلى تحقيق الربح)، والتي تتولى بدورها الجمع بين عوامل الإنتاج لكن إنتاجها غير مباع، ومن هنا أكدت الرأسمالية على أن ملكية الوحدة الاقتصادية تكون فردية لكي يتم التمييز بين أهدافها وأهداف الدولة، كما أن المؤسسة الرأسمالية تتميز بسلطة التسيير من طرف رب العمل، حيث أن الملكية الفردية لوسائل الإنتاج هي نتيجة للرغبة بالانفراد في اتخاذ القرارات، وينتج عنها مجموعة من العقود بين عدة أطراف تهدف إلى تحقيق الربح¹

الفرع الثاني: النظام الاشتراكي

على اعتبار أن النظام الاشتراكي يعتمد على الملكية العامة لوسائل الإنتاج والتخطيط المركزي بهدف تحقيق الإنتاج والرقابة على المؤسسات، فإن المؤسسة الاقتصادية يختلف مفهومها في الفكر الاشتراكي عن مفهومها في الفكر الرأسمالي، وفي هذا الإطار احتفظ GENTIL ET- AFFILE بنفس عناصر مفهوم المؤسسة في الاقتصاد الرأسمالي، غير أنهما عوضا مصطلح تحقيق الربح بمصطلح إشباع رغبات وحاجات الأفراد في المجتمع، ووفقا لهما تعرف المؤسسة على أنها الوحدة الاقتصادية التي تجمع بين عوامل الإنتاج لإنتاج سلع وخدمات تفي بحاجيات ورغبات الأفراد والمتعاملين الاقتصاديين داخل السوق، وتختلف المؤسسة الاقتصادية في الفكر الاشتراكي عن الإدارات العمومية، حتى وإن كانت تقدم سلع وخدمات وتسعى إلى تحقيق الإشباع والرضا، لأن إنتاجها غير مباع، ولا تتنافس فيما بينها لتحقيق الأفضل للسوق²، أما TRAIAN فقد ركز في استدلاله لإبراز الفرق بين المؤسسة في الاقتصاد الرأسمالي والمؤسسة في الاقتصاد الاشتراكي على طبيعة الاستقلالية في اتخاذ القرارات ونجاعتها، وبين أن المؤسسة في الاقتصاد الاشتراكي غير مستقلة في تسيير مواردها المالية والمادية وحتى النتائج المحققة من طرفها (مثال ذلك ظلت السلطات العمومية الجزائرية على طيلة فترة الاقتصاد المخطط تمنع المؤسسات ذات الطابع الصناعي والتجاري من استخدام أرباحها في التمويل الذاتي عن طريق فرض الاكتتاب الإجباري في سندات التجهيز)، ونتج عن تلك الإجراءات عدم الربط بين الإنتاجية والأجر لأن كلا المتغيرين يتم تحديدهما مركزيا من طرف الخطة، وعلى هذا الأساس تظهر المؤسسة الاقتصادية في الاقتصاد الاشتراكي

¹ BEN SAID M .HOLLARD M .EL AOUI N. **économie des organisation .tendances actuelles** .ouvrage collectif. HARMATTAN .PARIS .2007.P 45

² AFFILE B.GENTIL C .**Les grandes questions de l'économie contemporaine** .Edition l'étudiant .Paris .2007.p 167

غير محفزة على تحقيق الربح ، لأنه يعتبر كهدف ثانوي يأتي بعد أهداف اقتصادية واجتماعية وحتى سياسية ، وإذا ما تم التسليم بأن الربح هو أساس وجود أي نشاط اقتصادي وأساس للبقاء ، فإن المؤسسة في الاقتصاديات الاشتراكية تتميز بعدم القدرة على إتمام مهامها ، فتتدخل الدولة بتوفير المدخلات اللازمة للإنتاج لكي تضمن استمراريتها .

الفرع الثالث : الفكر الاقتصادي الإسلامي

إن الإسلام العظيم نظام شامل ومتكامل يعالج جميع شؤون الإنسان ويتدخل في كافة المجالات التي هي ضرورية للحياة ويضع الحلول المناسبة لما يعرقل مسيرة المجتمع نحو الكرامة والسعادة والحرية ، وفي طليعة المسائل الحياتية الباعثة على الرفاه والرخاء القضايا الاقتصادية التي تعتبر عصب الحياة في المجتمع الإنساني المعاصر .¹

يتألف الهيكل العام للاقتصاد الإسلامي من أركان رئيسية ثلاثة يتحدد وفقا لها محتواه المذهبي ، ويتميز لذلك عن سائر المذاهب الاقتصادية الأخرى في خطوطها العريضة وهذه الأركان هي كمايلي :

1- مبدأ الملكية المزدوجة: يقرر المذهب الإسلامي الأشكال المختلفة للملكية في وقت واحد ، فيضع بذلك مبدأ الملكية المزدوجة بدلا عن مبدأ الشكل الواحد للملكية الذي أخذت به الرأسمالية والاشتراكية فهو يؤمن بالملكية الخاصة والملكية العامة ، وملكية الدولة ومن الخطأ أن يعتبر المجتمع الإسلامي مزيجا مركبا من الاشتراكية والرأسمالية وإنما يعبر عن ذلك التنوع في أشكال الملكية عن تصميم مذهبي أصيل قائم على أسس وقواعد فكرية معينة وموضوع ضمن إطار خاص من القيم والمفاهيم تناقض الأسس والمفاهيم التي قامت عليها الرأسمالية الحرة والاشتراكية الماركسية .

2- مبدأ الحرية الاقتصادية في نطاق محدود : والتحديد الإسلامي للحرية الاجتماعية في الحقل الاقتصادي على قسمين :

أحدهما: التحديد الذاتي الذي ينتج من أعماق النفس ويستمد قوته ورصيده من المحتوى الروحي والفكري للشخصية الإسلامية .

والآخر: التحديد الموضوعي الذي يعبر عن القوة الخارجية تحدد السلوك الاجتماعي وتضبطه وهو إما أن يكون ضمن النصوص الشرعية التي لا تتغير بتغير المكان والزمان مثل تحريم الربا والاحتكار ، أو ضمن مبدأ الإشراف والتدخل " إشراف ولي الأمر على حماية المصالح العامة بالتحديد عن حريات الأفراد فيما يمارسون من أعمال" .

والأصل التشريعي لهذا المبدأ هو القرآن الكريم في قوله تعالى: "وأطيعوا الله وأطيعوا الرسول وأولي الأمر منكم" .

3- مبدأ العدالة الاجتماعية : الصور الإسلامية للعدالة الاجتماعية تحتوي على مبدئين عامين لكل منهما خطوطه وتفصيلاته:

¹ قادري محمد الطاهر ، مرجع سبق ذكره ، ص 159

أحدهما: مبدأ التكافل العام

والآخر: مبدأ التوازن الاجتماعي

وفي التكافل والتوازن بمفهومهما الإسلامي تحقق القيم الاجتماعية العادلة وخير مثال على هذا المبدأ العمل الذي قام به الرسول الكريم محمد بن عبد الله ﷺ بالمؤاخاة بين المهاجرين والأنصار وتطبيق مبدأ التكافل بينهم، بغية تحقيق العدالة الاجتماعية التي يتوخاها الإسلام .

الفرع الرابع: شركة المساهمة في الاقتصاد الإسلامي والتقدير الشرعي لها

وهي التي يتكون رأس مالها من عدد من الأسهم المتساوية القيمة ولا يشترط فيها تساوي الشركاء فيما يملكون من أسهم وكل شريك مسؤول في حدود ما يملك من أسهم وأسهمها قابلة للتداول ويتخذ للشركة اسم يدل على غرضها، وتختلف شركات الأموال في الفقه الإسلامي عن شركات الأموال في القانون الوضعي، فشركات الأموال في الفقه الإسلامي هي شركات العنان والمفاوضة، وهي تعتمد على أشخاص الشركاء لأنهم يشتركون بأموالهم وأبدانهم، وعلى هذا فهي تنفسخ بموت أحد الشركاء أو الردة أو الحجر عليه ... أما شركات الأموال في القانون الوضعي فليس للعنصر الشخصي فيها اعتبار لاعتمادها على ما يقدمه الشركاء من حصص في رأس المال وهي تنفسخ بانتهاء غرض الشركة أو هلاك رأس المال...، إن أهم ما يسترعي الانتباه في مفهوم الشركة في الإسلام روعة ما قرره الفقهاء المسلمون على اختلاف مذاهبهم، قبل مئات السنين، من أنواع الشركات وأحكامها، وإن دل ذلك على شيء فإنما يدل على عمق فهمهم لواقع حياتهم، وحياة الناس عامة في مجتمعهم، وفهمهم للمشكلات الاقتصادية التي كانت تواجههم، وذلك بسبب استنارتهم بكتاب الله، وسنة رسوله، وإدراكهم الواعي لروح الدين الإسلامي¹.

فاشتراك بدنان بمال أحدهما أو بدنان بمال غيرهما، أو بدون مال أو مالان وبدون صاحب أحدهما أو بدنان بماليهما تساوى المال أو اختلف فكل ذلك جائز، فشركة المساهمة جائزة شرعا لأنه يتحقق فيها معنى الشركة فالشركاء يقدمون أسهمهم حصصا في رأس المال فيشتركون في رأس المال ويقتسمون الأرباح ويتحملون الخسائر ويكونون شركاء فيها، إذ يقوم مجلس الإدارة بعمل المضارب وهذا الجواز مقيد بمدى مشروعية نشاط الشركة وإتباعها طريق الكسب الحلال الطيب، أما ما استجد من شروط لم يسبق وجودها في الشركة التي نظمها الفقه الإسلامي فضابطها أنها تجوز إن لم تحل محرما أو تحرم حلالا².

المطلب الرابع: تصنيف المؤسسات الاقتصادية

تتخذ الشركات أو المؤسسات أشكالا مختلفة تبعا لتصنيفها، حيث يتم التصنيف وفق عدة معايير أهمها:

- حسب الملكية
- حسب الشكل القانوني

¹ خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، مرجع سابق، ص 25-26.

² عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، طبعة 01، مصر، دار النشر للجامعات، 1998، ص 131-132.

• حسب النشاط الاقتصادي

• حسب الحجم

أولا: التصنيف حسب الملكية

تنقسم المؤسسات حسب هذا المعيار إلي:

1- المؤسسات الخاصة: وهي التي تعود ملكيتها لشخص أو مجموعة من الأشخاص تكون في مجموعها ما يسمى بالقطاع الخاص.

2- المؤسسات العمومية: يعود رأسمالها للدولة أو الجماعات المحلية وهي تكون ما يسمى بالقطاع العام، والدولة أو من ينوب عنها من جماعات محلية هي التي تتكفل بتوفير الأموال اللازمة لنشاط هذه المنشأة وتشرف على تسيير وتحديد إستراتيجياتها وأهدافها، كما تتحمل أعبائها وديونها .

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

ثانيا: التصنيف حسب النشاط الاقتصادي

تكون مجموع المؤسسات التي لها نفس النشاط الرئيسي أو ما يسمى بالقطاع الاقتصادي، حيث نجد ثلاثة أنواع رئيسية تستخدم على المستوى الكلي:

1- القطاع الأولي: يشتمل على جميع النشاطات التي لها علاقة مباشرة مع الطبيعة كالأنشطة الزراعية والصيد البحري، إنتاج المواد الأولية الزراعية.

2- القطاع الثانوي: يضم الأنشطة المتعلقة بعملية التحويل والتصنيع، البناء والأشغال العمومية، والمحروقات.

3- القطاع الثالث: يضم كل المؤسسات الخدمانية كالبنوك، شركات التأمين، النقل، التوزيع، المؤسسات التجارية.

ثالثا: التصنيف حسب الشكل القانوني

يعرف الشكل القانوني للمشروع بأنه الهوية الرسمية والقانونية التي يمنحها المشرع للمشروع عند تكوينه من خلال منح الاعتمادات والرخص ووضع القوانين التي تحدد الحقوق والواجبات لهذا المشروع، والتي تنظم العلاقات مع كافة الأطراف التي تتعامل معه وبالتالي تحكم سير المؤسسة¹، وقبل اختيار صاحب المشروع للشكل القانوني يجب عليه التعرف جيدا على جميع الأشكال القانونية والإجراءات الواجب إتباعها

¹ سعاد نايف البرنوطي، إدارة المشروعات الصغيرة، الطبعة 1، دار وائل للنشر، 2005، ص 105

من أجل تمويل وتمويل مؤسسته، وبصورة عامة يمكن القول أنه وفقاً لمعيار الشكل القانوني يمكن التمييز بين مختلف المؤسسات حسب عدد الأشخاص الذين يوظفون أموالهم وعلى درجة الخطر الناجم عن هذا التوظيف، وعليه يمكن التمييز بين المؤسسات الفردية والمنشآت التي تأخذ شكل الشركة¹

1- المنشآت الفردية: تعرف بأنها كل مشروع اقتصادي يملكه شخص واحد ويكون مسؤولاً

مسؤولية غير محدودة عن كل التزاماته، وهو بذلك يتحمل كامل الأخطار التي يتعرض لها هذا المشروع، كما أنه في المقابل يتحصل على جميع العوائد التي يحققها هذا المشروع، حيث يعتبر المشروع الفردي من أقدم الأشكال القانونية للملكية وأبسطها وأكثرها رواجاً بين المشاريع الصغيرة فهناك أكثر من 75% من المشاريع الصغيرة في الولايات المتحدة الأمريكية التي تظهر بهذا الشكل في الملكية، كما يلاحظ كذلك عدم وجود قيود على رأس مالها التأسيسي، وتكتسب الأهلية التجارية من أهلية مالكها فتصفي ويشهر إفلاسها بإفلاس المالك.

2- الشركات:²

وهي المنشآت التي يتم تكوينها بين مجموعة من الأشخاص يساهم كل منهم في رأس مال هذه المنشأة حسب قدرته ورغبته واتفاق الشركاء الباقين، ومساهمات هؤلاء الشركاء لا يشترط فيها أن تكون متساوية أو من نوع واحد، فقد يساهم شريك ما بحصة نقدية والآخر بعقارات وثالث بجهد عضلي وفكري ورابع بأصول معنوية .

كما أن الشركة هي نظام قديم جداً عرفته الشعوب التي تنتم بميلها إلى التجمع، ومن بين أوائل هذه الشعوب هم البابليون وهذا لما كانت تنتم به حضارتهم من تقدم ورقي، ثم نظم المالك حمورابي هذه الشركات في شكل قوانين تم وضعه عام 950 ق م، ويحتوي هذا القانون على 282 مادة خصص منها 44 مادة للعقود ومنها 8 مواد لعقد الشركة، ومن خلال تتبع تاريخ الوقائع الاقتصادية خلال الحضارة الرومانية من خلال البحث في القانون الروماني عن أصول الشركة الحديثة، وكان عقد الشركة في القانون الروماني من العقود الرضائية التي لا ينتج عنها إلا مجرد إلتزامات بين أطرافه، بمعنى أن الشركة كان لا ينشأ عنها شخصاً معنوياً جديداً مستقل عن أشخاص الشركاء، وفي القرن الثاني عشر الميلادي بدأت فكرة الشخصية المعنوية للشركة تتحدد تدريجياً بسبب ازدهار الحياة التجارية في الجمهوريات الإيطالية، كما بدأت في هذه الجمهوريات تحدد خصائص شركة التضامن، فكان الشركاء مسؤولين بالتضامن عن ديون الشركة، كما كان مدير الشركة يدع اسمه وأسماء الشركاء مع نماذج عن توقيعاتهم لدى قنصلية التجار وهي الهيئة المركزية لتجار المدينة وذلك إعلاناً للغير بوجود الشركة كشخص معنوي مستقل، كما كانت الشركة تتمتع بذمة مالية خاصة مستقلة عن ذمم الشركاء فيها وهي تتكون من الحصص المقدمة من الشركاء وتشكل

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 15

² القانون التجاري، الكتاب الخامس، المواد من 840-544

ضمانا لدائني الشركة ،وبذلك تأكدت فكرة الشخصية المعنوية التي يقوم عليها التنظيم الحديث للشركات التجارية¹.

إلا أنه وبصورة عامة يمكن تقسيم الشركات إلى نوعين رئيسيين، شركات الأموال وشركات الأشخاص:

أ-شركات الأشخاص:

وهي الشركات التي تقوم على الاعتبار الشخصي بين الشركاء، بمعنى أنها تعتمد على شخصية الشركاء والثقة المتبادلة بينهم، وليس على ما يقدمه كل منهم من مساهمات عينية أو نقدية ويكون الخطر المتعلق بتوظيف الأموال فيها غير محدود.

تقوم شركات الأشخاص في تكوينها على شخصية شركائها نظرا للتعرف القائم بينهم ولثقة التي تربط بعضهم ببعض ،وتربطهم عادة رابطة القرابة أو رابطة امتهان الأعمال التجارية ،فتقوم الشركة أساسا على الاعتبار الشخصي ولذلك أطلق على هذا النوع من الشركات تسمية شركة الأشخاص ويشمل هذا النوع شركة التضامن ،شركة التوصية البسيطة وشركة المحاصة ويترتب على هذا النوع من الشركات النتائج التالية:

- لا يجوز للشريك أن يتنازل عن حصته للغير إلا بإجماع الشركاء لأن المتنازل إليه قد لا يحضى بثقة الشركاء .
- إن وفاة أحد الشركاء أو الحجر عليه أو إفلاسه أو خروجه من الشركة أو منعه من مباشرة المهنة التجارية يترتب عليه انحلال الشركة كشخص معنوي .
- يكتسب الشريك في شركة الأشخاص صفة التاجر الشريك ،في شركة التضامن يكتسب صفة التاجر بمجرد انضمامه إلى الشركة .
- إن الغلط في شخص الشريك أي في صفة جوهرية فيه يترتب عليه بطلان الشركة بطلانا نسبيا .

وشركة الأشخاص تأخذ الأشكال التالية :

أ-1 شركات التضامن: وهي التي تتكون من شركاء يكونوا مسؤولين شخصيا وبالتضامن عن كل الالتزامات الناشئة عن هذا التعاقد ،ولا تتحدد مسؤولية الشريك بقدر حصته في الشركة وإنما تتجاوزها إلى أمواله الخاصة ،كما أن الشركاء في هذا النوع من الشركات يكتسبون صفة التاجر .

أ-2 شركات التوصية بالأسهم: يتكون هذا النوع من الشركات من نوعين من الشركاء شركاء متضامنون يكونوا مسؤولين مسؤولية تضامنية في كل أموالهم عن كل ديون الشركة ،وتطبق عليهم نفس القواعد التي تطبق على الشركاء المتضامنون في شركة التضامن ،وشركاء موصون لا يسألون إلا بمقدار الحصص التي قدموها في رأس مال الشركة أو التي تعهدوا بتقديمها ،بمعنى آخر يساهم الشركاء الموصون بنسب معينة في رأس مال الشركة ولا يتدخلون في الإدارة ،غير أنه يحق لهم بموافقة الشركاء الآخرين الاطلاع على حسابات الشركة ،وتكون حصتهم في الأرباح حسب قيمة رأسمالهم ،أما عند حدوث الخسائر أو إفلاس

¹ عموره عمار ، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري ، دار المعرفة ، الجزائر ، 2000،ص 141

الشركة فإن مسؤولياتهم المالية تنحصر بمقدار حصتهم في رأس المال فقط، أي أن المسؤولية المالية بالنسبة للشركاء الموصين لا تطال أموالهم وممتلكاتهم الخاصة على خلاف الشركاء المتضامنين.

أ-3 شركات المحاصة: وهي الشركة الخفية التي تنتشر على الغير، فهي تقوم على الاعتبار الشخصي بين مجموعة من الأشخاص وتخضع للشروط التي يتفقون عليها ولكن لا وجود لها بالنسبة للغير لأنها لا تخضع إلي إجراءات تحرير العقد وإشهاره.

ب- شركات الأموال :

ويقوم هذا النوع من الشركات على الاعتبار المالي، بمعنى أن الاعتبار الأول والأساسي الذي تقوم عليه هذه الشركات هو مجموعة الأموال التي يمكن للإدارة تجميعها واستثمارها بدلا من العلاقة الشخصية للشركاء، ويقسم رأس مالها إلى أسهم قابلة للتداول ويستطيع الحصول عليها كل من لديه القدرة على دفع قيمتها، الميزة الأساسية لهذا النوع من الشركات هي توزيع المخاطر بين عدد كبير من المساهمين حيث تقتصر مسؤولية كل واحد من المستثمرين بالنسبة للالتزامات الشركة اتجاه الغير على مقدار مساهمته في رأس المال، بمعنى أن الشركة قوامها يتمثل في تقديم الحصص المكونة لرأس مالها بصرف النظر عن شخصية أو شخص الشركاء، الأمر الذي يفسر لنا بأنه يحق لشركة الأموال إصدار أسهم قابلة للتداول، كما أن وفاة الشريك أو الحجر عليه أو منعه من مباشرة التجارة أو عزل الشريك بصفته مديرا للشركة أو عضو من أعضاء مجلس الإدارة لا ينتج عنه انحلال الشركة¹، وهي تتضمن الأنواع الأربعة التالية:

ب-1 شركات المساهمة:

هي أكثر الشركات انتشارا، ويقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، وتكون مسؤولية الشركاء فيها محدودة بمقدار أسهمهم ولا يجوز أن يقل عدد الشركاء فيها عن تسعة 9- المادة 592 ت ج كما أن رأس مالها يجب أن لا يقل عن 300.000.00 دج وذلك حسب المادة 594 ت ج، وقد خصصت المبحث الثاني من هذا الفصل للتفصيل أكثر في هذا النوع من الشركات لأنه النوع الوحيد المسموح له بدخول البورصة .

ب- 2 شركات التوصية بالأسهم :وهنا أيضا نوعين من الشركاء، النوع الأول شركاء متضامنون كل شريك منهم مسؤول في جميع أمواله عن ديون الشركة، أما النوع الثاني فهم شركاء موصون أو مساهمين لا يقل عددهم عن أربعة ولا يسألون عن ديون الشركة إلا بقدر أسهمهم.

ب- 3 الشركات ذات المسؤولية المحدودة: تتكون الشركة حسب هذا النوع من شريكين أو أكثر مسؤولين عن ديون الشركة بقدر حصصهم في رأس المال، ولا يزيد عدد الشركاء فيها عن 20 شريك المادة 590 ت ج، وهذا النوع من الشركات يحتل مركز وسط بين شركات الأشخاص وشركات الأموال، فهي تعتمد على العلاقة الشخصية للشركاء حيث يجوز أن يكون اسم الشركة متكون من اسم أحد الشركاء أو أكثر على أن يتبع بكلمة "ذات مسؤولية محدودة" -المادة 564 ت ج - ولكنها تشبه شركات الأموال في كون مسؤولية

¹ عموره عمار، مرجع سبق ذكره، ص 215

الشركاء فيها تتحدد بمقدار الأموال التي قدموها والتي تقسم إلى حصص متساوية، كما أنه لا يمكن نقل هذه الحصص إلى أشخاص أجنب أو التنازل عنها عن طريق البيع أو الهبة -المادة 571 ت ج - ولكن يمكن انتقالها إلى الورثة وإحالتها بكل حرية بين الأزواج والأصول والفروع -المادة 570 ت ج .

رابعاً: التصنيف حسب الحجم

وهو يضم مايلي:¹

- مؤسسات صغيرة أو مصغرة جدا
- مؤسسات متوسطة
- مؤسسات كبيرة

لهذا التصنيف استعمال واسع بين الهيئات والمراكز الإحصائية، حيث تتم التفرقة بين كل نوع بالاعتماد على عدة معايير كمية ونوعية تختلف من بلد لآخر .

¹ أحمد بوراس ، مرجع سبق ذكره ،ص 18-19

المبحث الثاني: تنظيم وتسيير إدارة شركات المساهمة -SPA-

تتميز شركات الأموال ببروز أهمية رأس المال، وعدم ارتباط هذه الشركة بالثقة بأشخاص الشركاء ومدى حرية تداول السهم كما أن الأسباب الخاصة بأحد الشركاء لا تؤثر إطلاقاً على استمرار الشركة بعكس شركات الأشخاص والنموذج الأمثل لشركات الأموال هي شركة المساهمة، فهي تهدف لتجميع الأموال قصد القيام بمشروعات صناعية وتجارية وهي أداة للتطور الاقتصادي في العصر الحديث وقد نمت وتطورت بسرعة بفضل تجميع رؤوس الأموال، كما تعتبر هذه الشركة تقنية تتبناها أكبر المؤسسات في التسيير، إذ أن شكل هذه الشركات يشكل أحد الأشكال الهامة التي أتاحت للشركات العمومية ذات الطابع الاقتصادي بالجزائر ظهور شركات القطاع العام التي تمتلكها الدولة بمفردها أو تساهم فيها مع غيرها وهي شركات تتخذ جميعها شكل شركة المساهمة. لذلك سنتناول في هذا المبحث الإطار المفاهيمي والتنظيمي وكذلك القانوني لشركة المساهمة لأنها الوحيدة المخول أو المسموح لها بالدخول لسوق رأس المال أو بورصة القيم المنقولة وذلك بعد منح الاعتماد طبعاً.

المطلب الأول: تعريف وخصائص شركة المساهمة وأهميتها

سننقل في هذا المطلب عن تعريف وخصائص شركة المساهمة وكذلك طرق التأسيس باللجوء العلني للادخار وكذلك التأسيس دون اللجوء العلني للادخار

الفرع الأول: تعريف وخصائص شركة المساهمة

أولاً : تعريف شركة المساهمة SPA

لقد عرف المشرع الجزائري الشركة في القانون المدني في المادة 416 بأنها "عقد بمقتضاه يلتزم شخصان طبيعيين أو اعتباريان أو أكثر على المساهمة في نشاط مشترك بتقديم حصة عمل أو نقد بهدف اقتسام الربح الذي قد ينتج أو تحقيق اقتصاد أو بلوغ هدف اقتصادي ذي منفعة مشتركة كما يتحملون الخسائر التي قد تنتج عن ذلك"¹

تعرف المادة 592 من القانون التجاري شركة المساهمة بأنها هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى حصص، وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصتهم¹، ولا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة.

ويتبين لنا من هذا التعريف أن شركة المساهمة هي شركة ينقسم رأسمالها إلى حصص الشركاء تمثل بأسهم قابلة للتداول ولا يكون الشريك المساهم مسئولاً إلا بقدر حصته في الشركة، كذلك تعتبر شركة المساهمة شركة تجارية بحكم شكلها ومهما يكن موضوعها حسب المادة 544 ق ت ج²، أما

¹ عموره عمار، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص 263
² القانون التجاري، طبعة جديدة مصححة ومحيّنة، دار بلقيس، دار البيضاء، الجزائر، 2017، المادة 544، ص 143

في التشريع المصري فعرفت حسب ما جاء في المادة 2 من 159: "شركة ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة، يمكن تداولها على الوجه المبين في القانون، وتقتصر مسؤولية المساهم على قيمة الأسهم التي أكتتب فيها ولا يسأل عن ديون الشركة إلا في حدود ما اكتتب فيه من أسهم ويكون للشركة اسم تجاري مشتق من الغرض من إنشائها"¹

وقد أثبت التطور التاريخي أن هناك علاقة بين استعمال هذه الشركة وتطور المؤسسات الكبرى الحديثة، وعلى حد تعبير أحد الفقهاء الفرنسيين "أن شركة المساهمة تعتبر الجهاز القانوني الأمثل للرأسمالية الحديثة"²

كذلك عرفها الفقه بأنها "الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة ويكون لكل شريك عدد من الأسهم ويتفاوت الشركاء تفاوتاً كبيراً في عدد الأسهم التي يمتلكونها، ولا يكون كل شريك مسئولاً إلا في حدود الأسهم التي يمتلكها"³

ثانياً: خصائص شركة المساهمة

نظراً لطغيان الجانب المالي في هذه الشركة، وانعدام الاعتبار الشخصي، تترتب النتائج التالية، والتي تعتبر بدورها بمثابة خصائص تميز هذه الشركة، وتتمثل في الآتي:

• رأس مال الشركة:

ينصب اهتمام شركة المساهمة على حصة الشريك أكثر من اهتمامها على شخصيته، كما تتميز في جمع رأسمالها عن طريق طرحه للاكتتاب العام في حالة تأسيسها بالجوء للادخار العلني، وهذا بسبب المشروعات الضخمة التي تقوم بها، لقد اشترط المشرع الجزائري ألا يقل رأسمال شركة المساهمة عن 5 ملايين دينار جزائري على الأقل في حالة لجوءها للادخار العلني، ومليون دينار جزائري على الأقل إذا لجأت للتأسيس الفوري وهذا تطبيقاً لنص المادة 594 من القانون التجاري⁴.

لقد حرص المشرع الجزائري على ضرورة الالتزام بالحد الأدنى القانوني، فإذا لم تصل للحد المطلوب وجب زيادته في ظرف سنة إلا إذا تحولت الشركة إلى شكل آخر من الشركات التجارية، أما إذا لم يصحح الوضع لا بالاكتتاب أو تحويل الشركة جاز لكل من يهمه الأمر أن يطلب من القضاء حل الشركة بعد أن يوجه إلى ممثلها إنذار بتسوية الوضع⁵.

إن تنظيم مثل هذا الحكم في الجانب المالي للشركة ذات أهمية كشركة المساهمة، من شأنه أن يؤدي عند مخالفته إلى تطبيق جزاء والمتمثل في البطلان المطلق والذي يؤدي بدوره إلى حل الشركة تلقائياً، فعدم اكتمال النصاب المالي دليل على العجز المالي الذي يعرقل انطلاق النشاط لأن ركيزة الشركة

¹ أحمد محمد محرز، الوسيط في الشركات التجارية، طبعة 2، جامعة القاهرة، 2004، ص 126

² فتحة يوسف المولودة عماري، أحكام الشركات التجارية وفقاً للنصوص التشريعية والمراسم التنفيذية الحديثة، دار الغرب للنشر والتوزيع، تلمسان، الجزائر، ص 134

³ عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني الجديد (الهبة والشركة)، طبعة 3، منشورات الجبلي الحقوقية، لبنان، 2000، ص 235

⁴ القانون التجاري، طبعة جديدة مصححة ومحيطة، مرجع سبق ذكره، المادة 594، ص 156

⁵ المادة 594 من القانون التجاري، ص 156

هي الأموال، كما كان من الأجدر بالمشرع الجزائري أن يقضي ببطلان الشركة بدلا من اللجوء إلى الحل القضائي¹.

• مسؤولية الشريك:

تحديد مسؤولية المساهم بقدر ما وضعه من المال، أي أن مسؤوليته محدودة بقيمة أسهمه، فلا يمكن مطالبته بما يفوق هذه القيمة مهما بلغت ديون الشركة، والخسائر التي تعرضت لها، وعلى هذا الأساس فإن المساهم لا يكتسب صفة التاجر وبالتالي لا تشترط فيه الأهلية التجارية، فيستطيع القاصر أن يكون مساهما في هذه الشركة عن طريق ممثله القانوني².

• اسم وعنوان الشركة:

يجب أن تحمل شركة المساهمة اسما يميزها عن باقي الشركات وغالبا ما يستمد اسم الشركة من الغرض الذي أنشئت من أجله، كما يجوز أن يدرج اسم شريك واحد أو أكثر في اسم الشركة ويجب أن يسبق الاسم أو يتبعه شكل الشركة بمعنى ذكر "شركة مساهمة" مع مبلغ رأسمالها حتى يعلم الغير أنه يتعامل مع شركة مساهمة والتي تقدم الضمان العام المبين في رأسمالها، وذلك تطبيقا لنص المادة 593 من القانون التجاري³.

ونظرا لأهمية هذا العنوان في شركة المساهمة، والذي يجب الإشارة إليه في جميع العقود والمستندات التي توقع من ممثلي الشركة، فقد رتب القانون على مخالفة ذلك عقوبات جزائية في المادة 833 من القانون التجاري، والتي تنص على مايلي: "يعاقب بغرامة من 20.000 د ج إلى 50.000 د ج رئيس شركة المساهمة والقائمون بإدارتها ومديروها العامون أو مسيروها الذين أغفلوا الإشارة على العقود أو المستندات الصادرة من الشركة والمخصصة للغير اسم الشركة مسبقا أو متبوعا فورا بالكلمات الآتية "شركة مساهمة" ومكان مركز الشركة وبيان رأس مالها"

• الفصل بين الملكية والإدارة:

تتميز شركة المساهمة بالفصل بين الملكية والإدارة، إذ تتم إدارة الشركة عن طريق مجلس الإدارة يعين من طرف مجموعة المساهمين لأجل معين، ويكون هذا المجلس مسؤولا عن تصرفاته، حيث يحق للمساهمين مسألته عن التصرفات والنتائج الصادرة عنه.

• عدد الشركاء:

وضع المشرع حدا أدنى لعدد الشركاء بنصه في المادة 592 من القانون التجاري - المعدلة بالمرسوم التشريعي 08/93 - على ما يلي: "لا يمكن أن يقل عدد الشركاء عن سبعة" باستثناء الشركات التي يكون رأس مالها أموال عمومية.

¹ نادية فوضيل، شركات الأموال في القانون الجزائري، طبعة 3، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، 2007، ص 147

² فتيحة يوسف المولودة عماري، مرجع سبق ذكره، ص 134

³ المادة 593، القانون التجاري، ص 156

وعليه فهي تستطيع أن تستقبل ما تشاء من المساهمين فضلا عن أن المشرع لم يشترط أن يكون المساهمون فيها من الأشخاص الطبيعية الأمر الذي يسمح باشتراك أشخاص معنوية في تأسيس الشركة.

ومما هو جدير بالملاحظة أن اشتراط الحد الأدنى ،وهو سبعة في هذه الشركة ،مع أن هذا الشرط لا يطبق على المؤسسات العمومية التي تأخذ شكل شركة مساهمة ،غالبا ما كان عائقا في تأسيس هذه الشركات ،كما أن هذا الشرط غالبا ما يؤدي إلى التحايل عليه ،مثلا هناك شركة أجنبية احتراما للشرط المفروض وهو سبعة لجأت إلى منح ستة أسهم إلى ستة أشخاص طبيعيين ،وهذا ما أدى ببعض التشريعات الأوروبية ومنها القانون الفرنسي إلى التوجه نحو خلق ما يسمى ب شركة المساهمة المبسطة *société par action simplifiée* التي يمكن تأسيسها من طرف شخص واحد أو شخصين فأكثر .

• حصة الشريك :

حوص المساهمين عبارة عن أسهم قابلة للتداول بالطرق التجارية ،وقابلية السهم للتداول هي أهم خصية تتفرد بها شركة المساهمة دون غيرها ،وقد عرفت المادة 715 من القانون التجاري كما ذكرنا ذلك سابقا في الفصل الأول "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها" .

هذا وقد نصت المادة 592 من القانون التجاري على أن: شركة المساهمة هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم...، وبهذا يفهم من تعبير السهم، حقوق المساهمين في الشركة، كما يعبر على الصكوك أو السندات المثبتة لهذه الحقوق.

وقابلية السهم للتداول هي التي تضيف على شركات المساهمة الطابع المفتوح -بخلاف التنازل عن الحصة- ،وعليه فالشريك أو بالأحرى المساهم في الشركة يتنازل عما يملكه من أسهم في رأسمال الشركة بكل سهولة في أي وقت ودون الحصول على موافقة بقية المساهمين .

إن ميزة التداول هي التي حفزت صغار المدخرين على الانضمام للشركة قصد استثمار أموالهم فيها ومن ثم كانت سببا في نجاح وانتشار هذا النوع من الشركات.

الفرع الثاني: أهمية شركة المساهمة

تظهر أهميتها من خلال أنها:

- تعد تجميعا لجهود الأفراد ولمدخراتهم ،وقيامها بالمشروعات الاقتصادية الكبرى التي يعجز المرء بمفرده عن تحقيقها مهما بلغت قدراته وإمكانياته ، الأمر الذي يجعل منها أئنع ثمرة للنظام الرأسمالي ،وأهم هيكل قانوني تمكن بفضلله هذا النظام من التغلغل والانتشار في المجالين الوطني والدولي ¹ .

¹ بن شويحة علي ،خرافان محمد ، الطبيعة القانونية للشركة، جزء 2 ، طبعة 1، مطبعة رويغي ،الأغواط ،الجزائر ،2015، ص 41

- إضافة إلى أن انخفاض ثمن السهم وقابليته للتداول بالطرق التجارية، وتحديد مسؤولية المساهم أن تشرك صغار المدخرين في الأنشطة التجارية والصناعية، دون أن يتعرضوا لمخاطر جسيمة أو غير محسوبة، وحق عليها وصف الأستاذ ريبير بأنها "الجهاز القانوني الفذ أو الأمثل للرأسمالية الحديثة"¹.

فشركات المساهمة كانت الوسيلة القانونية التي أحدثت التطور الخطير ويسرت الانتقال من الاقتصاد الزراعي والحرفي المغلق إلى الاقتصاد الصناعي والاستهلاكي المعاصر، بعبارة أخرى أنها الأداة القانونية للتحويل من الزراعة الحرفية إلى الدائرة العلمية الصناعية، ومن الاقتصاديات البدائية المتخلفة إلى الاقتصاديات الاستهلاكية .

- كما أنها الأداة المثلى للنهوض الاقتصادي، بل ولقد تعاضمت هذه الأهمية لدرجة أصبحت معها هذه الشركات، وخاصة شركات المساهمة تتمتع في كل البلدان بسلطان ونفوذ لا يبرزه إلا سلطان الدولة، وتشكل قوة اجتماعية واقتصادية تخشى الدولة بأسها وسطوتها وترى من واجبها أن تسهر على رقابتها حتى لا تنحرف عن الطريق السوي، وتصبح أداة للاستغلال الاجتماعي أو للسيطرة السياسية، فلم يتقرر تأسيسها إلا في وقت متأخر.²

المطلب الثاني: تأسيس شركات المساهمة

يقصد بتأسيس شركة المساهمة مجموعة الأعمال القانونية والأفعال المادية التي يستلزمها إنشاء هذا الهيكل القانوني على نحو رسمه المشرع والتي يقوم بمبشرتها في سبيل تحقيق هذا الهدف مجموعة من الأفراد جالت الفكرة بخاطرهم وهم المؤسسون³

إن تأسيس شركات المساهمة، يمكن أن يتولاه المؤسسون ابتداء بتقدير نفقات رأس المال اللازم لمباشرة نشاطها، وتتظافر جهودهم لوضع الشركة في حيز الوجود، كما يمكن تأسيس الشركة عن طريق التحويل، كتحويل الشركة ذات المسؤولية المحدودة إلى شركة مساهمة كما هو الحال عند تجاوز عدد الشركاء في الشركة ذات المسؤولية المحدودة عشرون شريكا.

والملاحظ أن المشرع الجزائري قد فرق بين إجراءات تأسيس شركات المساهمة حسب طريقة تجميع رأس المال، فخصص أحكام المواد من 695 إلى 604 من القانون التجاري لما يسمى بالتأسيس باللاجوء العلني للادخار، بينما خصص المواد من 605 إلى 610 من القانون التجاري للتأسيس الفوري⁴، وعليه فإن تأسيس شركة المساهمة يتم بطريقتين هما:

¹ Y. GUYON . **Droit des affaires .Droit Commercial général et Sociétés** .éd. T.I.10.1998.p 270

² علي سيد قاسم، التنظيم القانوني للمشروع التجاري الجماعي، الشركات التجارية، جزء 2، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 279

³ عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية شركات الأشخاص والأموال والاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2003، ص

576

⁴ فتيحة يوسف المولودة عماري، مرجع سبق ذكره، ص 137-138

الفرع الأول: التأسيس دون اللجوء العلني للادخار (التأسيس الفوري)

يقصر الاكتتاب في هذه الشركات على مؤسسي الشركة فقط فلا تطرح الأسهم للاكتتاب كما هي الحال في التأسيس، ومن ثم فالإكتتاب الفوري لا يشكل خطرا على صغار المدخرين¹ لا يستعينون بهم في تكوين رأسمال الشركة وإنما المؤسسون هم الذين يكونون رأسمال الشركة لتمتعهم بوفرة المال والخبرة في تأسيس الشركة .

كم ذكرنا سابقا أخضع المشرع الجزائري هذا النوع من التأسيس إلى إجراءات بسيطة نظمتها المواد من 605 إلى 610 من القانون التجاري، ونجد في التأسيس الفوري ما يلي:

1- تسجيل الشركة:

يلتزم المؤسسون بتسجيل الشركة في السجل التجاري، إذا لم تؤسس في أجل ستة أشهر ابتداء من تاريخ إيداع مشروع القانون الأساسي بالمركز الوطني للسجل التجاري، جاز لكل مكتتب أن يطالب أمام القضاء بتعيين وكيل مكلف بسحب الأموال لإعادتها إلى المكتتبين بعد خصم مصاريف التوزيع، إذا قرر المؤسس أو المؤسسون فيما بعد تأسيس الشركة وجب القيام بإيداع الأموال من جديد وتقديم التصريح المنصوص عليه في المادتين 598 و 599.²

2- الاكتتاب في رأس مال الشركة:

جاء في المادة 606 تثبت الدفعات بمقتضى تصريح من المساهم أو أكثر في عقد موثق، يتصرف الموثق على النحو المنصوص عليه في المادة 599 بناء على تقديم قائمة المساهمين، المحتوية على المبالغ التي يدفعها كل مساهم.

كما يشترط القانون أن يكتتب برأسمال بكامله وأن تكون الأسهم المالية مدفوعة عند الاكتتاب بمقدار الربع 4/1 على الأقل من قيمتها الاسمية، ويتم الوفاء بالزيادة مرة واحدة أو عدة مرات بناء على قرار مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب كل حالة ولا يمكن أن يتجاوز خمس سنوات ابتداء من تاريخ تسجيل الشركة في السجل التجاري ولا يمكن مخالفة هذه القاعدة إلا بنص صريح، وتكون الأسهم العينية مسددة القيمة بكاملها عند إصدارها، وبالتالي يجب الرجوع إلى المادة 596 من ق ت ج التي يستخلص منها شرط الوفاء بكامل رأس المال³ .

3- تقدير الحصص العينية:

قد يتكون رأسمال الشركة أو جزء منه من حصص عينية، وغالبا ما يخشى المشرع أن تقوم هذه الحصص بشكل يخالف حقيقة قيمتها الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى الأضرار، لذلك نصت المادة 607 على: "يشتمل القانون الأساسي على تقدير الحصص العينية ويتم هذا التقدير بناء على تقدير ملحق بالقانون الأساسي يعده مندوب الحصص تحت مسؤوليته، ويتبع نفس الإجراءات إذا اشترط امتيازات خاصة"⁴

¹ Philippe Merle. **Droit commercial sociétés commerciales** .6^e édition. DALLOZ. Paris. P 260

² المادة 598، **القانون التجاري**، تنص: "تودع الأموال الناجمة عن الاكتتابات النقدية وقائمة المكتتبين، مع ذكر المبالغ التي يدفعها كل مكتتب لدى الموثق أو لدى مؤسسة مالية مؤهلة قانونا"، ص 157

³ المادة 596، **القانون التجاري**، ص 157

⁴ المادة 607، **القانون التجاري**، ص 158

إذن فتقدير الحصص العينية يتم بواسطة مندوب أي خبير بالحصص وهذا التقدير يتم تحت مسؤولياته وعليه أن يضع تقريرا بذلك يلحق بالقانون الأساسي للشركة حسب المادة 608 من ق ت والتي تنص على أن يوقع المساهمون القانون الأساسي بأنفسهم أو بواسطة وكيل مزود بتفويض خاص بعد تصريح الموثق بالدفعات وبعد وضع التقدير المشار إليه سابقا.

4- تعيين القائمين بالإدارة:

تعين كل من الهيئة الإدارية وهيئة الرقابة في شركة المساهمة التي تلجأ إلى التأسيس الفوري في العقد التأسيسي للشركة .

تنص المادة 609 على ما يلي: "يعين القائمون بالإدارة الأولون وأعضاء مجلس المراقبة الأولون ومندوبو الحسابات الأولون في القوانين الأساسية"¹

يتعين على القائمين بالإدارة ومندوبي الحسابات وجميع المساهمين التوقيع على القانون الأساسي، ويتم تسجيل الشركة بالسجل التجاري ويكون لها الشخصية المعنوية وتبدأ مزاوله نشاطها.

الفرع الثاني: التأسيس باللجوء العني للادخار (التأسيس المتتابع)

يقصد بهذه الطريقة التجاء المؤسسين إلى الجمهور في الحصول على رأس المال²، وقد نص المشرع على إجراءات معينة يجب القيام بها على مراحل متتالية من قبل المؤسسين وذلك بعد دراستهم الجدية للمشروع .

أولا: الشروط الواجب توفرها في المؤسس

لم يتعرض المشرع للشروط الواجب توفرها في شخص المؤسس ومن ثم يجب الرجوع إلى القواعد العامة وما يتطلبه القيام بالعمل التجاري وهي: توفر أهلية الاتجار في المؤسسة لأنه سيتحمل التزامات من جراء بعض التصرفات التي يقوم بها أثناء التأسيس للشركة، الأمر الذي يترتب عليه المسؤولية بنوعها المدنية والجزائية، لاسيما عند فشل مشروع الشركة هذا إذا كان المؤسس شخصا طبيعيا، أما إذا كان معنويا فيجب أن يكون قد حاز الشخصية المعنوية التي تخوله أهلية التأسيس .

ثانيا: المركز القانوني للشركة خلال فترة التأسيس

إن تأسيس شركة المساهمة يتطلب فترة طويلة من الزمن لاسيما إذا كان التأسيس متعاقبا، كما يقوم المؤسسون أثناء التأسيس بتصرفات قانونية جديدة كالتعاقد مع البنوك ومع المؤسسات التي تقوم بدور الدعاية والنشر والإعلان أو التعاقد مع مكاتب أو مصلحات تقوم بالدراسات العلمية والفنية أو بشراء الآلات والمعدات والمواد الأولية قصد الخوض في نشاط الشركة أو يتعاقدون مع العمال وكل هذا يقع باسم الشركة تحت التأسيس مما يثير الصفة التي يتمتع بها المؤسسون أثناء فترة التأسيس وعن المركز القانوني للشركة في ظل التأسيس؟

¹ المادة 609، القانون التجاري، ص 159

² Philippe Merle. **Droit commercial sociétés commerciales**. P 267

- اختلفت الآراء حول هذه المسألة فهناك من يرى أن الشركة ليس لها وجود قانوني خلال فترة التأسيس، والمؤسسون عندما يبرمون العقود فهم يفعلون ذلك باسمهم الخاص ولحسابهم ويصبحون كدائنين إلى أن يتم تأسيس الشركة عندها تنتقل إليها جميع الالتزامات والحقوق¹.
- وهناك رأي آخر يعتبر المؤسس فضوليا فيما يجريه من أعمال وتصرفات لحساب الشركة المستقبلية وبالتالي يجب عليه طبقا لنص المادة 153 من القانون المدني أن يمضي ويستمر في إجراءات التأسيس .
- أما المشرع الجزائري فلم يأتي بأي تمييز عن التصرفات التي يجريها المؤسسون بشأن الشركة قبل تأسيسها، وأعتبر كل التصرفات التي تصدر عنهم وتكون متعلقة بالشركة يسألون عنها مسؤولية تضامنية .

ثالثا: إجراءات تأسيس الشركة

1- وضع مشروع النظام الأساسي للشركة

يعمل المؤسسون على تحرير عقد ابتدائي يبينون فيه النظام الأساسي الذي تسيروا بمقتضاه الشركة منذ نشأتها إلى غاية انقضاءها عادة ما يشتمل البيانات التالية:

- تأسيس الشركة وبيان اسمها
- بيان غرض الشركة
- مدة بقاء الشركة
- مقدار رأسمالها
- إدارة الشركة ورقابتها وسلطة المديرين وعدد الأسهم التي يمتلكها عضو الإدارة وصلاحياته وحدوده.
- القواعد الخاصة بالجمعية العامة وحقوق المساهمين في التصويت وكيفية المداولة.
- جرد أموال الشركة والحساب الختامي والمال الاحتياطي وكيفية توزيع الأرباح والخسائر والقواعد التي تحكم انقضاء الشركة.
- حل الشركة وتصنيفتها وقسمة أموالها ومراقبو الحسابات .

يعتبر نظام الشركة بمثابة دستور لها، ومشروع الشركة الذي يكتتب الجمهور على أساسه، يبقى مشروعا إلى أن تصادق عليه الجمعية العامة التي تتعقد قبل التأسيس النهائي.

يجب أن يفرغ مشروع النظام الأساسي لشركة المساهمة في محرر رسمي بطلب من مؤسس أو أكثر على أن تودع نسخة منه في المركز الوطني للسجل التجاري وهذا ما جاء في المادة 595 من القانون التجاري "يحرر الموثق مشروع القانون الأساسي لشركة المساهمة، بطلب من مؤسس أو أكثر، تودع نسخة من هذا العقد بالمركز الوطني للسجل التجاري"²

¹ مصطفى كمال طه، الشركات التجارية، الأحكام العامة في الشركات، شركات الأشخاص، شركات الأموال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية،

1997، ص 177

² المادة 595، القانون التجاري، ص 156

2- الاكتتاب في رأسمال الشركة:

لقد حدد المشرع الجزائري الحد الأدنى لرأسمال شركة المساهمة حيث اشترط ألا يقل عن 5 ملايين د ج على الأقل، إذا لجأت الشركة للادخار العلني، و1 مليون د ج في حالة الاكتتاب الفوري أي عدم اللجوء للادخار العلني، ويعد رأسمال الشركة الضمان العام لدائنها .

- مفهوم الاكتتاب:

هو إبداء رغبة المكتتب في دخول الشركة المستقبلية عن طريق تعهده بشراء عدد من أسهمها المطروحة على الجمهور لاقتنائها، أو هو إعلان الإدارة في الانضمام إلى مشروع الشركة مع التعهد بتقديم حصة في الرأسمال تتمثل في عدد معين من الأسهم، أو هو إعلان الشخص عن رغبته في الاشتراك في المشروع الذي ستقوم به الشركة، وذلك عن طريق رغبته بتقديم حصته في رأسمال الشركة في تقديمه عدد من الأسهم، وبذلك يكتسب الشخص المكتتب صفة المساهم في الشركة متى تمت إجراءات التأسيس¹. وتجدر الإشارة إلى أن الاكتتاب بمعناه العملي لا يقع إلا على الحصة النقدية، أما الحصة العينية والتي يشترط الوفاء بها بالكامل عند التأسيس تمنح مقابلها أسهم عينية².

- كيفية الاكتتاب:

تناول المشرع طريقة الاكتتاب أو كيفية الاكتتاب من المواد 595 إلى 599 من القانون التجاري ويتبين من خلال هذه المواد أن هناك إجراءات للاكتتاب تتمثل في:

- ضرورة إفراغ مشروع القانون الأساسي لشركة المساهمة في الشكل الرسمي وإيداعه لدى السجل التجاري .

- نشر المؤسسين تحت مسؤوليتهم إعلان عن الاكتتاب وفقا للشروط التي حددها التنظيم وهذا ما نصت عليه صراحة المادة 595 من القانون التجاري.

هذا وقد نظم فعلا المرسوم التنفيذي رقم 95-438 كليات تطبيق هذه المادة تحت عنوان "تأسيس شركة المساهمة عن طريق الدعوة العلنية للادخار"³، حيث جاء في المادة 2 مايلي: "ينشر الإعلان المنصوص عليه في المادة 2/595 من القانون التجاري في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية قبل الشروع في عمليات الاكتتاب وقبل أي إجراء يتعلق بالإشهار، يتضمن هذا الإعلان البيانات التالية:⁴

1- تسمية الشركة التي تؤسس متبوعة برمزها إن اقتضى الأمر.

2- شكل الشركة.

3- مبلغ رأسمال الشركة الذي يكتب به.

¹ مصطفى طه كمال، مرجع سبق ذكره، ص 195

² Ravez.gany. L'introduction en bourse .l'expérience des chefs d'entreprises. Gualino.2003.p 23

³ فتحة يوسف المولودة عماري، مرجع سبق ذكره، ص 138

⁴ فتحة يوسف المولودة عماري، مرجع سبق ذكره، ص 139

- 4- عنوان مقر الشركة.
 - 5- موضوع الشركة باختصار.
 - 6- مدة استمرار الشركة.
 - 7- تاريخ إيداع مشروع القانون الأساسي للشركة ومكانه.
 - 8- عدد الأسهم التي ستكتتب نقدا والمبلغ المستحق الدفع.
 - 9- القيمة الاسمية للأسهم التي ستصدر مع التمييز بين كل أصناف الأسهم عند الاقتضاء.
 - 10- وصف مختصر للحصص العينية وتقييمها الإجمالي وكيفية تسديدها مع ذكر الحالة المؤقتة لهذا التقييم وكيفية تسديدها.
 - 11- المنافع المنصوص عليها في المشروع القانون الأساسي لصالح كل شخص.
 - 12- شروط القبول في الجمعيات للمساهمين وممارسة حق التصويت.
 - 13- الشروط المتعلقة باعتماد المتنازل لهم عن الأسهم عند الاقتضاء.
 - 14- الأحكام المتعلقة بتوزيع الفوائد وتكوين الاحتياطات وتوزيع فائض التصفية.
 - 15- اسم الموثق وإقامته المهنية أو اسم الشركة ومقر البنك أو أي مؤسسة مالية أخرى مؤهلة قانونا لاستلام الأموال الناتجة عن الاكتتاب.
 - 16- الأجل المفتوح للاكتتاب مع ذكر إمكانية قفله مقدما في حالة حدوث الاكتتاب الكلي قبل انتهاء هذا الأجل.
 - 17- كفاءات استدعاء الجمعية العامة التأسيسية ومكان الاجتماع.
- يوقع المؤسسون على الإعلان الذي يذكرون فيه إما ألقابهم أو أسمائهم المستعملة وموطنهم وجنسياتهم واسم الشركة وشكلها ومقرها ومبلغ رأسمالها، وفي حالة عدم احترام الإجراءات التي ذكرها القانون لا يقبل أي اكتتاب .

- بطاقة الاكتتاب:

تنص المادة 597 من القانون التجاري على ما يلي: " يتم إثبات الاكتتاب بالأسهم النقدية بموجب اكتتاب تعد حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم"¹.

الاكتتاب يكون في الأسهم النقدية ويفرغ في محرر وهو عبارة عن بطاقة تشمل على شروط تضمنتها المادة 4 من المرسوم التنفيذي والذي جاء نصها كما يلي: " يؤرخ ويمضي الاكتتاب المنصوص عليها في المادة 597 من القانون، التجاري المكتتب أو موكله الذي يذكر بالأحرف الكاملة عدد السندات المكتتبه، وتسلم له نسخة منها على ورقة عادية ويبين في البطاقة ما يلي:

1- تسمية الشركة التي تؤسس متبوعة برمزها إن اقتضى الأمر

2- شكل الشركة

¹ المادة 597، القانون التجاري، ص 157

- 3- مبلغ رأسمال الشركة الذي يكتب به
- 4- عنوان مقر الشركة
- 5- موضوع الشركة باختصار
- 6- تاريخ إيداع مشروع القانون الأساسي للشركة ومكانه
- 7- نسبة الرأسمال الذي يكتب نقدا والنسبة المتمثلة في الحصص العينية عند الاقتضاء
- 8- كفيات إصدار الأسهم المكتتبه نقدا
- 9- اسم الشركة أو تسميتها وعنوان الشخص الذي يتسلم الأموال
- 10- لقب المكتتب واسمه المستعمل وموطنه وعدد السندات التي اكتتبها
- 11- الإشعار بتسليم نسخة من بطاقة الاكتتاب إلى المكتتب
- 12- تاريخ نشر الإعلان

- الشروط الموضوعية للاكتتاب:

- أن يكون الاكتتاب في رأس مال الشركة كاملا، أي الاكتتاب يجب أن يغطي أسهم الشركة التي يمثل رأسمالها الأساسي، وهذا ما جاء في نص المادة 596 من القانون التجاري .
- يجب أن يكون الاكتتاب باتا وناجزا، فلا يجوز الرجوع فيه ولا يجوز ولا يجوز تعليقه على شرط كأن يكتب شخص في عدد كبير من الأسهم شريطة أن يكون مديرا أو عضوا في إدارة الشركة، في هذه الحالة يبطل الشرط ويصح الاكتتاب، وإذا كان الاكتتاب مضاف إلى أجل وبطل الأجل وكان الاكتتاب فوريا فالرجوع في الاكتتاب أو تعليقه على شرط أو إضافته لأجل يؤدي إلى تخلف بعض المكتتبين أو تخلصهم من التزاماتهم .
- يجب أن يكون الاكتتاب جديا، فإذا كان سوريا كأن يكون من أشخاص استعملهم المؤسسون ولا يكون غرضهم الوفاء بقيمة ما اكتتبوا به فإنه يكون باطلا لأنه لم يقع الاكتتاب في رأسمال كله.
- يجب أن يصدر الاكتتاب من سبع أشخاص على الأقل وهذا ما نصت عليه المادة 592 قانون تجاري.
- لا يكفي أن يتم الاكتتاب في رأسمال الشركة بكامله بل يجب على كل مكتتب أن يدفع عند الاكتتاب الربع على الأقل من القيمة الاسمية للأسهم النقدية، ويتم الوفاء بالباقي من القيمة مرة واحدة أو عدة مرات وهذا بناء على قرار مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب كل حالة.

إثبات الاكتتاب:

تكون الاكتتابات والمبالغ المدفوعة مثبتة في تصريح المؤسسين بواسطة عقد موثق أي عقد رسمي حسب ما نصت عليه المادة 599 من قانون تجاري، ويؤكد الموثق بناء على تقديم بطاقات الاكتتاب في مضمون العقد الذي يحرره أن مبلغ الدفعات المصرح بها من طرف المؤسسين يطابق مقدار المبالغ المدفوعة لدى الموثق أو لدى المؤسسات المالية المؤهلة قانونا، لذلك جاءت المادة 5 من المرسوم التنفيذي مؤكدة على ضرورة إيداع الأموال المكتتبه فيها لدى الموثق أو مصرف أو أي مؤسسة مالية مؤهلة لذلك بحيث جاء في

نصها : " يتولى إيداع الأموال الناتجة عن الاكتتاب نقدا لحساب الشركة ،الأشخاص الذين تسلموا هذه الأموال مع القائمة المتضمنة للقب والاسم للمتعامل وموطن المكتتبين مع ذكر المبالغ التي دفعها كل واحد منهم ،ويكون هذا الإيداع إما عند الموثق أو في بنك أو لدى مؤسسة مالية أخرى مؤهلة قانونا حسب البيانات المذكورة في الإعلان، ويتم الإيداع في أجل ثمانية أيام ابتداء من تاريخ تسليم الأموال إلا إذا تسلمتها بنوك أو مؤسسة مالية مؤهلة قانونا"

طبيعة الاكتتاب:

لقد اختلفت الرؤى حول الطبيعة القانونية للاكتتاب ،فهناك من اعتبره تصرف يستند إلى الإرادة المنفردة للمكتتب لأنه يعلن عن رغبته في الانضمام إلى الشركة ويتعهد بأداء قيمة السهم التي اكتتب فيها ومن ثم يلتزم بما تعهد به بمجرد توقيعه على نشرة الاكتتاب ،يستند هذا الرأي إلى كون الشركة عند التأسيس لم تكتمل شخصيتها المعنوية وبالتالي لا يمكن الاستناد إلى فكرة العقد التي تستلزم وجود متعاقدين وهو الأمر الغير متوفر أثناء إجراء عملية الاكتتاب .

ويرى صاحب هذا الرأي¹ أن فكرة الإدارة لا تستقيم في التشريع الجزائري لأن هذه الإرادة ليست من المصادر العامة فضلا عن أن المادة 417 من القانون المدني " تعتبر الشركة بمجرد تكوينها شخصا معنويا ،غير أن هذه الشخصية لا تكون حجة على الغير إلا بعد استفاء إجراءات الشهر التي ينص عليها القانون ،ومع ذلك إذا لم تقم الشركة بالإجراءات المنصوص عليها في القانون فإنه يجوز للغير أن يتمسك بتلك الشخصية" .

وإذا كان هذا الرأي يتفق مع كون الإرادة لا تعد من مصادر الالتزام في التشريع المدني إلا أنه في التشريع التجاري الحالي الأمر عكس ذلك أصبحت الإرادة المنفردة مصدرا للالتزام ،فالشركة ليست مجرد عقد ،بل يمكن أن تنشأ الشركة استنادا إلى الإرادة المنفردة كما هي الحال في شركة الشخص الواحد.

هناك من يعتبر الاكتتاب يشبه العقد النموذجي الذي يتميز بالإذعان ،بحيث تضع الشركة الشروط اللازمة عند إصدار السهم وما على المكتتب إلا قبولها إن أراد المساهمة في رأسمال الشركة باستثمار أمواله فيها²

أما الرأي الآخر في الفقه والقضاء ،فيعتبر الاكتتاب بمثابة عقد تبادلي بين المكتتب والشركة تحت التأسيس بوصفها شخصا معنويا في إطار التكوين ،وهذا العقد يعتبر من قبل عقود الإذعان لأن دور المكتتب يقتصر على مجرد التسليم بالشروط التي ينص عليها نظام الشركة ،ويترتب على هذا العقد التزام المكتتب بدفع قيمة الأسهم التي أكتتب فيها.

¹ أحمد محرز، القانون التجاري - الشركات التجارية الأحكام العامة ، جزء 3، جامعة قسنطينة، مطابع سجل العرب ، الجزائر ، ص 256

² نادية فوزيل، مرجع سبق ذكره، ص 178

المطلب الثالث: إدارة شركة المساهمة

تتميز شركة المساهمة بعدد هائل من المساهمين فالمشرع الجزائري لم يضع الحد الأقصى للأشخاص الذين ينضمون إليها، ولكن وضع الحد الأدنى لها وذلك لأهميتها وخطورتها على ناحية الاقتصادية. وما تقتضيه القواعد العامة هو مشاركة كل المساهمين في تسيير وإدارة الإدارة¹، ولكن العدد الكبير الموجود في الشركة يحول دون مشاركتهم، وهذا ما دفع بالمشرع لتنظيم إدارة شركة المساهمة.

الفرع الأول: مجلس الإدارة

هو الهيئة الرئيسية التي تتولى أمور الشركة من تسيير وتنفيذ للقرارات الصادرة عن جمعية المساهمين حتى تحقق غرض الشركة، حيث يتمتع مجلس الإدارة بالسلطة الفعلية في ممارسة شؤون إدارتها.

1- تكوين مجلس الإدارة:

يتشكل مجلس إدارة شركة المساهمة من ثلاثة أعضاء كحد أدنى ومن اثني عشر عضوا كحد أقصى، أي أنه يحظر تشكيل مجلس الإدارة بأقل من الحد الأدنى أو يتجاوز الحد الأقصى، إلا في حالة الاندماج بين الشركات يمكن أن يتجاوز عدد الأعضاء الحد الأقصى شريطة ألا يتجاوز 24 عضوا، ويجب أن يكون هؤلاء الأعضاء قد مارسوا أعمال الإدارة منذ أكثر من ستة أشهر، أما إذا تشكل المجلس بالشكل الصحيح ثم خلا المنصب لسبب من الأسباب كالوفاة أو الاستقالة أو العزل، فلا يمكن تعيين أي عضو استخلافًا له إذا لم يخفض العدد إلى 12 عضوا².

يجوز لأعضاء مجلس الإدارة في حالة الشغور منصب لسبب من الأسباب سالفه الذكر أن يقوموا بالتعيين المؤقت وذلك بين جلستين عامتين، أما في حالة ما انخفض عدد أعضاء المجلس عن الحد الأدنى القانوني، على أعضاء المجلس المتبقين أن يقوموا باستدعاء الجمعية العامة العادية فوراً للانعقاد وتعيين الأعضاء المكملين للمجلس³.

أما في حالة ما انخفض عدد الأعضاء عن الحد الأدنى الذي يقتضيه القانون الأساسي للشركة دون أن ينخفض عن الحد الأدنى القانوني الذي نص عليه القانون 3 أعضاء، يتعين على مجلس الإدارة القيام بالتعيينات المؤقتة حتى يكتمل النصاب العددي وهذا خلال ثلاثة أشهر ابتداء من اليوم الذي وقع فيه الشغور.

2- مدة عضوية مجلس الإدارة:

تتم عضوية مجلس الإدارة عن طريق الانتخاب من طرف الجمعية العامة التأسيسية أو الجمعية العامة العادية حيث يشترط أن يكونوا من المساهمين في الشركة، وتحدد مدة عضوية مجلس الإدارة في القانون الأساسي دون أن تتجاوز 6 سنوات وهذا حسب ما جاء في المادة 611 من ق ت.

¹ 22 p. Editions d'organisation .2011. SAS société par actions simplifiée. Dénos.pascal.

² المادة 610، القانون التجاري، ص 159

³ المادة 617، القانون التجاري، ص 160

وإذا انتهت مدة عضوية المجلس يمكن إعادة انتخابها لفترة ثانية إلا إذا نص القانون الأساسي خلاف ذلك ويعد أي تعيين مناف لأحكام القانون باطلا، ويحق للجمعية العامة العادية أن تمارس حقها في العزل في أي وقت.¹

3- ضمان مجلس الإدارة:

أوجب المشرع على المجلس أن يمتلك عددا من الأسهم يمثل 20% كحد أدنى من رأسمال الشركة حيث يعود للقانون الأساسي للشركة تحديد الحد الأدنى للأسهم لكل عضو، وهذا التخصيص الذي أولاه المشرع لأعضاء الإدارة هو لضمان جدية التسيير بما فيها الأعمال الخاصة وهذه النسب غير قابلة للتصرف فيها.²

4- اختصاصات مجلس الإدارة:

خول القانون لمجلس الإدارة حق التصرف سواء كانت هذه الأعمال مادية أو قانونية لاستغلال مشروع الشركة واستثماره، فعليه اتخاذ القرارات في جميع الأحوال وفي كل الظروف، فالواقع العملي يفرض عليه توزيع العمل بين أعضائه، كما من أهم الاختصاصات الموكلة إليه الحق في نقل مقر الشركة إلى مكان مغاير شريطة أن يكون في نفس المدينة.³

5- القيود الواردة على سلطات مجلس الإدارة:

لا يحد من سلطات المجلس إلا الأمور التالية:

- يجب أن لا يتعدى الغرض الذي أنشئت من أجله الشركة
- عدم المساس باختصاصات الجمعية العامة العادية وغير عادية كأن يتخذ قرارات بزيادة رأسمال أو إصدار سندات.
- لا يجوز للمجلس القيام بأعمال الإدارة اليومية لأنها من اختصاصات رئيس المجلس أو المدير العام.

6- اجتماعات مجلس الإدارة:

لم يحدد المشرع مواعيد اجتماع المجلس وترك الأمر للنظام الأساسي للشركة، وإذا لم يتعرض هذا الأخير للتنظيم فمعناه أنه ألقى هذه المهمة على عاتق رئيس المجلس. إذا انعقد المجلس فلا تصح مداولاته إلا إذا حضر النصف على الأقل من أعضاءه، كما تأخذ قراراته بأغلبية الأصوات الحاضرين إلا إذا نص القانون الأساسي بأغلبية الأكثر وفي حالة تعادل أصوات الحاضرين يرجح صوت الرئيس إلا إذا نص القانون الأساسي بخلاف ذلك، كما يجوز للمجلس أن ينيب أحد أعضائه للقيام بعمل معين على شرط أن يحدد اختصاصات إنابته.

¹ المادة 613، القانون التجاري، ص 159

² المادة 619، القانون التجاري، ص 160-161

³ المادة 625، القانون التجاري، ص 162

تثبت اجتماعات المجلس في محاضر توقع من الرئيس وأعضائه وتدون هذه المحاضر في سجل خاص، ويحق لكل عضو معارضته وتسجيل هذه المعارضة في محضر الجلسة.

7- رئيس مجلس الإدارة:

ينتخب الرئيس من بين أعضاء مجلس الإدارة، أي لا بد أن يكون شخصا طبيعيا، فهو يتقاضى أجر يحدده أعضاء المجلس، وذلك خلال مدة لا تتعدى مدة عضويته في الإدارة ويمكن إعادته إلى هذا المنصب عن طريق الانتخاب، كما يحق للمجلس عزله في أي وقت حتى ولو كانت مدة عضويته لم تنتهي، وهذا حسب نص المادة 636 من القانون التجاري .

وفي حالة وقوع مانع مؤقت للرئيس أو وفاته أو استقالته أو عزله يجوز لمجلس الإدارة أن ينتدب قائما بالإدارة ليقوم بوظائف الرئيس، وفي حالة المانع المؤقت يمنح هذا الانتداب لمدة محددة قابلة لتجديد وفي حالة الوفاة تستمر هذه المدة إلى غاية انتخاب رئيس جديد وهذا حسب نص المادة 637 من القانون التجاري.

لا يمكن رئيس المجلس من القيام بكافة الأعمال المنوطة به لذا منحه القانون سلطة اقتراح شخص أو اثنين حتى يساعده هذا ما جاء في المادة 639 من القانون التجاري: " يجوز لمجلس الإدارة بناء على اقتراح الرئيس أن يكلف شخصا أو اثنين من الأشخاص الطبيعيين ليساعدوا الرئيس كمديرين عامين بناء على اقتراح الرئيس".

الفرع الثاني: إدارة الشركة بالنمط الحديث في التسيير

حول المشرع الجزائري مساهمة التطور الاقتصادي وذلك عن طريق تبني أساليب جديدة في نظام الشركات وتجلت هذه العصرية في مجلس المديرين و مجلس الرقابة.

أولاً: مجلس المديرين

يحق لكل شركة مساهمة أن تسلك في إدارتها هذا الأسلوب الإداري شريطة أن تصرح به في قانونها الأساسي، أي أن الشركة عند إنشائها عليها أن تدرج نصا صريحا يقضي بتبنيها لهذا الأسلوب الإداري، حيث يقوم هذا الأسلوب على تولي الإدارة مجلس المديرين ويتولى الرقابة مجلس الرقابة¹.

أما أثناء حياة الشركة أي بعد انطلاقتها وممارستها النشاط التجاري يحق لها إتباع هذا الأسلوب شريطة أن يتم ذلك بقرار من الجمعية العامة غير العادية.

يقوم هذا الأسلوب الإداري في الشركة على أساس أن مجلس المديرين يتولى إدارة شؤون الشركة، وهو يتكون من 3 أعضاء إلى 5 أعضاء كحد أقصى، وتكون ممارسته لمهامه تحت رقابة مجلس المراقبة.

- سلطة تعيين أعضاء مجلس المديرين:

يعين مجلس المراقبة أعضاء مجلس المديرين وهم أشخاص طبيعيين، أي لا يجوز تعيين أشخاص معنويين حسب المادة 644 من القانون التجاري.

يمارس أعضاء المجلس وظائفهم تحت رقابة مجلس المراقبة، كما يحدد قرار تعيين أعضاء المجلس قيمة الأجر وكيفية منحه، وهذا حسب المادة 647 من القانون التجاري.

- مدة عضوية أعضاء مجلس المديرين:

يجب أن يتضمن القانون الأساسي للشركة مدة عضوية المجلس بحكم صريح والتي تتراوح كحد أقصى بين السنتين وستة سنوات، وإذا لم يحتوي القانون الأساسي على مدة عضوية المجلس فتكون في هذه الحالة أربعة سنوات.

في حالة شغور منصب في مجلس المديرين لأي سبب كالوفاة أو الاستقالة أو الإقالة، يجوز تعيين عضو آخر إلى غاية تجديد المجلس، وهذا حسب نص المادة 646 من القانون التجاري.

- سلطات مجلس المديرين ومسؤولياتهم:

إن المجلس جهاز هام ورئيسي في شركة المساهمة إلا أنه محور الأعمال والقرارات الأمر الذي جعل المشرع يخول له سلطات واسعة، ولا ترد على سلطته أي قيود إلا تلك المتعلقة بعدم تجاوز موضوع الشركة، أو الاعتداء على السلطات التي خولها القانون لمجلس المراقبة ولجمعية المساهمين، كما تلتزم الشركة في مواجهة الغير الذي تعامل مع الشركة بجميع الأعمال التي صدرت عن المجلس حتى تلك خرجت عن موضوع الشركة.

وتكون مسؤولية أعضاء مجلس المديرين مسؤولية شخصية أو تضامنية حسب الأحوال وفي حالة الإفلاس يتحمل أعضاء المجلس المسؤولية عن الديون ويخضعون للموانع وسقوط الحق وذلك حسب ما جاء في المادة 715 من القانون التجاري.

ثانيا: مجلس المراقبة

الشركة التي تتبع في إدارتها مجلس المديرين يجب عليها أن تتبعه بمجلس المراقبة، وهو الذي يتولى الرقابة على مجلس المديرين وعلى تسييره لإدارة الشركة، ويتكون من سبعة أعضاء كحد أدنى ومن 12 عضوا كحد أقصى، ويمكن أن يتجاوز العدد في حالة اندماج الشركة شريطة ألا يتجاوز 24 عضوا ويجب أن يكونوا قد مارسوا الإدارة مدة ثلاثة أشهر.¹

- القيود الواردة على عضوية المجلس:

1- يحظر على أي عضو من مجلس المراقبة الانتماء إلى مجلس المديرين حسب نص المادة 661 ق ت ج.

2- إذا كان عضو مجلس المراقبة شخص طبيعي، فلا يجوز له الانتماء في نفس الوقت إلى أكثر من خمسة مجالس مراقبة لشركات أخرى التي يكون مقرها بالجزائر حسب المادة 664 من ق ت ج.

3- قد يريد أحد أعضاء مجلس المديرين أو أعضاء مجلس المراقبة أن يبرم عقدا مع الشركة التي ينتمي إليها ولا يتم ذلك إلا بعد الحصول على إذن من مجلس المراقبة.

¹ المواد 657، 658، القانون التجاري، ص 167

4- يحظر على أعضاء مجلس المديرين أو أعضاء مجلس المراقبة باستثناء الأشخاص المعنوية أن يقترضوا بأي شكل من الأشكال من الشركة، كما يحظر عليهم أن يتخذوا الشركة احتياطي أو كفيل عندما يقومون بالتزاماتهم الشخصية نحو الغير، ويخضع ممثلو الأشخاص المعنوية لنفس الحكم حسب المادة 671 من القانون التجاري.

5- إذا أراد عضو مجلس المديرين أو عضو مجلس المراقبة أن يبرم عقدا مع الشركة التي ينتمي إليها يتعين عليه اطلاع مجلس المراقبة، وفي حالة ما إذا أراد عضو في مجلس المراقبة يمتنع عليه المشاركة في التصويت وهذا حسب نص المادة 672 من القانون التجاري.

- رئيس مجلس المراقبة :

ينتخب المجلس من بين أعضائه رئيسا له يتولى استدعاء المجلس ويوجهه ويقود مناقشاته وتكون مدة عضويته نفس مدة عضوية المجلس.

ويتكفل الرئيس باختيار مندوب الحسابات بكل العقود أو الاتفاقيات التي يرخص بها المجلس لأحد أعضائه أو أحد أعضاء مجلس المديرين، والتي تتم بين هذا الأخير والشركة التي ينتمي إليها ومندوب الحسابات بدوره يلتزم بتقديم تقرير خاص بأن الترخيص للجمعية العامة والتي سنتكلم عليها في المطلب الأخير من هذا المبحث.

- اختصاصات ومسؤولية أعضاء مجلس المراقبة:

- تنحصر مهمة مجلس المراقبة في الرقابة الدائمة على سير أعمال الشركة من طرف مجلس المديرين كما قد ينص القانون الأساسي للشركة على أن كل العقود التي تريد الشركة إبرامها يجب أن تخضع لترخيص مسبق من مجلس المراقبة.

أما إذا تعلق الأمر بالتنازل عن العقارات أو عن المشاركة أو أن تقوم بالتأمينات أو تمنح كفالات أو ضمانات احتياطية في هذه الحالة جميع التصرفات يجب أن تخضع لترخيص صريح من مجلس المراقبة وفق ما يقتضيه القانون الأساسي للشركة، وهذا حسب نص المادة 654 من ق ت.

كما يلتزم مجلس المديرين بعد قفل السنة المالية بتقديم وثائق الشركة المتمثلة في حساب الاستغلال العام وحساب الخسائر والأرباح والميزانية، وعليه أن يضع تقريرا عن حالة الشركة ونشاطها خلال السنة المالية المنصرمة حتى يتمكن مجلس المراقبة من مراجعتها.

وبعد ذلك يقوم مجلس المراقبة بتقديم ملاحظات حول تقرير مجلس المديرين وعلى حسابات السنة المالية للجمعية العامة العادية.¹

- يشترط القانون في مداولاته نصف أعضائه على الأقل كحد أدنى، أما القرارات فتتخذ بالغالبية الحاضرين أو الممثلين إلا إذا كان القانون الأساسي يقضي بخلاف ذلك.

¹ المادة 656، القانون التجاري، ص 167

- تنتهي مهام أعضاء مجلس المراقبة بانتهاء مدة عضويتهم في المجلس، غير أنه يمكن إعادة انتخابهم شريطة ألا يقضى القانون الأساسي خلاف ذلك، كما يمكن للجمعية العامة العادية أن تعزلهم في أي وقت حسب ما جاء في المادة 662 من ق ت.
- يسأل أعضاء مجلس المراقبة مسؤولية شخصية عن الأخطاء التي يرتكبونها أثناء أدائهم لوظائفهم المتمثلة في الرقابة دون أن يلقي عليهم عبئ مسؤولية التسيير وما ينجم عنها وذلك لأن الإدارة والتسيير تخرج عن نطاق اختصاصاتهم، إلا أنهم يسألون مدنيا عن الجرح التي يرتكبها أعضاء مجلس المديرين إذا كانوا على علم بها ولم يبلغوها إلى الجمعية العامة.

المطلب الرابع: الجمعيات العامة للمساهمين

تعتبر أعلى هيئة في شركة المساهمة وذلك لأنها تضم جميع المساهمين، كذلك هي مصدر السلطات حيث يعود إليها سلطة اتخاذ القرارات والتعيينات، لكن نظرا للعدد الهائل الذي تضمه من المساهمين الأمر الذي حال دون ممارستها الفعلية للسلطة.

وجمعيات المساهمين على نوعين: جمعية عامة عادية وجمعية عامة غير عادية.

الفرع الأول: الجمعية العامة العادية

أولا: انعقاد الجمعية العامة

تتعقد الجمعية العامة العادية مرة على الأقل في السنة خلال السنة أشهر التي تسبق قفل التصفية في المكان والزمان اللذين يعينهما نظام الشركة.¹

ثانيا: الدعوة للانعقاد

وتتعقد الجمعية العامة العادية بناء على طلب مجلس الإدارة في حالة ما إذا اختار الأعضاء هذا النمط من التسيير أو مجلس المديرين أو بأمر من الجهة القضائية المختصة، ويقدم مجلس الإدارة إلى الجمعية العامة بعد تلاوة تقريره جدول حسابات النتائج والوثائق التلخيصية والحصيلة وفضلا عن ذلك يشير مندوبو الحسابات في تقريرهم إلى إتمام المهمة التي أسندت إليهم.

ولتمكين المساهم من إبداء الرأي عن دراية وإصدار قرار دقيق فيما يخص إدارة أعمال الشركة وسيرها حق لكل مساهم أن يطلع خلال الخمسة عشر يوما السابقة لانعقاد الجمعية العامة العادية على مايلي:

- 1- جرد جدول حسابات النتائج والوثائق التلخيصية والحصيلة وقائمة القائمين بالإدارة وبمجلس الإدارة ومجلس المديرين أو مجلس المراقبة.
- 2- تقارير مندوبي الحسابات التي ترفع للجمعية.
- 3- المبلغ الإجمالي المصادق على صحته من مندوبي الحسابات، والأجور المدفوعة للأشخاص المحصلين على أعلى أجر.

¹ عموره عمار، مرجع سبق ذكره ، ص 298

ويرجع كذلك حق الإطلاع على هذه الوثائق إلى كل واحد من المالكين الشركاء للأسهم المشاعة وإلى مالك الرقبة والمنفع بالأسهم، وإذا رفضت الشركة تبليغهم الوثائق كليا أو جزئيا فيجوز للجهة القضائية المختصة التي تفصل في هذا الشأن بنفس طريقة الاستعجال أن تأمر بناء على طلب المساهم الذي رفض طلبه بتبليغ هذه الوثائق تحت طائلة الإكراه المالي.¹

ثالثا: حضور الجمعية العامة

لكل مساهم الحق في حضور الجمعية العامة العادية، ويجوز له أن ينيب عنه غيره ولكن على شرط أن تكون ثابتة في توكيل كتابي خاص.

وتمسك في كل جمعية ورقة الحضور تتضمن البيانات الآتية:

1- اسم كل مساهم حاضر ولقبه وموطنه وعدد الأسهم التي يمتلكها.

2- اسم كل مساهم ممثل ولقبه وموطنه وكذلك اسم موكله ولقبه وموطنه وعدد الأسهم التي يمتلكها.

ويصدق مكتب الجمعية على صحة ورقة الحضور الموقعة قانونا من حاملي الأسهم الحاضرين والوكلاء.

رابعا: المناقشات والتصويت

ولكل مساهم أثناء الجمعية العامة العادية حق مناقشة تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين الذي يقدم إلى الجمعية وكذلك جدول حسابات النتائج والوثائق التلخيصية والميزانية ويلتزم المجلس بالإجابة عليها. وللمساهم عدد من الأصوات في الجمعية العامة، ويكون حق التصويت المرتبط بأسهم رأس المال أو الانتفاع متناسبا مع حصة رأس المال التي تنوب عنها، ولكل سهم صوت على الأقل، وفي جميع الأحوال لا يجوز أن يزيد عدد الأسهم التي يحملها المساهم على نسبة 5% من العدد الإجمالي لأسهم الشركة، ويجوز أن يحدد القانون الأساسي عدد الأصوات التي يحوزها كل مساهم في الجمعيات بشرط أن يفرض هذا التحديد على جميع الأسهم دون تمييز فئة أخرى.

خامسا: سلطة الجمعية العامة العادية

تتمتع الجمعية العامة العادية بسلطات واسعة، فيحق لها اتخاذ جميع القرارات التي تتعلق بإدارة الشركة باستثناء صلاحية تعديل القانون الأساسي، إذ هو من صلاحيات الجمعية العامة غير العادية.

الفرع الثاني: الجمعية العامة غير العادية

أولا: تعديل القانون الأساسي

تختص الجمعية العامة غير العادية وحدها بصلاحيات تعديل القانون الأساسي في كل أحكامه،² غير أن حق الجمعية العامة غير العادية في تعديل القانون الأساسي ليس مطلقا، بل يرد عليه استثناءان وهما:

- لا يجوز للجمعية العامة غير العادية رفع التزامات المساهمين.
- ولا يجوز للجمعية العامة غير العادية تغيير غرض الشركة الأصلي، لأن هذا التعديل يعد بمثابة خلق شركة جديدة.

¹ عموره عمار، مرجع سبق ذكره، ص 300
² المادة 674، القانون التجاري، ص 170

وفيما عاد هذين الاستثنائين يجوز تعديل القانون الأساسي في جميع مواده، ومن شروط صحة القرارات: لا تختلف إجراءات الدعوة للانعقاد في الجمعية العامة غير العادية عنها في الجمعية العادية العامة، غير أنه نظراً لأهمية القرارات التي تتخذها الجمعية العامة غير العادية قيدها المشرع بإجراءات أشد من إجراءات الجمعية العامة العادية، فلا يصح تداول قرارات الجمعية العامة غير العادية إلا إذا كان عدد المساهمين الحاضرين أو الممثلين يملكون النصف على الأقل من الأسهم في الدعوة الأولى وعلى ربع الأسهم ذات الحق في التصويت أثناء الدعوة الثانية، فإذا لم يكتمل هذا النصاب الأخير، جاز تأجيل اجتماع الجمعية الثانية إلى شهرين على الأكثر وذلك من يوم استدعائها للاجتماع مع بقاء النصاب المطلوب هو الربع دائماً¹.

وإذا عدلت الجمعية العامة القانون الأساسي للشركة فلا بد من نشره في الجريدة، ومن أهم التعديلات التي تدخل على القانون الأساسي للشركة هي التعديلات المتعلقة بزيادة رأس المال أو تخفيضه، إلا أنه في الواقع قليل ما يقع في حياة الشركة تغيير لرأس مالها، وإن حدث فيمس في أغلب الأحيان زيادة في رأسمالها أكثر ما يمس تخفيضه.

ثانياً: زيادة رأس المال

قد تلجأ الشركة إلى زيادة رأس مالها للتوسع في نشاطها، وقد تزيد في رأس مالها بناء على خسارة أصبتها، وقد تسوء أحوالها فتقرر زيادة رأس المال.

وتتم زيادة رأس المال سواء بإصدار أسهم جديدة أو بإدماج الاحتياطي في رأس المال أو بحصص عينية، وخلافاً على الشركات الأخرى يمكن زيادة رأس مال شركات المساهمة بتحويل السندات إلى أسهم، ويشترط القانون لزيادة رأسمال الشركة إتباع الإجراءات التالية:

- 1- صدور قرار من الجمعية العامة غير العادية بزيادة رأس المال.
- 2- لا يجوز زيادة رأس المال إلا بعد تسديد رأس المال بكامله، بمعنى أن الشركة في هذه الحالة يجب أن تزاعى أن أقساط الأسهم الأصلية قد دفعت بالكامل وما عليها إلا مطالبة المساهمين بالجزء غير المدفوع إذا أرادت زيادة رأس المال.
- 3- ويجب أن تحقق زيادة في أجل خمس سنوات ابتداء من تاريخ انعقاد الجمعية العامة التي قررت الزيادة في رأس المال.²

1- زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة:

تتم زيادة رأس المال بقرار صادر من الجمعية العامة غير العادية بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالات، ويزاد رأس المال إما بإصدار أسهم جديدة أو بإضافة قيمة اسمية للأسهم الموجودة، ولا يقرر زيادة رأس المال بإضافة القيمة الاسمية للأسهم إلا بقبول المساهمين بالإجماع، والطريقة المتبعة في العادة هي إصدار أسهم جديدة ولكن يشترط تسديد رأس المال بكامله قبل القيام بأي

¹ نفس المادة، ص 170
² المادة 692، القانون التجاري، ص 174

إصدار لأسهم جديدة واجبة التسديد نقدا وذلك تحت طائلة البطلان¹، وقد يزداد رأس المال باللجوء العلني للادخار أو بدونه، وفي حالة ما إذا لجأت الشركة في زيادة رأس المال عن طريق الاكتتاب في الأسهم الجديدة بدعوة الجمهور للاكتتاب يجب أن تقوم عند بداية الاكتتاب بإجراءات الشهر عن طريق وسائل الإعلام ليعلم بها الغير، كما يجب أن تتضمن النشرة على بيانات مفصلة لأسباب رفع رأس المال، وتكون الأسهم المكتتب فيها نقدا واجبة الوفاء إجباريا عند الاكتتاب بنسبة الربع على الأقل من قيمتها الاسمية وعند الاقتضاء بكامل علاوة الإصدار، ويثبت عقد الاكتتاب ببطاقة اكتتاب، وتتم العملية عن طريق البنوك المعتمدة، ولا يجوز إصدار الأسهم الجديدة بأقل من قيمتها الاسمية، ولكن يمكن للشركة أن تصدر أسهم جديدة بأكثر من قيمتها الاسمية بإضافة علاوة إصدار إلى قيمة السهم الاسمية، وتعتبر علاوة الإصدار بمثابة حصة إضافية أو بمثابة رسم للدخول في الشركة والاشتراك في الأموال الاحتياطية.

ويتمتع المساهمين القدامى بحق الأفضلية في الاكتتاب في زيادة رأس المال حماية لهم من مزاحمة المساهمين الجدد خاصة إذا كان لدى الشركة احتياطي ضخم، ويكون هذا الحق قابلا للتداول خلال فترة الاكتتاب، إذا كان السند مقتطعا من الأسهم المتداولة نفسها، ويكون قابلا للتحويل بنفس الشروط التي تجري على السهم نفسه إذا كان الأمر عكس ذلك، وتنص المادة 697 على أنه يجوز للجمعية العامة التي تقرر زيادة في رأس المال، أن تلغي حق النفاذ في الاكتتاب، ويجب أن لا يقل الأجل الممنوح للمساهمين لممارسة حق الاكتتاب عن ثلاثين يوما ابتداء من تاريخ الاكتتاب، وإذا لم تتحقق زيادة رأس المال في أجل ستة أشهر ابتداء من افتتاح الاكتتاب، تكون العملية باطلة ويجوز أن يتم سحب الأموال الحاصلة من الاكتتاب النقدي بواسطة وكيل الشركة بعد إعداد شهادة الموعد².

2- زيادة رأس المال بإدماج الاحتياطي في رأس المال:

للجمعية العامة غير العادية وحدها حق الاختصاص باتخاذ قرار زيادة رأس المال حسب قواعد النصاب والأغلبية، وتلجأ الشركة إلى زيادة رأس مالها عن طريق إدماج الاحتياطي في رأس المال، وتتم هذه العملية بإنشاء أسهم جديدة مجانية توزع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل منهم من أسهم، أو زيادة القيمة الاسمية للسهم بنسبة الزيادة الطارئة على رأس المال دون أن تتقاضى هذه الزيادة من المساهمين، والاحتياطي ما هو إلا أرباح مدخرة يجوز توزيعها في أي وقت على المساهمين، أما إذا أدمج في رأس المال فإنه يكسب الصفة القانونية لرأس المال، ومن ثم يتمتع توزيعها على المساهمين في شكل أرباح فيقوى ائتمان الشركة.

3- زيادة رأس المال بتحويل السندات إلى أسهم:

وتتم العملية عن طريق عرض الشركة لأصحاب السندات بطلب تحويل سنداتهم إلى أسهم فتتخلص من ديونها وينقلب أصحاب السندات من دائنين إلى شركاء في الشركة ويتطلب هذا الإجراء موافقة أصحاب السندات، فلم الخيار بين قبول التحويل أو قبض القيمة الاسمية للسند³.

¹ المادة 693، القانون التجاري، ص 174

² المادة 705، القانون التجاري، ص 177-178

³ عموره عمار، مرجع سبق ذكره، ص 307

ثالثاً: تخفيض رأس المال

يخفض رأس المال إذا كان زائداً عن حاجات الشركة، ويخفض أيضاً إذا طرأت خسارة على الشركة، وللشركة إتباع الطرق التالية لتخفيض رأس مالها:

1- تخفيض القيمة الاسمية للسهم في حالة زيادة رأس المال عن حاجة الشركة، فتقوم برد جزء من قيمة الأسهم للمساهمين أو إعفائهم من الوفاء بالباقي من قيمة الأسهم إذا لم تكن استوفت بعد بالكامل.

2- قد يخفض رأس المال إذا طرأت خسارة على الشركة، وتقوم الشركة في هذه الحالة بإلغاء جزء من الثمن الذي تم الوفاء به يوازي قدر الخسارة الذي قررت على أساسه تخفيض رأس المال.

3- وقد يتم تخفيض رأس المال عن طريق شراء بعض الأسهم من البورصة وإلغاء الأسهم التي تم شرائها، ويشترط أن تراعى الشركة عند التخفيض ألا ينزل رأس المال عن الحد الأدنى المقرر لرأس المال وكذلك قيمة السهم.

وتنص المادة 712 من القانون التجاري على ما يلي: "تقرر الجمعية العامة غير العادية تخفيض رأس المال، التي يجوز لها أن تفوض لمجلس الإدارة أو لمجلس المديرين حسب الحالة، كل الصلاحيات لتحقيقه، ويبلغ مشروع تخفيض رأس المال إلى مندوب الحسابات قبل خمس وأربعين يوماً من انعقاد الجمعية، وعندما يحقق مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة العملية بناء على تفويض الجمعية العامة، يحرر محضر بذلك يقدم للنشر ويقوم بإجراء التعديل المناسب للقانون الأساسي". ولا يجوز بأي حال من الأحوال أن يمس تخفيض رأس المال بمبدأ المساواة بين المساهمين.

المبحث الثالث: سياسة التمويل ومصادره في المؤسسة الاقتصادية

بعدما تطرقنا للمؤسسة الاقتصادية وفصلنا أكثر في شركات المساهمة التي تعتبر مجموعة بشرية متوافقة في تحقيق أهدافها، لا اعتبارها مركز لاتخاذ القرارات الاقتصادية والمالية.

ومن المنظور الأكثر وسطية وتوافقاً هو المنظور النظامي الذي عرف المؤسسة أو الشركة على أنها مجموعة من العناصر المتفاعلة فيما بينها لتحقيق هدف محدد، ومن بين هذه العناصر النظام الفرعي المالي، والذي يسعى لتسيير مختلف الحركات المالية وتوجيهها لبلوغ الهدف العام للمؤسسة والتمثل في تحقيق البقاء والنمو والاندماج مع مختلف تأثيرات المحيط الاقتصادي والمالي والاجتماعي، وهنا يأتي دور الوظيفة المالية وهي جزء من الإدارة أوكلت له مهمة تحقيق الأهداف المرتبطة بالبيئة المالية وحمايتها من المخاطر المالية الداخلية والخارجية وكذلك ضمان التمويل لمختلف نشاطات المؤسسة والتخطيط المالي وإعداد الموازنات التقديرية وكذلك مساعدة المسيرين في الإدارة العليا مجلس الإدارة أو مجلس المديرين حسب الحالة على وضع الاستراتيجيات ورسم معالم السياسة المالية.

المطلب الأول: الوظيفة المالية داخل المؤسسة الاقتصادية

يعتبر التمويل حجر الأساس في بنية أية مؤسسة اقتصادية، لما لها من تأثير فعال وفاعل على جميع الوظائف الأخرى داخل المؤسسة.

أولاً: مفهوم التمويل

يقتضى إنتاج سلعة ضرورة تعيين عمال ومديرين وشراء خامات وآلات وتجهيز الموقع للإنتاج وهو ما يسمى في لغة التمويل بالاستثمار في أصول كالمخزون والآلات والأرض والمباني والعمال وغيرها من الأصول المختلفة، ويقابل ذلك ضرورة توفير النقدية اللازمة من المصادر المختلفة لتمويل هذه الاستثمارات السابقة، وعندما يبدأ المشروع في بيع منتجاته يؤدي ذلك إلى توليد النقدية وخلق القيمة في المشروع وهو الهدف النهائي من وراء إنشاء المشروع، وهو ما ينعكس أثره على الميزانية الخاصة بهذا المشروع.¹

يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المنشأة في توفير مستلزماتها الإنتاجية، وتسديد جميع مستحققاتها ونفقاتها، لهذا حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على عمل المؤسسات الاقتصادية، إذ يجمعون على أن التمويل يعني توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام، وأنه باعتبار التمويل يقصد به الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل أو تطوير المشروع كان يمثل نظرة تقليدية، حيث تركز النظرة الحديثة للوظيفة التمويلية على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة فيما بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد. وتجدر الإشارة أن قرارات التمويل تأخذ في الاعتبار عاملين أساسيين هما التكلفة والمخاطر، فالتمويل الأقل تكلفة عادة هو أول ما يستخدم، وتتوقف التكلفة على المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه، كما أنه لا ينبغي إغفال كاهل المؤسسة بالديون بسبب احتمال الإفلاس².

ومن الأهمية بمكان أن يشتمل هيكل التمويل على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول، وهنا يرى البعض أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية بشكل كبير وعلى الديون بشكل محدود يضمن الأمان المالي للمؤسسة، إلا أنه لا يساعد على تحقيق مستوى رفيع من الربحية، وأن الحالة المعاكسة قد تؤدي إلى زيادة الربحية مع عدم تحقيق الأمان المالي نتيجة زيادة درجة المخاطر المالية.

وحتى يمكن تحقيق الأمان والحد من المخاطر المالية، يجب تحقيق معدل العائد على الأموال المستثمرة في الأصول يفوق معدل الفائدة التي يتم دفعها للدائنين، وإلا وقعت المنشأة في دائرة العجز المالي.

كما تجدر الإشارة أيضاً إلى أنه لا بد من القيام بتقدير تكلفة الأموال من كل مصدر تمهيدا للوصول إلى تكلفة إجمالية لجميع الأموال التي يتكون منها هيكل رأس المال، غير أنه ينبغي أن نشير إلى أن استخدام تكلفة الأموال بهدف تعظيم ثروة الملاك يقتضي توافر ثلاثة شروط هي:

- أن جميع الاقتراحات الاستثمارية على نفس الدرجة من المخاطر.
- وأنها تتماثل من حيث الخصائص.
- وأن تنفيذ أي من الاقتراحات المعروضة لن يغير من مستوى مخاطر عمليات المؤسسة ككل.

¹ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، طبعة 1، مصر، 1999، ص 3-4

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

وبما أن كل مصدر من مصادر التمويل المختلفة يرتبط بدرجات متفاوتة من المخاطر، فمن المنطقي أن تختلف تكلفة كل نوع منها.

ثانياً: الوظيفة المالية

تعرف "الوظيفة المالية" بأنها 'عبارة عن مجموعة من الوظائف الإدارية التي تقوم بتسيير وإدارة النقد لتمكين المؤسسة من تنفيذ أهدافها ومواجهة التزاماتها المالية في الوقت المحدد'¹.

كما تعرف على أنها "الوظيفة المالية أو النشاط المالي في المؤسسة، حيث تشمل عملية تحديد الاحتياجات المالية وتوفير التمويل المناسب لها، ثم استغلالها في حيازة مختلف أنواع الأصول"²

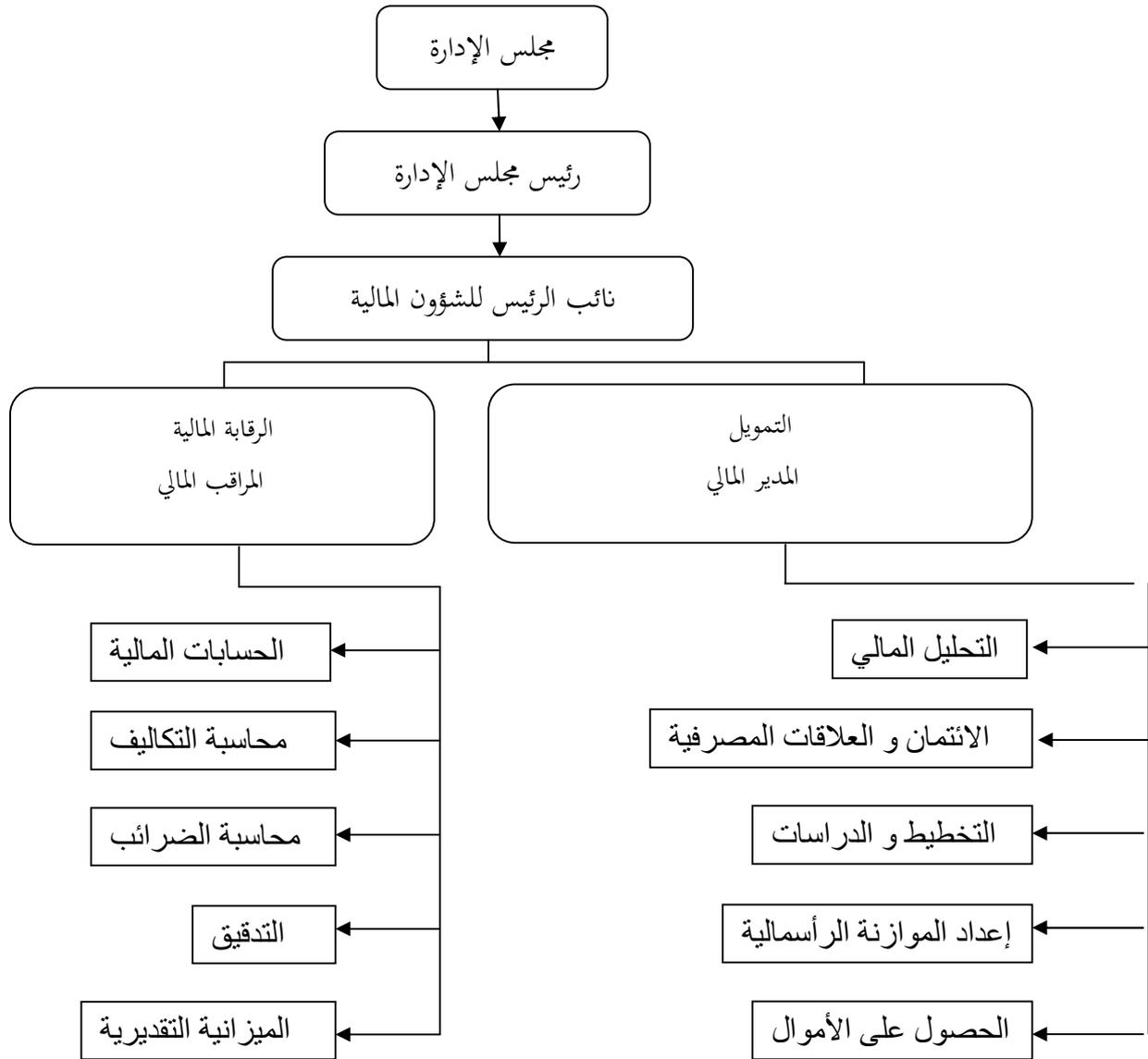
إن الهدف الأساسي للإدارة المالية هو تعظيم ثروة الملاك وذلك بتعظيم سعر السهم العادي للشركة، إلا أنه لا ينبغي للمدير المالي أن يتجاهل تحقيق أهدافه الشخصية والاهتمام برفاهية العاملين في المؤسسة، بالإضافة إلى تحقيق أهداف ورغبات باقي الأعوان الاقتصادية.³

إن الاعتبارات المالية موجودة في جميع المشروعات والمؤسسات بغض النظر عن حجمها وطبيعتها، لذا تعتبر وظيفة الإدارة المالية من الوظائف الهامة والأساسية داخل المؤسسة، لكن تختلف في مدى التنظيم والتعقيد الذي تمارس به هذه الوظيفة من مؤسسة إلى أخرى، تبعاً لاختلاف الحجم وطبيعة المؤسسة نفسها أيضاً.

- فالمالك في المؤسسات الصغيرة يكون هو المسؤول الأول أو ربما الوحيد عن شؤون مختلف وظائف الإدارة حتى المالية منها، فإذا كان هناك أشخاص آخرون عاملون معه في مجال الإدارة المالية، يعهد إليهم مهام بسيطة من هذه الوظيفة، كمسك الدفاتر وإدارة النقد والمحافظة عليه وتحصيل الأوراق المالية، في حين يحتفظ المالك لنفسه بالقرارات الهامة التي تخص الاحتياجات المالية والاستثمار والتمويل وكذلك توزيع الأرباح.
- أما المؤسسات متوسطة الحجم فيتوقع أن تكون إدارتها المالية أكثر استقلالية في ممارسة الوظيفة المالية، كما يتوقع أن يرأسها شخص يسمى المدير المالي، ويتمتع بصلاحيات أوسع .
- في حالة المؤسسات الكبيرة مثل شركات المساهمة تعهد مسؤولية الأمور المالية لأكثر من شخص، وتتوزع على أشخاص متخصصين يتولون مراكز إدارية متقدمة، وغالباً ما يكون المسؤول الأول عن الأمور المالية في رتبة نائب مدير عام .

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، طبعة 2، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 30
² منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، طبعة 4، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص 7
³ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، طبعة 1، مكتب المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 17

والشكل رقم: 1-1 يبين لنا موقع الإدارة المالية والأقسام المرتبطة بها ضمن الهيكل التنظيمي لشركة كبيرة مثل شركات المساهمة.



المصدر: دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، طبعة 1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان 2006، ص 25

وطبقا لما سبق ذكره نجد أن المدير المالي في رتبة قريبة من قمة الهيكل التنظيمي ويرجع ذلك للأسباب التالية:

- الأهمية الكبرى لعمليات التخطيط والاستثمار والتمويل والتي يعتبر المدير المالي مسؤولا عنها.
- أهمية المعلومات التي تتوافر لدى الإدارة المالية للمؤسسة في عملية اتخاذ القرار.
- أهمية القرارات المالية في حياة المؤسسة ومستقبلها، الأمر الذي يستوجب دقة المعلومات والتاريخ المناسب للحصول عليها.

وكلما زادت أهمية القرار المالي، كانت هناك ضرورة أكبر لاتخاذها من قبل جهات أكثر قربا من الإدارة العليا (مجلس الإدارة، أو مجلس المديرين حسب الحالة)، لهذا السبب يوجد العديد من الإجراءات الهامة للوظيفة المالية التي تقوم بها الإدارة العليا للمؤسسة.

ثالثا: وظيفة المدير المالي في اتخاذ قرار التمويل

يقع على عاتق المدير المالي مسؤولية الاختيار السليم للمصدر التمويلي المناسب في ضوء العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله، ونكرر أن عمل المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل يقع على عاتقه أيضا أن يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يحدد ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد ممكن أو أقل تكلفة ممكنة، فغرض المدير المالي هنا هو التوصل إلى الهيكل المالي المثالي، والذي يمكنه من تحقيق الهدف النهائي لعمله وهو تعظيم قيمة الشركة .

ويتجه الفكر المالي المعاصر نحو التركيز على عملية اتخاذ القرارات، والذي يفرق بين وظيفتي المدير المالي ومدير الحسابات، حيث أن المدير المالي يغلب على عمله الجزء الفكري أكبر من الإجرائي، وفي حالة العكس فإن الأمر يتعلق بنشاط مدير الحسابات وليس المدير المالي، حيث أن المدير المالي الذي يغلب على نشاطه الجزء التسجيلي والرقابي لا يصبح مديرا ماليا وإنما مدير للحسابات أو مراقب مالي على أحسن تقدير.¹

ويمكن استخلاص ثلاث وظائف للمدير المالي وهي:

أ- دراسة وتحليل البيانات المالية:

تختص هذه الوظيفة بتحويل البيانات المالية إلى شكل أو نمط معين يمكن من خلاله استخدامها لمعرفة جوانب القوة والضعف بالمركز المالي للمشروع، وتخطيط عمليات التمويل في المستقبل، وتقدير مدى الحاجة لزيادة الطاقة الإنتاجية للشركة، وبالتالي تقدير حجم التمويل الإضافي المطلوب، لذلك فإن الأداء الجيد لهذه الوظيفة ضروري لأداء الوظائف الأخرى الخاصة بتحديد هيكل الأصول والمركز المالي للشركة.

ب- تحديد هيكل أصول المؤسسة:

يحدد المدير المالي نمط ومكونات الأصول المختلفة والتي تظهر بقائمة المركز المالي للمؤسسة ويعنى ذلك تحديد عدد الوحدات النقدية المستثمرة في كل من الأصول الثابتة والأصول المتداولة وبعد تحديد هيكل الأصول يسعى بقدر الإمكان لتحديد الحجم الأمثل للاستثمار في كل نوع من أنواع الأصول المتداولة، وأن

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقس، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 128

يحدد أيضا نوعية الأصول الثابتة التي ينبغي استخدامها، ومتى تصبح الأصول الثابتة متقدمة فنيا ومتى يتم استبدالها أو تطويرها، وبذلك يتضح أن مسألة هيكله الأصول ليس بالأمر السهل حيث يتطلب ذلك التعرف على العمليات الماضية للمؤسسة والمستقبلية وكذلك فهم للأهداف طويلة الأجل.

ج- تحديد الهيكل للمؤسسة:

تتصل هذه الوظيفة بالجانب الأيسر من قائمة المركز المالي، حيث يوجد نوعين من القرارات خاصة بالهيكل المالي، يتصل النوع الأول من القرارات بتحديد الميزج الملائم للتمويل القصير وطويل الأجل ويعتبر ذلك من أهم القرارات لما لها من تأثير على الربحية والسيولة العامة، أما النوع الثاني من القرارات ذات أهمية أيضا كالقرار السابق حيث يدور حول تحديد أيهما أكثر منفعة للشركة، القروض القصيرة أو الطويلة في وقت معين، فقد تجبر الظروف أنواع معينة من القرارات وفقا للضرورة التي يقتضيها الأمر، وقد يتطلب البعض منها تحليلا مستضيفا ودراسة متعمقة للبدائل المتاحة، وتكلفة كل بديل والآثار المترتبة على كل منها في الأجل الطويل¹.

يتضح مما سبق أن الوظيفة المالية في المؤسسة تعني بتوفير الأموال اللازمة للقيام بالنشاط الأساسي واستثمارها في المجالات المناسبة لها، فقيام المدير المالي بتحليل وتقييم الميزانية يمكنه من ضبط وتنظيم العمليات المالية للشركة بالبحث عن المناطق أو المراكز التي تعتبر بؤرة للمشاكل واتخاذ ما يلزم من إجراءات لمواجهتها.

المطلب الثاني: سياسات التمويل داخل المؤسسة

إن من بين أكبر التحديات التي تواجهها المؤسسة اليوم هو إيجاد مصادر تمويل كافية لتغطية احتياجاتها المالية المتزايدة، لكن ما يزيد الأمر تعقيدا ليس نقص مصادر التمويل بل كثرة القيود المفروضة على هذه العملية وتشابك الأهداف وتعارضها، حيث يطلب من المسير المالي تمويل الأصول الاقتصادية دون أن يؤثر ذلك على الأهداف المالية الأخرى وأهمها المردودية والاستقلالية المالية، التوازن المالي، نمو النشاط... الخ.

وبالتالي فالمؤسسة مجبرة على إيجاد سياسة مالية متكاملة ومتناسقة ومنسجمة في أهدافها، مستنبطة من الإستراتيجية العامة وتخدم أهدافها، ويتحقق ذلك بإتباع منهج محدد يركز على بعض الأولويات ويهمل أخرى، فسياسة التمويل تختلف من مؤسسة إلى أخرى وعادة ما يكون هناك ثلاثة أنواع لسياسات التمويل:

أولا: سياسة التمويل المتحفظة

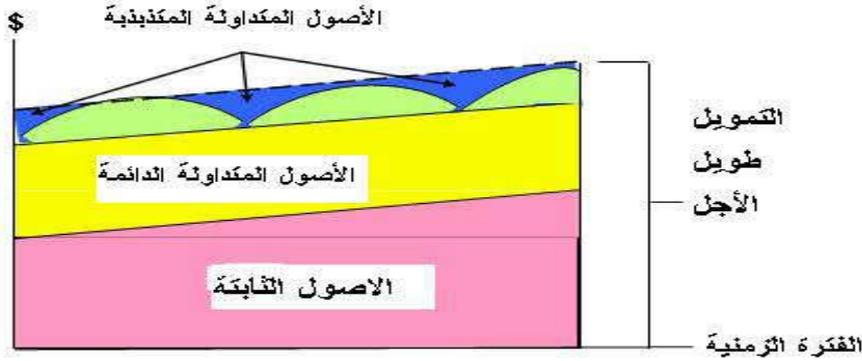
وهي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، فإنها تقوم بالاعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، وذلك تقاديا لاحتمال انخفاض قدرة

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقس، أساسيات الاستثمار والتمويل، شباب الجامعة، الاسكندرية، 2000، ص 13

المؤسسة على تسديد التزاماتها، وهذه السياسة تخفض من مخاطر العسر المالي، الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقا لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقع .

فالأصول الدائمة ينبغي تمويلها من مصادر طويلة الأجل، والأصول المؤقتة ينبغي تمويلها من مصادر قصيرة الأجل، غير أن هذا الوضع نادر الحدوث في الحياة العملية وذلك كما هو موضح في الشكل أدناه:¹

شكل رقم 1-2 سياسة التمويل المتحفظة

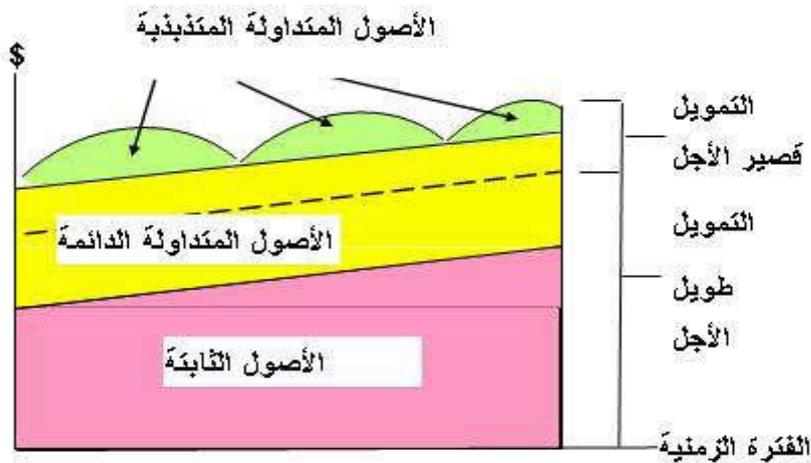


المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، ص 227

ثانيا: سياسة التمويل الجريئة

وهي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تتميز إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة فإنها تذهب في اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملا في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر وذلك كما هو موضح في الشكل التالي:

شكل رقم 1-3 سياسة التمويل الجريئة



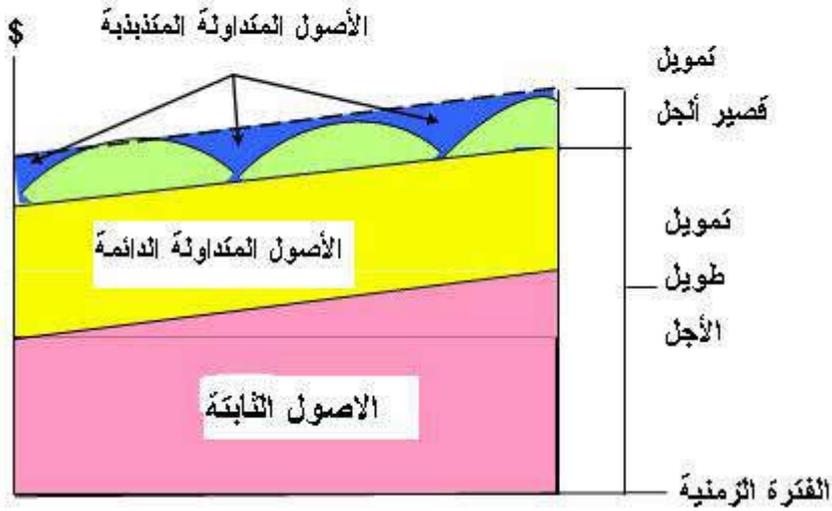
المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، ص 228

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 225

ثالثاً: سياسة التمويل المثلى

يقصد بها تلك السياسة التي تقوم على الالتزام الحرفي بمبدأ التغطية، الذي يقضي بضرورة موائمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله وعليه تقوم إدارة المؤسسة بموجب إتباع سياسة التمويل المثلى بتمويل الأصول الدائمة من مصادر طويلة الأجل والأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل والشكل الموالي يوضح هذه السياسة.

شكل رقم 1-4 سياسة التمويل المثلى



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، ص 230

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه يجب اختيار سياسة التمويل الملائمة بناء على الظروف المحيطة بالمؤسسة، وعلى التوقعات الدقيقة لهذه المؤسسة فيما يتعلق بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

المطلب الثالث: الاحتياجات المالية داخل المؤسسة الاقتصادية

تحتاج المؤسسات الاقتصادية لعدة أنواع من التمويلات، والتي تختلف باختلاف احتياجاتها المالية، هذه الاحتياجات التي تكون عادة مرتبطة بمرحلة التطور الذي تمر به أي مؤسسة خلال عمرها الإنتاجي، بدءاً من إنشائها فانطلاقها فتموها ثم إلى نضجها.

وهنا تكون الاحتياجات عبارة عن تلك الأموال اللازمة للتشغيل، أو لمواجهة الطوارئ، أو لتمويل التوسعات أو الحصول على استثمارات جديدة هذا من جهة، وتتحمل المؤسسة مخاطر كبيرة عند إنشائها نتيجة عدم التأكد من الحصول على عوائد تقابل احتياجات المؤسسة.

وتعرف الاحتياجات المالية: بأنها مختلف الاحتياجات الضرورية والمرتبطة ارتباطاً مباشراً بنشاط المؤسسة الخاص والتي قد تكون احتياجات قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

أما الاحتياجات المالية قصيرة الأجل أو كما تسمى احتياجات دورة الاستغلال: تعرف احتياجات تمويل دورة الاستغلال بأنها قسط أو جزء من الاحتياجات الضرورية المرتبطة ارتباطاً مباشراً بتنفيذ البرامج والخطط المتعلقة بالجانب التشغيلي، مثل المخزونات حقوق العملاء حقوق الموردين، الرسم على القيمة المضافة، الديون الاجتماعية والجبائية... الخ

أما الاحتياجات المالية طويلة الأجل يجب على المؤسسة أن تضمن استمرارها وتحفز نموها على المدى الطويل بصورة مستقلة من خلال تحقيق عوائد عالية وبصفة مستمرة، وهذه الضرورة لا يمكن بلوغها إلا بقيام المؤسسة بالاستثمار أو إعادة الاستثمار لتجديد أصولها القديمة لتحسين القدرة الإنتاجية وتدعيم نمو المؤسسة.¹

وبذلك يمكن أن ندرج الاحتياجات التمويلية التي يراها المستثمرون في هذه المنشآت الاقتصادية ضرورية للبدء في المشروع والتأسيس له والاستمرار فيه بنجاح وذلك ضمن العناصر التالية:

أولاً: الاحتياجات المالية في طور التأسيس أو الإنشاء

تبدأ هذه المرحلة منذ استقرار فكرة المشروع في ذهن صاحبها إلى غاية تجسيدها في أرض الواقع بل تمتد إلى غاية نموها الأولي، حيث يحتاج أثناءها صاحب المشروع إلى ما يسمى برأس المال المخاطر، ويمكن أن نتعمق أكثر في هذه المرحلة كي نميز بين ثلاثة أنواع من الاحتياجات المالية :

أ- رأس المال الأولي (التأسيسي):

خلال الفترة التأسيسية يحتاج المشروع لتمويل يسبق انطلاقه ويهدف إلى إثبات جدواه في ميدان الأعمال، حيث تسمى مرحلة إنشاء المؤسسة أو بداية نشاطها بمرحلة الصفر، وعادة ما تكون هناك صعوبة في الحصول على الأموال من المصادر الخارجية، ولذلك فغالباً ما يتخوف المستثمرون أو الممولون وكذا البنوك من هذا النوع من التمويل لأنه يعتبر الأكثر مخاطرة لكون المؤسسة أو المشروع في بدايته ولا يعرفون مدى كفاءة أصحاب المشروع لمقاومة الطوارئ ولا كيف سيتعامل السوق مع المنتج الجديد أو كيف سيكون رد فعل المنافسة وغير ذلك من الأمور المتعلقة بمستقبل المشروع.

¹ دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 263

لهذا يقوم صاحب المشروع بإعداد خطة التطوير من أجل إقناع المستثمرين والبنوك لتمويل الانطلاق أو عند بعث منتج جديد، حيث يتعين عليه بذل جزء من رأسماله لبدء تحويل الفكرة لمشروع، وفي هذه المرحلة يستخدم التمويل في القيام بتطوير النماذج المعملية ثم النماذج التجارية للسلعة الجديدة، وكذا تجاوب واستقبال السوق للسلعة، وتكوين البنية القانونية من إجراءات التسجيل والمقر والعلامة التجارية.¹

ب- تمويل الانطلاق الفعلي للمشروع:

وهو التمويل المتعلق بالسنوات الأولى من حياة المؤسسة، والتي تكون فيها المؤسسة أو الشركة قد أنهت تصميم وتطوير منتج معين، ولكن تكون في حاجة إلى الأموال للانطلاق في تصنيعه وبيعه، وبالتالي تتطلب هذه المرحلة كذلك توفر الأموال الخاصة التي ستمكن من مواجهة جزء من المصاريف الأولية مثل المصاريف الإعدادية مصاريف حيازة المعدات، وكذا مصاريف التشغيل أي الأموال الضرورية لبدأ نشاط المؤسسة وما يكفي لاستمراره إلى أن تتمكن العوائد المتأتية عن تصريف المنتجات من تغطية المصاريف الإدارية المتكررة.

حيث تكون نتائج المؤسسة خلال هذه المرحلة في أغلب الأحيان سالبة نظرا للتكاليف الثابتة التي تتحملها المؤسسة، وعليه لا يمكن الاعتماد لا على الأموال الخاصة ولا على النتائج المتوقعة من أجل تكوين مصدر تمويل داخلي بل تضطر إلى اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية والتي عادة ما تكون في ظروف غير مواتية بسبب ضعف شهرتها ونتائجها السيئة وحالات عدم التأكد المحيطة بتطورها المستقبلي، وهنا تكمن حساسية هذه المرحلة التي غالبا ما تؤدي إلى فشل المؤسسات الاقتصادية وخاصة الصغيرة والمتوسطة منها.²

ج- الاحتياجات المالية في طور النمو:

وهي المرحلة التي تصلها المؤسسة الاقتصادية بعد أن تكون قد تجاوزت مرحلة الإنشاء والانطلاق وما يميزها من حالات عدم التأكد راجع إلى أم مرحلة النمو تتسم بنمو سريع لمستوى الإنتاج والمبيعات، وكذلك الأرباح نظرا لقبول منتجاتها من قبل المستهلكين، ومع زيادة المبيعات تبدأ معها التدفقات النقدية الموجبة، ومن الناحية المالية سوف ينعكس هذا النمو الذي تشهده المنشأة في ارتفاع وزيادة احتياجاتها المالية المرتبطة بالاستثمارات التي يتطلبها التوسع في القدرات الإنتاجية للمؤسسة وكذا الاحتياجات في رأس المال العامل، ولذلك تحتاج المؤسسة في هذه المرحلة إلى ما يسمى برأسمال النمو الذي سوف يدعم الأموال الخاصة التي تمتلكها هذه المؤسسات لتمويل نموها وتوسعها أو لاجتياز مرحلة جديدة، كتدعيم وتعزيز سياساتها التجارية، الرفع من مستوى إنتاجها، بعث منتجات جديدة أو اللجوء إلى أسواق جديدة.³

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 254
² محمد هيكال، مهارات إدارة المشروعات الصغيرة، طبعة 1، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ص 56
³ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 21

ثانيا: الاحتياجات المالية في مرحلة النمو الثانية للمؤسسة

في هذه المرحلة تفكر المنشأة في الحفاظ على حصة معينة من المبيعات مما يجعلها في احتياج مستمر للتمويل قصير الأجل من أجل تلبية احتياجات رأسمال العامل الناتجة عن نمو وتطور المبيعات وخاصة عندما تكون المؤسسة مقيدة أو مجبرة على البيع بمنح آجال للدفع لزيائنها إذا أرادت كسب سوق معين، وقليل من التمويل طويل الأجل.

ثالثا: الاحتياجات المالية في مرحلة التوسع

بالنسبة للمؤسسات التي لديها فرصة للتوسع، فإنها تبدأ في تقييم عملية تغيير أسلوبها في التسيير من حيث الاستعانة بالأساليب المالية المتطورة كالتخطيط الرقابة المالية واعتماد التحليل المالي، هذه الأساليب التي تسمح لها بإنجاز أو تحقيق توسعات جديدة في القدرات الإنتاجية للمؤسسة أو في شبكتها التجارية، حيث تحقق المؤسسة في الحالة مردودية عالية أو تكون في طريق تحقيقها، ويحدث نمو متزايد في رقم أعمالها بسبب الرواج الذي تلقاه منتوجاتها في السوق، بالإضافة إلى الإخلاص والوفاء الذي تلمسه من زيائنها، وبالتالي تمتعها بميزة تنافسية واضحة، ومنه تحتاج المؤسسة في هذه المرحلة إلى موارد مالية لتوسيع قدراتها الإنتاجية وقوتها البيعية بهدف تطوير وتمويل منتجات وحيازات جديدة.

رابعا: الاحتياجات المالية في مرحلة النضج

بعد مرحلة توسع ناجحة تكون المؤسسة قد ضمنت حصة سوقية معتبرة وتكون قد بلغت أعلى مستوى مردودية ممكنة، وبذلك تصل إلى مرحلة تتسم بالنضوج من حيث استقرار ونمو المبيعات والأرباح وكذلك استقرار ونمو التدفقات النقدية، في هذه المرحلة تحاول المؤسسة الاقتصادية وخاصة المتوسطة والصغيرة منها الحفاظ على حصتها من المبيعات، وهذا ما يجعلها في احتياج مستمر ولكن بنسبة أقل للتمويل قصير الأجل وذلك من أجل تلبية احتياجات الدورة الاستغلالية وما تتطلبه من سياسات بيعية لأجل، وقليل من التمويل طويل الأجل لتمويل منتجات بديلة أو تطوير المنتجات الحالية، إذا ما استدعى الأمر ذلك لمواجهة متطلبات المنافسة.

وبذلك سوف تعرف احتياجاتها التمويلية الإضافية انخفاضا كبيرا لأن المؤسسة ملزمة فقط بالإبقاء على مستوى رأس المال الثابت ورأس المال العامل وليست ملزمة بالرفع والزيادة فيهما، من جهة أخرى يسمح مستوى الإنتاج الذي بلغته المؤسسة من تغطية جميع التكاليف والأعباء الثابتة، وبالتالي إمكانية توفير مصادر تمويل ذاتية، ونظريا سوف تعرف المؤسسة مشاكل أقل في الحصول على التمويل مقارنة بالمراحل السابقة.¹

خامسا: الاحتياجات المالية في مرحلة الانحدار

في هذه المرحلة تبدأ مبيعات المؤسسة تعرف تراجعا ملحوظا، بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها لفقدانها تنافسيتها في السوق، مما يزيد من احتياجاتها إلى تمويل إضافي لاسيما عند محاولة طرح منتج جديد في السوق وما يرافق هذه العملية من تمويلات معتبرة، وهنا يبرز دور المؤسسات التمويلية مثل البنوك وغيرها

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 23

في دعم هذه المشروعات والمؤسسات ومساندتها ليس بالتمويل المناسب فقط، بل ببرامج متكاملة كعمليات إعادة التأهيل الخاصة بجميع وظائف المؤسسة.

وهكذا يتبين لنا من خلال ما سبق أن الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الاقتصادية متعددة ومختلفة تبعا لمراحل التطور التي تمر بها هذه المؤسسات طيلة مدة حياتها منذ استقرار فكرة الاستثمار لدى صاحب المشروع إلى غاية بلوغها مرحلة النضج ثم الانحدار والتراجع، حيث يحتاج صاحب الفكرة إلى رأس المال الأولي لتمويل فكرة المشروع ودراسة جدواه الاقتصادية والفنية، والذي يتكون أساسا من المساهمات الشخصية لصاحب المشروع والإعانات الحكومية، وفي حالة إثباته لجدوى هذا المشروع فإنه ينتقل إلى مرحلة الانطلاق والإنشاء الفعلي للشركة وتصميم المنتجات، وهنا تكون حاجاته إلى رأسمال الانطلاق والتمويل الذاتي وعندما تصل المؤسسة إلى مرحلة نموها الأول فإنها تحتاج إلى ما يسمى برأسمال المخاطر وبعض من التمويلات البنكية، أما في المرحلة الموالية فتكون بحاجة إلى رأسمال التطور الذي يضم الأموال الضرورية لتمويل النمو الثاني للمؤسسة، وتوسعها من خلال الدخول إلى الأسواق المالية، بالإضافة إلى حاجة المؤسسة إلى التمويلات البنكية، حيث أنه كلما كانت المؤسسات صغيرة كلما كانت البدائل التمويلية المتاحة أمامها محدودة بسبب أن التمويل المصرفي التقليدي يتجه أكثر فأكثر إلى المؤسسات ذات الحجم الكبير.

المطلب الرابع: مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية:

تتنوع مصادر التمويل التي تتحصل عليها المؤسسة بهدف تمويل استثماراتها بين المصادر الطويلة و القصيرة الأجل من حيث بقائها في الهيكل المالي للمؤسسة أو بين مصادر تتحصل عليها من الداخل أو من الخارج.

الفرع الأول: مصادر التمويل طويلة الأجل

هي تلك المصادر التي تكون مدتها أكثر من سنة و توجه للاستثمارات طويلة الأجل، أو لتلبية الاحتياجات الدائمة لبعض الأصول المتداولة¹، و تتمثل في مكونات هيكل رأس المال و هي في الأساس الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة و القروض طويلة الأجل بما فيها السندات. و يمكن لنا أن نقسم مصادر التمويل طويلة الأجل إلى مصادر يمكن اكتسابها من داخل المؤسسة و مصادر أخرى يمكن الحصول عليها من خارج المؤسسة.

أولاً: المصادر الداخلية "الذاتية"

هي تلك الموارد الجديدة التي تشكلت نتيجة النشاط الأساسي للمؤسسة، و احتفظت بها كمصدر تمويل دائم للأنشطة المستقبلية، يفترض أن يتحقق هذا المصدر بتحقيق الأرباح للمؤسسة بشكل مستمر و هو ما يتكون أساساً من الإهلاك و الأرباح المحتجزة لإعادة استثمارها و الاحتياطات و هناك مصادر داخلية أخرى لكنها عريضة مثل بيع الأصول و تخفيض عناصر الأصول المتداولة كالمخزون و الذمم و أوراق القبض.

و من بين أهم مصادر التمويل الداخلية نجد:

أ- رأس المال المدفوع:

هو مجموع رأس المال الأولي المقدم بمناسبة إنشاء المؤسسة لأول مرة أو تم إضافته سابقاً لتغطية الاحتياجات المالية المتزايدة بفعل النمو. و يتحدد في شكلين أساسيين:

- **رأس مال بطبيعته (عيني):** و هو وضع استثمار مادي أو معنوي تحت تصرف المؤسسة و بالتالي

ترتفع قيمة الأموال الخاصة من جهة الأصول في ميزانية المؤسسة و يقابله الارتفاع في قيمة الاستثمارات من ناحية الخصوم.

- **رأس مالية نقدي:** يكون في شكل نقود سائلة توضع تحت تصرف المؤسسة و بالتالي تنعكس

بالزيادة في الأموال الخاصة و السيولة المالية في ميزانية المؤسسة.

ب- الاحتياطات:

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 200

وهي المبالغ المخصصة من أرباح الشركة بغرض وضعها تحت تصرف المؤسسة و ضمها إلى الأموال الخاصة، وتكون هذه الإضافة أكثر فعالية في حالة نمو المؤسسة، يلاحظ أن هذا الإجراء لا يحدث أي تغيير على الهيكل المالي، فهو يعتبر مجرد توزيع عمودي لموارد المؤسسة إلا أنه يحسن من صورتها أمام المساهمين و نميز بين:

- الإحتياطات القانونية و الإحتياطات النظامية (إحتياطات طبق وفق القانون الجبائي).

- الإحتياطات المنظمة (ينص عليها القانون التأسيسي لشركة) الإحتياطات الاختيارية أو الحرة.

ج-المؤونات والمخصصات:

وهي المؤونات المشكلة استنادا إلى تنظيمات قانونية وجبائية (على أساس مبدأ الحيطة و الحذر) بحيث تتميز بطابع احتياطي و هو ما يوضح انتمائها للأموال الخاصة، وهي مخصصة لمواجهة حالات معينة مثل الديون المعدومة وغيرها من الحسابات المعرضة للتناقص مستقبلا.¹

د-الأرباح المحتجزة:

عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح الذي تقرر المؤسسة عدم توزيعه على المساهمين و ذلك لأغراض تسديد التزامات أو تنفيذ بعض عمليات التوسع في المؤسسة، وهناك علاقة عكسية بين معدل توزيع الأرباح وبين معدل الأرباح المحتجزة.²

خصائص و مزايا الأرباح المحتجزة:

- تعد الأرباح المحتجزة من مصادر التمويل الداخلي في المؤسسة.
- مصدر مالي يمكن اللجوء إليه من قبل جميع المؤسسات التي تحقق أرباح جيدة.
- توفر للمؤسسة سيولة سريعة بسهولة و بدون مشقة كبيرة كما في القروض من إجراءات و ضمانات و تأخر الموافقة و مفاوضات و شروط و غير ذلك.
- تعد مصدرا تمويليا مستقلا، إذ لا يترتب عليه ضغوط أو سيطرة من الجهة الممولة كما في القروض و السندات و لا يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم أو الأصوات التي قد تؤثر على القرارات.³

هـ- الإهلاك:

و يسمى أيضا في مراجع الإدارة المالية "الاندثار"، و يقصد به التدني التدريجي في قيمة الأصل الناجم عن استخدامه أو تقادمه سواء الطبيعي أو الفني و الاقتصادي.⁴ و أيضا يعرف الإهلاك و وفقا لقاموس

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 77

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، الدار الجامعية، القاهرة مصر، 2004، ص 360

³ هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، طبعة 1، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 94

⁴ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشفة، أساسيات في الإدارة المالية، طبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 87

المورد بأنه التدني من قدر الشيء و أهميته، أو النقص في القيمة نتيجة للاستعمال أو البلى. كما عرف بأنه تلك العملية التي بموجبها توزع الكلفة الفعلية للأصل على سنوات عمره الإنتاجي.

- و يظهر الإهلاك في أصول ميزانية المؤسسة في جانب الأصول الثابتة و التي يزيد عمرها عن سنة مالية واحدة.

- و تهدف سياسة الإهلاك إلى تحديد المخصصات التي يجب اقتطاعها من قيمة الأصل بشكل سنوي على شكل دفعات لغرض المحافظة على قيمة الأصول الثابتة للمؤسسة أو تحصيل أصل جديد بعد انتهاء العمر الاقتصادي للأصل القديم.

- و لا يشترط تساوي أقساط الإهلاك السنوي غير أنها يجب أن تغطي العمر الاقتصادي للأصل.¹

ثانيا: مصادر خارجية

هي مختلف الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من الخارج بموجب إتفاق مع المساهمين أو الدائنين يتضمن شروط و إجراءات لا بد من تنفيذها، و تتحدد هذه الشروط في ضوء الحالة الاقتصادية ومدى قوة السوق المالية، و توافر الأموال و عوائد الفرص البديلة المتاحة.²

- **الأسهم العادية:** صك يمثل حصة في رأس مال شركات الأموال قابلا للتداول وفق القانون التجاري. أو هو مستند ملكية ذو قيمة دفترية و سوقية اسمية تطرح للاكتتاب العام و لها القابلية على التداول من قبل حاملها و لا تستحق الدفع في تاريخ معين، و يحق لحامل السهم أن يقبض الأرباح إذا ما حققت المؤسسة أرباحا و قررت الإدارة توزيعها، و تعد هذه الأرباح غير ثابتة القيمة و لا محددة في فترات استحقاق معينة، و في حالة الإفلاس يكون حملة الأسهم في مؤخرة الترتيب من حيث تحصيلهم لأموال التصفية، يتحمل صاحبها مسؤوليته بمقدار مساهمته.³

- **الأسهم الممتازة:** وهي الأسهم التي تختص بمزايا لا تختص بها الأسهم العادية⁴، يمثل مستند ملكية له قيمة اسمية و قيمة دفترية و سوقية، السهم الممتاز أداة مالية مهجنة، و يجمع بين صفات الأسهم العادية و السندات. يكون مقدار الربح موزع بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز في حال إذا ما قررت إدارة المؤسسة في توزيع الأرباح و طبعا إذا حققت المؤسسة أرباح، و لحامل هذه الورقة الأولوية في تحصيل قيمة أرباحه عن حملة الأسهم العادية، كما الأولوية أيضا في الحصول على نصيبه عند التصفية.

¹ نفس المرجع، ص 59

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 201

³ نفس المرجع، ص 201

⁴ حريزي رابع، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس، الدار البيضاء، الجزائر، 2015، ص 104

قد يتضمن عقد المستند لشروط استدعاء السهم الممتاز في حال إذا رأت المؤسسة ذلك ضروريا مقابل تعويض مناسب.

- **أموال مقترضة:** و هي قروض تتحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك: شركات التأمين، صندوق التقاعد و غيرها و فق عقد يلتزم بموجبها المقرض "المؤسسة" تسديد معدل الفائدة طيلة سنوات الاستحقاق إضافة إلى أصل المبلغ خلال توقيتات متفق عليها مع المقرض، عادة ما تكون هذه القروض مضمون بأصل معين و قد تخف قوة القيود حسب متانة المركز المالي التي يتمتع بها المقرض.

- **السندات:** أوراق مالية ذات قيمة اسمية محددة في وثيقة الإصدار تصدرها المؤسسات أو الدولة بهدف الحصول على تمويل طويل الأجل. و هي تمثل عقد طويل الأجل تلتزم بموجبه المؤسسة المصدرة للسند بتسديد دفعات دورية من الفوائد إضافة إلى أصل المبلغ عند ميعاد تاريخ استحقاقه، عادة ما يكون المعدل في شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند، و المستثمرون الذين يقبلون على شراء هذه الأوراق هم من النوع المحافظ الذي يبحث عن دخل ثابت، و قد يتم التخلي عن السند بأقل من قيمته الاسمية فيسمى سند بخصم أو قد يتم بيعه بسعر أعلى من قيمته الاسمية يسمى سند بعلاوة.¹

- **التمويل التأجيري:** يعرف التأجير بأنه "إتفاق متعاقد بين الطرفين يخول أحدهما حق الانتفاع بأصل مملوك للطرف الآخر مقابل دفعات دورية لمدة زمنية محددة، فالمؤجر هو الطرف الذي يحصل على الدفعات الدورية مقابل تقديم الأصل في حين أن المستأجر هو الطرف المتعاقد على الانتفاع بخدمات الأصل مقابل سداده لأقساط التأجير للمؤجر".

وسنتطرق بالتفصيل لهذه الأدوات (الأسهم والسندات) في الفصل الثالث من هذه الدراسة، لأنها تعتبر من أدوات الاستثمار المالي داخل بورصات الأوراق المالية.

الفرع الثاني: مصادر التمويل قصيرة الأجل

هي تلك الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من الغير، على أن تسدده خلال فترة لا تزيد عن عام واحد، كما يقصد به ذلك النوع من التمويل المستخدم في الاستثمارات الجارية قصيرة الأجل، أي يستعمل لتغطية الاحتياجات المالية الموسمية قصيرة الأجل الخاصة بتنفيذ الأنشطة التشغيلية للمشاريع². و هناك العديد من مصادر التمويل قصيرة الأجل التي يمكن استخدامها من قبل المؤسسة، و عموما يمكن تصنيفها إلى مجموعتين:

أولا: التمويل قصير الأجل التلقائي

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 211

² نفس المرجع، ص 220

يتولد تلقائياً خلال دورة التشغيل، و لا يحمل عادة معدل فائدة اسمي و مثال ذلك الائتمان التجاري ينشأ تلقائياً بمجرد شراء المؤسسة للسلع بالأجل.¹

الائتمان التجاري: هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنكا، أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول أخرى مادية بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار،² وهو كذلك نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين عند شرائها للمستلزمات التي تدخل في عمالياتها و أنشطتها التشغيلية على أساس الدفع الأجل لقيمة تلك المستلزمات. و خلال هذه الفترة و من تاريخ تسديد قيمة هذه المستلزمات أو البضاعة فإن المشتري "المؤسسة" تصبح مدينة للمورد، و تسجل قيمة هذه البضاعة في ميزانية المؤسسة تحت حساب الموردين بجانب الخصوم، بينما تظهر قيمة البضاعة في الميزانية الشركة الموردة تحت حساب "الزبائن" في جانب الأصول،

ثانياً: التمويل قصير الأجل الإتفاقي أو التفاوضي

لا يتم تلقائياً و إنما بناء على مفاوضات شخصية لتحديد معدل الفائدة الاسمي. تعتبر القروض المصرفية مثالا لذلك.³

الائتمان المصرفي:⁴ هي قروض قصيرة الأجل تحصل عليه المؤسسة من البنك الذي تتعامل معه بموجب إتفاق، على أن تسدده خلال فترة لا تتجاوز السنة مع فائدة عادة ما تكون في صورة نسبة مئوية من قيمة القروض. و تظهر القروض المصرفية في بند الخصوم المتداولة في ميزانية المؤسسة، تلجأ إليه لتغطية احتياجات هذه الدورة مثل شراء مواد أولية، ارتفاع القيم المدينة، تراكم المخزون السلعي أو حاجتها لقرض قصير الأجل.

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007، ص 449

² الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، طبعة 4، الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر، ص 76

³ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 449

⁴ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 227

المبحث الرابع: محددات بناء الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية

لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة توجد عدة عوامل منها ما هو كمي وآخر كفي، حيث تتعلق أساسا بعلاقة المفاضلة بين الخطر ومردود العائد لإدارة المؤسسة، إن هذه العوامل تحدد الطاقة الاستيعابية للدين أي نسبة الديون المثلى وتطور تكلفة رأس المال لمستويات الدين المختلفة، وفيما يلي عرض لأهم هذه العوامل الكمية والكيفية، ثم اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة.

المطلب الأول: العوامل الكمية المحددة للهيكل المالي للمؤسسة

سنوضح في هذا المطلب العوامل الكمية المحددة للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، وهي تتمثل في الربحية والسيولة ومعدل النمو وكذلك حجم المؤسسة.

الفرع الأول: الربحية

الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، وهي أيضا أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها، لذا نجد أن جهدا كبيرا من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها لا يقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.

أولا: مفهوم الربحية

لا بد من الإشارة هنا إلى أن هناك فرق بين مفهوم الربح والربحية، فالربح يعني صافي الدخل الذي تظهره قائمة الدخل الذي يمثل الفرق بين إيرادات المؤسسة وبين مصاريفها، أما بالنسبة للربحية فهي تشير إلى الربح منسوباً إلى بعض المكونات من الميزانية المالية أو قائمة الدخل، والربحية تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة وأنها تمكن الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها، والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين، المقرضين والعاملين.¹

وتعمل المؤسسة على تحقيق هدفها في الربحية من خلال قرارين هما قرار الاستثمار وقرار التمويل، فقرار التمويل هو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الاستثمار في موجوداتها وينعكس أثر القرار التمويلي على الربحية من خلال اختيار مصادر الأموال (من ديون وحقوق مساهمين)، بشكل يمكن أصحاب المؤسسة من الحصول على أكبر عائد ممكن ولكن دون تعرض لأخطار كبيرة.

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 36

ثانياً: نسب الربحية

تعتبر نسب الربحية عن مدى الكفاءة التي تتخذ فيها المؤسسة قراراتها الاستثمارية والمالية، وسنذكر أهم النسب :

1- نسبة هامش صافي الربح:

وهو عبارة عن قدرة دينار المبيعات على توليد الأرباح، أو عبارة عن مقدار الربح في كل دينار من دنانير المبيعات، ومعدل الهامش المنخفض يعني انخفاض سعر البيع أو انخفاض حجم المبيعات أو ارتفاع التكاليف، ويحسب وفق العلاقة التالية:¹

$$\text{نسبة الهامش} = \text{صافي الربح قبل الفائدة والضريبة} / \text{صافي المبيعات} \times 100$$

لابد من مقارنة هذه النسبة بمثيلاتها في السنوات السابقة أو نسب السوق أو النسب المعيارية، حيث أن زيادة الأرباح لا يعني أن هامش ربح المؤسسة قد تحسن، وتكون هذه النسبة بمثابة المقياس الحقيقي لكفاءة الإدارة لأنها لا تملك السيطرة الفعلية على الفوائد والضرائب والمصروفات الأخرى.

2- العائد على حقوق الملكية:

يشبه هذا المقياس العائد على الاستثمار ولكن الاختلاف هنا أن الأموال المستثمرة التي تظهر في المعادلة هي أموال أصحاب المشروع أي حقوق المساهمين ولا يدخل فيها الأموال المقترضة، ويسمى أيضا العائد على القيمة الصافية:

$$\text{العائد على حقوق أصحاب المشروع} =$$

$$\text{صافي الربح بعد الفوائد والضرائب} / \text{صافي حقوق أصحاب المشروع} \times 100$$

والمقصود بصافي الربح الشامل بعد الفوائد والضرائب هو الربح المتحقق من عمليات المؤسسة أو أية مصادر أخرى بعد طرح الضرائب.

أما المقصود بحقوق أصحاب المشروع هي رأس المال المدفوع مضافا إليه الاحتياطات المختلفة والأرباح غير موزعة مطروحا منها جميع الديون قصيرة الأجل، كما يطرح منها أية موجودات غير ملموسة. ويستخدم هذا المقياس لمعرفة كفاءة إدارة المؤسسة في إدارة جانبي الميزانية أو مهارة استخدام الموجودات لتحقيق المبيعات لتحقيق أفضل عائد ممكن لأصحاب المؤسسة.

ووفق افتراض تسلسل مصادر التمويل فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل ثم يتبعها القروض وأخيرا إصدار أسهم جديدة، وبناء عليه يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة، وهذا ما أكدته الدراسات السابقة في هذا الموضوع²

¹ حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، طبعة 1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص95

² Oskan .A. **Determinants of Capital structure and adjustment to long run target**. evidence from u k company panal data. Journal of Business Financial and Accounting. Vol 28. n° 1-2 jan- march.2001 p p 175-198

، وبناء عليه نتوقع علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون، والسبب في ذلك أن المؤسسات التي تتمتع بربحية متدنية وتواجه فرصا استثمارية جيدة ستلجأ إلى التمويل الخارجي وستبدأ بالديون قبل إصدار حقوق الملكية وفقا لمبدأ التدرج في استخدام مصادر التمويل، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع مستوى الديون في المؤسسة .

الفرع الثاني: السيولة

تعتبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل المتوقعة منها وغير متوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى، زمن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية.

أولاً: مفهوم السيولة

هناك مفهومان للسيولة المفهوم الكمي ومفهوم التدفق وهي:

المفهوم الكمي للسيولة: وهو المفهوم الذي ينظر إلى السيولة من خلال كمية الأصول الموجودة لدى المؤسسة والتي يمكن تحويلها إلى نقد في وقت ما خلال الدورة التجارية للمؤسسة، واستنادا لهذا المفهوم تقيم السيولة من خلال المقارنة بين كمية الأصول الممكن تحويلها إلى نقد خلال الفترة المالية بالاحتياجات النقدية لتلك الفترة، ويؤخذ على هذا المفهوم ضيقه لاعتماده في تقييم السيولة على كمية الموجودات القابلة للتحويل إلى نقد، كما يؤخذ عليه فشله في اعتبار السيولة 'ممكناً الحصول عليها من الاقتراض وزيادة رأس المال وكذلك الأرباح'.¹

مفهوم التدفقي للسيولة: وهو المفهوم الذي ينظر إلى السيولة على أنها كمية الموجودات القابلة للتحويل إلى نقد خلال فترة معينة مضافا إليها ما يمكن الحصول عليه من المصادر الأخرى للأموال. ونعني بالسيولة توفير أموال سائلة كافية لدى المؤسسة لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها، أو هي القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة.² تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها، وتمكنها من الوفاء بتسديد التزاماتها، ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو والتوسع ومواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها، ويمكن الحصول على السيولة عن طريق إما بيع السلع والخدمات الموجودة لدى المؤسسة نقداً، أو بيع أصل من الأصول نقداً، أو تحويل الأصول المتداولة إلى نقد، أو استعمال المصادر الخارجية للنقد كالاقتراض وكذلك زيادة رأس المال عن طريق عن طريق الاحتفاظ بالأرباح.³

ثانياً: نسب السيولة

¹ عبد الحليم كراجه، علي ربابعة، ياسر السكران، موسى مطر، الإدارة والتحليل المالي: أسس مفاهيم، تطبيقات، طبعة 2، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 22
² عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006، ص 14
³ عبد الحليم كراجه، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 24

تهدف هذه النسب إلى تقييم القدرة المالية للمؤسسة على المدى القصير، وذلك من خلال قياس قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل عند استحقاقها، ومن أهم هذه النسب:

1-نسبة التداول:

تعتبر هذه النسبة من المؤشرات التقليدية في التحليل المالي والتي تستخدم منذ فترة طويلة لقياس السيولة قصيرة الأجل لأنها تبين مدى إمكانية الوفاء بالقروض قصيرة الأجل من الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقديات في مدة زمنية متطابقة مع آجال القروض، وتحسب وفق العلاقة التالية:¹

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

تشير هذه النسبة إلى المدى الذي يمكن أن تتخفف فيه قيمة الموجودات المتداولة عن قيمتها الدفترية، كما هي ظاهرة في الميزانية دون أن تتعرض المؤسسة إلى مخاطر فقدان السيولة أي إلى مخاطر العسر المالي.

المعيار النمطي لهذه النسبة هو 1.2، فإذا كانت النسبة أقل من 1 فهذا يعني أن المؤسسة لن تكون قادرة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل، وهذا قد يشير إلى أنها ليست في وضع مالي جيد، لكن لا يعني التصفية والإفلاس فهناك عدة طرق للتمويل.²

2- نسبة السيولة السريعة:

تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها باستخدام الأصول السهلة التحويل إلى نقدية واستبعاد تلك الأصول التي يصعب تحويلها إلى نقدية خلال فترة قصيرة نسبياً وذلك وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون السلعي}}{\text{الالتزامات قصيرة الأجل}}$$

ولقد جرى العرف على اعتبار نسبة 1.1 أو 100% نسبة مرضية وملائمة بشكل عام على أساس أن كل دينار من الخصوم المتداولة يقابله ويغطيه دينار من الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها إلى سيولة في فترة قصيرة لتسديد الالتزامات، ويعتبر التدني عن هذا المعدل المقبول ضعفاً على السيولة ويؤكد حاجة المؤسسة لتصفية بعض بضاعتها لتتمكن من دفع ديونها قصيرة الأجل.³

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء: مدخل حوكمة الشركات، طبعة 1، دار المعرفة الجامعية، 2009، ص 397

² فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، طبعة 1، sms financial، رام الله فلسطين، 2008، ص 32

³ مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 315

3- نسبة السيولة الفورية:

تستخدم هذه النسبة لمعرفة قابلية النقدية الحرة لدى المؤسسة الاقتصادية في تسديد التزاماتها الجارية، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة الفورية} = \frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{الالتزامات قصيرة الأجل}}$$

يستحسن أن تكون تساوي الواحد عند حين آجال الاستحقاق شريطة أن لا يدفعنا ذلك إلى الإفراط في الحذر، أما إذا تجاوزت هذه النسبة الواحد فيعني ذلك تجميد السيولة. إن السيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل رأس المال حيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة و نسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة، فالمؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية لها القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل الأمر الذي يسهل عليها الاقتراض.¹

الفرع الثالث: معدل النمو

تعتمد المؤسسات التي تتميز بسرعة نموها على التمويل باستخدام القروض بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بتكاليف التمويل بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الاعتماد على الاقتراض، بيد أنه في الوقت نفسه قد تواجه مؤسسات النمو السريع في اعتمادها المتزايد على الاقتراض مخاطر أكبر بشكل قد يقلل من رغبتها في اللجوء إلى الاقتراض.²

إن المؤسسات الفردية أو المساهمة والتي تعتمد على أموال الملكية في تمويل استثماراتها عادة، ما تلجأ إلى الاقتراض لتمويل استثماراتها ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفتها، وإن الجمع بين أموال الملكية والاقتراض من شأنه أن يرفع من تكلفة الوكالة، وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمؤسسات التي تتسم بمستوى عالي للنمو نظرا لتعدد الفرص المتاحة من هذه الاستثمارات، ولما كانت تكلفة الوكالة تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة فقد يفضل الملاك في النهاية الاعتماد على مواردهم الذاتية، أي توجد علاقة عكسية بين معدل النمو ونسبة القروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال.³

وهناك من يعتقد أن الاستثمار في الفرص الاستثمارية مع نسبة الديون ذو علاقة عكسية من منطلق أن المؤسسات أن المؤسسات التي تعتمد على التمويل بالدين الذي يحمل درجة من المخاطر بين طياته قد تضطر إلى العزوف عن الدخول في هذه الاستثمارات، إضافة إلى ذلك فإن الاستثمارات المرتقبة هي أصول رأسمالية من شأنها زيادة قيمة المؤسسة في المدى الطويل، لكنها لا تدر دخلا في الوقت الحاضر، كما أنه لا يمكن استخدامها كنوع من الضمان إن قيمتها معرضة للانخفاض في حالة أن المؤسسة تواجه خطر الإفلاس الأمر الذي يجعل علاقتهما سالبة مع نسبة الديون.⁴

¹ وليد ناجي الحياي، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي، طبعة 1، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 36

² عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 405

³ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 164

⁴ Harrise. M. and A. Raviv. Capital structure and The information Role of Debt. Journal of finance (vol n° 43). 1990 p 321-349

ومن جهة أخرى هناك من يرى أن العلاقة طردية ، وذلك لأن الفرص الاستثمارية الرابحة المستقبلية تعمل على استنفاد الأرباح المحتجزة مما يدعو المؤسسة للبحث عن مصادر التمويل الخارجي.¹

الفرع الرابع: حجم المؤسسة

حجم المؤسسة يزيد من قدرتها على التوسع بالاقتراض، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات ذات الحجم الصغير. إن المؤسسات صغيرة الحجم تتحمل تكلفة أكبر من المؤسسات الكبيرة في حالة اتجاهها للاقتراض طويل الأجل، وتزداد هذه التكلفة في حالة اتجاه المؤسسات ذات الحجم الصغير لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها، لذلك تتجه هذه المؤسسات للاقتراض قصير الأجل، وبالتالي تكون عرضة لارتفاع تكاليف الوكالة والتصفية عندما تتعرض للمشاكل المالية وارتفاع عنصر المخاطرة الزائدة نسبياً، وعليه فمن المتوقع أن يكون هناك علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ونسبة مديونيتها القصيرة الأجل.² وقد كشفت دراسات سابقة عن وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومخاطر الإفلاس فالمؤسسات الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنوع تتعرض للمخاطر بدرجة أقل، الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال³ ، في حين يرى البعض أن الوضع مختلف بالنسبة للمؤسسات الصغيرة التي تعتمد بدرجة كبيرة على القروض في تمويلها، وأضافت الدراسات إلى أن العلاقة موجبة بين الحجم ونسبة الرفع المالي.⁴

المطلب الثاني: العوامل الكيفية المحددة للهيكل المالي

العوامل الكيفية المحددة للهيكل المالي للمؤسسة تشمل عنصرين هامين هما الملائمة والمرونة، وسيتم التطرق لهما بالإضافة إلى عوامل أخرى كالضرائب والتوقيت، درجة التحفظ الظروف الاقتصادية والتصنيف الائتماني للمؤسسة... الخ.

الفرع الأول: الملائمة

وهو مدى ملائمة مصادر الأموال المستخدمة مع طبيعة الأصول التي ستمول من هذه المصادر ،ويحتاج هذا العامل إلى إيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من استخدام الأصول والتدفقات النقدية الخارجة لتسديد الالتزامات الناشئة عن امتلاك هذه الأصول.

القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل ،كأموال الملكية أو القروض طويلة الأجل، أما المصادر القصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الأصول القصيرة الأجل، حيث أن طبيعة الأصول المتداولة تسمح بتحويلها بعد فترة قصيرة إلى سيولة نقدية نستطيع منها أن نسد

¹ Oskan .A. Determinants of Capital structure and adjustment to long run target .op .cit. p p 175-198

² سليمان شلاش، علي البقوم ،سالم العون ،العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 1997-2001، المنارة، المجلد 14 ، العدد1، 2008 ،ص 63

³ Oskan .A. Determinants of Capital structure and adjustment to long run target .op .cit. p p 175-198

⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره،ص 165

القروض قصيرة الأجل وفوائدها، وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات القصيرة الأجل عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول.¹

- متطلبات تحقيق عامل الملائمة بين الحاجة للأموال ونوع استخدامها:

1- تحديد طبيعة الحاجة للأموال وطبيعة الاستخدام والتوظيف للأموال المطلوبة.

2- تحديد حجم الأموال المطلوبة عن طريق تحديد حجم الالتزامات.

3- الربط بين الحاجة للأموال ونوع الأموال المتوفرة.

- شروط تحقيق عامل الملائمة بين الحاجة للأموال ونوع استخدامها:

1- تمويل الأصول الثابتة عن طريق أموال الملكية العادية والممتازة والاقتراض طويل الأجل.

2- تمويل الأصول المتداولة الدائمة عن طريق الاقتراض طويل ومتوسط الأجل.

3- تمويل الأصول المتداولة المؤقتة عن طريق الاقتراض قصير الأجل.

الفرع الثاني: المرونة

يقصد بالمرونة تعدد مصادر التمويل المتاحة لإمكانية الاختيار من بين أكبر عدد من البدائل لتحديد مصدر التمويل المناسب الذي يحقق المتطلبات المالية للمؤسسة والتي تتميز بالمرونة بدرجة تمنح المؤسسة القدرة في المستقبل على إحداث تغييرات مناسبة على مصادر التمويل. تعرف أيضا بأنها قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال وفقا للتغير في حاجتها للأموال أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة وبين مصادر الأموال.

ومن المتعارف عليه أن الاقتراض يوفر للمؤسسة مرونة أكثر من أموال الملكية عن طريق زيادة رأس المال، فالأقتراض متوفر وبأنواع مختلفة وبمواعيد متفاوتة وبكميات تتناسب مع حاجة المؤسسة، في حين أن هذه الموصفات الموجودة في أموال الاقتراض ليست موجودة في أموال الملكية، لأن التمويل عن طريق زيادة رأس المال يحتاج إلى إجراءات طويلة معقدة وتكلفة كبيرة.²

- مظاهر تزيد من مرونة المؤسسة المالية :

1- قدرة المؤسسة على المفاضلة والاختيار بين مصادر التمويل، وعدم وجود قيود تجبر المؤسسة على اختيار مصدر تمويلي معين.

2- توفر عدد كبير من مصادر التمويل المتاحة التي تخدم غرض المؤسسة المالي.

3- توفر الحرية الكاملة للمؤسسة بالتصرف بأموالها من مصدر التمويل دون قيد أو شرط.

4- توفر الحرية لدى المؤسسة بزيادة فترة السداد أو تخفيضها أو تسديد الأموال المقترضة كاملة.

5- القدرة على مواجهة التغيرات المالية المستقبلية مثل حالات التوسع أو الانكماش.

¹ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 155

² نفس المرجع، ص 154

6- انخفاض الضمانات والرهن المطلوب من مصدر التمويل يعطي للمؤسسة حرية التصرف بأصولها في مجالات أخرى.

- مظاهر تقلل من مرونة المؤسسة المالية:

1- ارتفاع مديونية المؤسسة وزيادة التزاماتها المالية تحد من قدرتها على الاقتراض وقد يجبرها على الالتجاء إلى أموال الملكية.

2- ارتفاع الضمانات والرهن لقروض معينة يحد من قدرة المؤسسة على الحصول على تمويل جديد برهن جديد وضمانات جديدة.

3- اشتراط مصادر التمويل على المؤسسة بشروط مالية معينة مثل عدم الاقتراض حتى سداد ديونها يحد من قدرتها على الاقتراض الجديد.

ويدرك المدراء الماليون بالمؤسسات الكبيرة أهمية وضرورة التمويل المستقر ضمانا لاستقرار عمليات المؤسسة ومن ثم نجاحها، ويدرك المديرون الماليون أيضا صعوبة الحصول على تمويل في الأوقات التي تواجه فيها المؤسسة صعوبات تشغيلية، حيث يفضل المقرضون في هذه الحالة إقراض المؤسسات التي تتميز بمتانة مراكزها المالية.¹

الفرع الثالث: العوامل الأخرى المحددة للهيكال المالي

1- المركز الضريبي: من الأمور التي تشجع المؤسسة على الاقتراض هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن ظهور فوائد في قائمة الدخل، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة وعليه كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل، وبالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي أو بسبب تكبدها خسائر رأسمالية أدت إلى انخفاض ربحيتها، وبالتالي انخفاض الضريبة وربما انعدامها، ففي حالة كهذه فإن المركز الضريبي لا يشجع المؤسسة على الاقتراض.²

2- التوقيت : ازدادت أهمية هذا العامل في الوقت الحاضر بسبب التقلب الحاد في أسواق الأسهم والسندات، حيث يمكن للمؤسسات القوية أن تصدر في بعض الأوقات سندات يمكن تسويقها بسهولة ويصعب ذلك على المؤسسات الضعيفة، بينما في أوقات أخرى يمكن للمؤسسة أن تصدر السندات وتبيعها بتكلفة معقولة، لذلك يبحث المدير المالي عن التوقيت المناسب لإصدار كل نوع من أنواع الأوراق المالية، وهذا يعني أن النقطة الأساسية هي أن حالة أسواق رأس المال ذات تأثير جوهري في صنع البدائل التمويلية.³

¹ عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 403

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فوائد التمييم، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، ص 402

³ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 348

كما يقصد بالتوقيت ذلك العامل الزمني الذي يحدد للمؤسسة بوقت الحصول على التمويل أو المفاضلة بين المصادر التمويلية المتوفرة في الوقت المناسب من أجل الحصول على الأموال وقت حاجتها وبأقل تكلفة وأفضل الشروط، ويمثل أيضا قدرة المؤسسة على اقتناص الفرص المالية بالوقت الذي تنخفض فيه التكلفة إلى أقل درجة، عن طريق قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية ومتابعة التغيرات والأحداث المالية وتوافقها مع حاجاتها المالية.

والتوقيت مرتبط بعامل التكلفة والمرونة وقد تظهر في بعض الأوقات الحاجة إلى الأموال من الضروري تمويلها حتى ولو بتكلفة عالية مما يلغي عنصر التوقيت وإجمالا فإن عامل التوقيت قد يتناسب مع أموال الاقتراض أكثر من أموال الملكية.

3- **درجة التحفظ أو المجازفة:** إن إدارة المؤسسة هي مجموعة من البشر الذين تحكمهم عوامل سلوكية، فمنهم من يتصف بالجرأة والإقدام لتحمل المخاطر ومنهم من يتصف بالتردد والتحفظ والخوف من المخاطر، وكما هو معروف فإن التمويل عن طريق الاقتراض يساهم في زيادة درجة المخاطر، واستنادا لذلك فإن تركيبة رأس المال قد تميل إلى استخدام مديونية أقل على الرغم من ملائمة العوامل الأخرى بسبب تحفظ الإدارة وخشيتها من المخاطرة.¹

4- **الإدارة والسيطرة:** إن سيطرة المالكين على المؤسسة من العوامل التي لها دورا مهما في تخطيط مصادر التمويل المناسبة، حيث نجد أن هؤلاء المالكين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض أو إصدار أسهم ممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية لأن الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة ليس لهما حق التدخل في الإدارة، هذا عندما يكون الهدف الرئيسي للملاك هو المحافظة على السيطرة.

لكن هذا الأمر لن يفلح في الحالات الخاصة، فعندما تتوسع المؤسسة في الاقتراض وترتفع مديونيتها إلى حد عجزها عن دفع الفائدة أو سداد الأصل، فإن الدائنين قد يضعون أيديهم على أصول المؤسسة للحصول على حقوقهم وفي هذه الحالة يفقد جميع الأطراف السيطرة على المؤسسة لأنه سيتم تصفيتها، لذا فقد يكون من الأفضل في مثل هذه الحالات التضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة أموال الملكية الأسهم العادية ودخول مساهمين جدد عن طريق الاكتتاب.

5- **الظروف الاقتصادية العامة:** في حالة الرواج الاقتصادي تنتشج المؤسسات على الاقتراض لتمويل عملياتها بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال والعكس صحيح في حالة الانكماش.

6- **التصنيف الائتماني للمؤسسة:** ويقصد به رأي فني في ملائمة المؤسسة المصنفة، فكلما كان الرأي إيجابيا زادت قدرة المؤسسة على زيادة مصادرها التمويلية سواء عن طريق الاقتراض أو زيادة رأس المال.²

7- **نمط التدفق النقدي:** والمقصود به الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته، فالفترة الطويلة لها آثار سلبية على السيولة ويمكن تعادي هذا الأثر باختيار

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فوائد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 405
² عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 406

مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها مع مواعيد دخول النقد، وأفضل مصادر التمويل من منظور السيولة هو رأس المال لأنه لا يعاد لأصحابه مثل الاقتراض كما يمكن تعديل الأرباح الموزعة حسب الظروف.¹

8- **طاقة الاقتراض:** قد يكون استعمال القرض لتمويل المؤسسة مناسب من ناحية الضريبة لأن الفائدة تعد نفقة تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الاقتراض وتقديم الضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض دون حدود.

المطلب الثالث: اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة

تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من الاعتبارات ومع تغير هذه الاعتبارات يتغير الهيكل المالي، غير أنه يجب أن يكون لدى إدارة المؤسسة دائماً تصور محدد لهيكلها المالي في ضوء هذه التغيرات، فإذا كانت النسبة الفعلية للأموال المقترضة بداخل الهيكل المالي للمؤسسة أقل من النسبة المستهدفة فإن أي توسعات خاصة بالمؤسسة تستدعي زيادة الهيكل المالي للمؤسسة ويتم ذلك من خلال إصدار سندات أو الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية، أما إذا كانت نسبة الدين أعلى من النسبة المستهدفة فإن التمويل الإضافي يتم من خلال رأس المال.²

إن التركيبة المستهدفة لرأس المال هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب به من قبل إدارة المؤسسة والمكون من التمويل المقترض (السندات والديون) والتمويل الممتلك (الأسهم)، والتي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق المالي.

إن تعظيم ثروة أصحاب المؤسسة مرتبط بالقيود المفروضة على المؤسسة والحدود المسموح بها للاستدانة من المؤسسات المالية عن طريق مجموعة من النسب الهيكلية، كما أن الأمر مرتبط أيضاً بأهداف المؤسسة، فإذا كانت هذه الأخيرة تبحث عن الاستقلالية المالية، من أجل المحافظة على سلطة المساهمين الرئيسيين الحاليين، فإنها ستعطي الأولوية للتمويل الذاتي ثم الديون، حتى لا تزيد من عدد المساهمين، أما إذا كانت المؤسسة تبحث عن المردودية المالية المثلى لأموالها الخاصة فإنها ستلجأ للمزيد من الاستدانة للاستفادة القصوى من الرفع المالي.

ويقوم مبدأ **أثر الرافعة المالية** على مبدأ بسيط، فهي نتاج المرونة المكافأة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة أي الديون، فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين، يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين، حيث يكون الحديث هنا عن أثر رافعة ايجابي، أما في الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين، ويصبح هنا أثر الرافعة سلبي.

¹ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 159

² عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 401

إذن يمكننا تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين.¹

وتحدد قدرة استنادة المؤسسة بنسب الهيكل وقدرة التسديد، فإذا كانت هذه النسبة ضعيفة فإنه على المؤسسة أن تبحث عن وسيلة أخرى غير الاستنادة، ولكل مؤسسة يوجد حجم أقصى للاستنادة والذي بعده تصبح الأخطار كبيرة، وعلى ذلك يصبح التوازن المالي للمؤسسة مهدد بسبب أي ظرف أو حادث تتعرض له. ومن الأهمية أن يشتمل الهيكل المالي على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول، وهنا يرى البعض أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية بشكل كبير، وعلى الديون بشكل محدود يضمن الأمان المالي للمؤسسة، إلا أنه لا يساعد على تحقيق مستوى رفيع من الربحية، وأن الحالة المعاكسة قد تؤدي إلى زيادة الربحية مع عدم تحقيق الأمان المالي نتيجة زيادة درجة المخاطر المالية.

وحتى يمكن تحقيق الأمان والحد من المخاطر المالية، يجب تحقيق معدل عائد على الأموال المستثمرة في الأصول يفوق معدل الفائدة التي يتم دفعها للدائنين، وإلا وقعت المؤسسة في دائرة الفشل المالي. إن اختيار مصدر التمويل لا يجب أن يؤخذ تبعاً لقيود التوازن المالي فقط، لكن يجب أيضاً أن نأخذ في الحسبان هدف المردودية، ذلك أن مصادر التمويل لها تأثيرات جد مختلفة على المردودية.²

هنا يجب على المدير أن يهتم بتأثير مصادر التمويل المستخدمة على قيمة المؤسسة على المدى الطويل والمتوسط، وهذا يتطلب اختيار المؤسسة لهيكل مالي مناسب، والذي يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها المؤسسة في تمويل موجوداتها، ونسبة كل عنصر فيه، مع الأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العائد والمخاطر الناجمين عن الهيكل المستهدف، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصدر التمويل منخفضة التكلفة، ومتوازنة مع العائد الذي يحققه والمتمثل في زيادة الربحية وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة. ولتحقيق هذا الهدف يجب المفاضلة بين هياكل التمويل البديلة المتاحة والاختيار بينها، وهذا يقتضي قياس العائد المتوقع والمخاطرة في ظل كل هيكل والعمل على تحقيق التوازن بينهما، كل هذا يؤدي بالمؤسسة إذا كان اختيارها مناسب إلى تعظيم قيمتها في السوق.

وبصفة عامة تتطوي سياسة أي مؤسسة بخصوص الهيكل المالي على تحقيق موائمة بين الخطر والعائد، فتزايد الاعتماد على الاقتراض في تمويل أنشطة المؤسسة يرفع من مستوى المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة ومن ثم حملة الأسهم فيما يؤدي من ناحية أخرى إلى ارتفاع معدلات العائد المتوقعة، وتؤدي مستويات الخطر الأعلى إلى انخفاض أسعار أسهم المؤسسة غير أن معدل العائد المتوقع الأعلى قد يرفع هذا السعر، وعلى ما سبق فإن الهيكل المالي الأمثل يجب أن يحقق الموازنة بين العائد والخطر بشكل يعظم من قيمة سهم المؤسسة³

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 267-268

² زغيب مليكة، غلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر

2006، ص 8

³ عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص 402

المبحث الخامس : تقييم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية

إنّ الاختلاف في مصادر تمويل المؤسسة سيؤدي إلى العديد من النتائج على أداء المؤسسة والتي من أهمها الوضع المالي للمؤسسة وبالتالي فإنّ اختيار الهيكل المالي وحده غير كاف وإنما يجب تقييمه من أجل الحكم عليه ويتم ذلك من خلال تحليل بمؤشرات التوازن وحساب نسب الهيكل المالية.

المطلب الأول: تقييم باستعمال مؤشرات التوازن المالي

أولاً: رأس المال العامل:

هو ذلك المؤشر للتوازن وهو عبارة عن نقطة عبور من مشاكل التوازن المالي على المدى الطويل إلى المدى القصير.¹

هو هامش الأمان الناتج عن فائض الأموال الدائمة على الأصول الثابتة، أي أنّه التّمويل الدائم الموجّه لدورة الاستغلال ويحسب بإحدى الطريقتين:

- من أعلى الميزانية:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول الثابتة}$$

- من أسفل الميزانية:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأصول المتداولة} - \text{الديون القصيرة الأجل}$$

وهناك ثلاث حالات لرأس المال:²

- ✓ رأس المال العامل أكبر من الصفر: هذا يعني زيادة في السيولة قصيرة الأجل على الالتزامات قصيرة الأجل، قدرة المؤسسة على التسديد، وهذا ما يحقق توازناً في الهيكل المالي للمؤسسة.
- ✓ رأس المال العامل يساوي الصفر: هذا يعني تغطي الأموال الدائمة الأصول الثابتة فقط، قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها في ميعاد استحقاقها.
- ✓ رأس المال العامل أقل من الصفر: هذا يعني الصعوبة في قدرة التسديد، وهذا ما يدل على عدم توازن الهيكل المالي للمؤسسة.

¹ Pierre Conso .Farouk Hemici. **Gestion Financière de l'entreprise**. 10e .Edition Dunod. Paris.2002.p 198
² Elie Cohen. **Analyse Financière** .4^e .Edition Economica .1997.p 275

إن الانتقادات الموجهة لرأس المال العامل كمؤشر على قدرة الوفاء تعود لاستحالة وجود علاقة واضحة بين مستوى رأس المال العامل وخطر الإفلاس، حيث أنه وجدت عدة مؤسسات قادرة على الوفاء مع رأس مال عامل سالب، والعكس بالنسبة لمؤسسات أخرى.

جدول 1-1 أسباب التغيرات في رأس المال العامل

Source Josette peyrard. Analyse financière. 8^e édition .p 129

عمليات تنقص من رأس المال العامل	عمليات ترفع من رأس المال العامل
<p>الرفع في الأصول الثابتة:</p> <ul style="list-style-type: none"> - الاستثمارات المادية - الاستثمارات المعنوية - الاستثمارات المالية <p>التخفيض في الأموال الدائمة:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ تخفيض الأموال الخاصة: - تخفيض رأس المال - توزيع جزء من الاحتياطات - الخسائر الاستغلال المتحققة <p>✓ تسديد الأموال المقرضة:</p> <ul style="list-style-type: none"> - الديون طويلة ومتوسطة الأجل - الديون الحالية لشركاء - شهادات مصرفية 	<p>الرفع في الأموال الدائمة:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ زيادة الأموال الخاصة - رفع رأس المال - تكوين الاحتياطات - إعانات الاستثمار <p>✓ زيادة القروض:</p> <ul style="list-style-type: none"> - إصدار شهادات مصرفية لأكثر من سنة - الحصول على ديون طويلة الأجل <p>تخفيض الأصول الثابتة:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ تنازل عن الاستثمارات

ثانيا: احتياجات رأس المال العامل

إن نشاط المؤسسة الاستغلالي عملية يستوجب منها توفير مجموعة من العناصر وهي المخزونات والقيم القابلة للتحقيق، وهذه العملية تولد مصادر قصيرة الأجل (متجددة) وهي الديون الممنوحة للموردين أو التسبيقات الممنوحة، هذه المصادر تمول جزءاً من الأصول المتداولة ويجب على المؤسسة أن تبحث عن جزء آخر مكمل وهو ما يسمّى باحتياجات رأس المال العامل.

بعبارة أخرى، المؤسسة في دورة نشاطها عليها أن تغطي مخزوناتها ومدينوها (احتياجات الدورة) بالديون قصيرة الأجل (موارد الدورة)، فإذا كان الفرق موجبا بين الطرفين فهو يعبر عن حاجة المؤسسة إلى موارد أخرى تزيد مدتها عن دورة واحدة، ومنه احتياجات رأس المال العامل هي تلك الاحتياجات التي لم تمول بموارد الدورة ذاتها.

نميز بين نوعين من احتياجات رأس المال العامل:

- ✓ احتياجات رأس المال العامل للاستغلال
- ✓ احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال

1- احتياجات رأس المال العامل للاستغلال:

تمثل احتياجات التمويل المتولدة عن دورة الاستغلال وبسبب حدوث فارق زمني بين احتياجات الاستغلال (مخزون + دائنون) وموارد الاستغلال (موردون)، حيث أن:

- احتياجات الاستغلال: تتمثل في احتياجات التمويل بفعل سرعة دوران دورة الاستغلال.
- موارد الاستغلال: تتمثل في موارد التمويل بفعل الديون المقدمة من الموردين.

ويظهر الجدول التالي موارد واحتياجات الاستغلال:

جدول رقم 1-2: موارد واحتياجات الاستغلال

موارد الاستغلال	احتياجات الاستغلال
<ul style="list-style-type: none"> - التسبيقات والدفعات المحصلة على الطلبات - ديون الاستغلال: <ul style="list-style-type: none"> • ديون الموردين • ديون جبائية • ديون أخرى - منتوجات مدفوعة مسبقا مرتبطة بالاستغلال 	<ul style="list-style-type: none"> - المخزونات (القيمة الإجمالية) - التسبيقات والدفعات المقدمة على الطلبات - الزبائن المدينة (القيمة الإجمالية) - مصاريف مدفوعة مسبقا مرتبطة بالاستغلال
BFR _{EX}	

Source: Pierre vernimmen, **Finance d'entreprise** 8^e édition. Dalloz. Paris.2010, p 73.

وتحسب بالعلاقة التالية:¹

$$BFR_{EX} = \text{قيم الاستغلال} + \text{قيم جاهزة} - \text{مجموع الديون قصيرة الأجل (غير السلفات المصرفية)}$$

$$BFR_{EX} = (\text{الأصول المتداولة} - \text{قيم جاهزة}) - (\text{مجموع الديون قصيرة الأجل} - \text{سلفات مصرفية})$$

$$BFR_{EX} = \text{احتياجات الاستغلال الدورية} - \text{موارد الاستغلال الدورية}$$

2- احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال:

تمثل احتياجات التمويل المتولدة عن دورة خارج الاستغلال وبسبب حدوث فارق زمني بين احتياجات خارج الاستغلال (دائنون آخرون) و موارد خارج الاستغلال (ديون متنوعة). ويظهر الجدول التالي الموارد والاحتياجات خارج الاستغلال:

¹ Pierre vernimmen, **Finance d'entreprise** 8^e édition. Dalloz. Paris.2010, p 73

جدول رقم 1-3: موارد واحتياجات خارج الاستغلال

الموارد خارج الاستغلال	الاحتياجات خارج الاستغلال
ديون متنوعة:	- ذمم مدينة متنوعة
- ديون على الاستثمارات	- أقساط مدفوعة
- ديون جبائية	- حسابات جارية للشركاء
- ديون أخرى خارج الاستغلال	- دائنون على بيع التثبيات
- منتجات مدفوعة مسبقا خارج الاستغلال	- مصاريف مدفوعة مسبقا خارج الاستغلال
BFR _{HEX}	

p 136. Josette Peyrard, Analyse financière, Op. Cit., Source

ويحسب بالعلاقة التالية:

$$BFR_{Hex} = \text{احتياجات خارج الاستغلال} - \text{مواد خارج الاستغلال الدورة}$$

$$BFR_{Hex} = \text{ذمم مدينة متنوعة} - \text{ديون متنوعة}$$

ومنه فإنّ احتياجات رأس المال الإجمالي:

$$BFR = BFR_{EX} + BFR_{HEX}$$

ثالثا: الخزينة:

تعرف خزينة المؤسسة على أنّها: " مجموعة الأموال التي بحوزتها خلال دورة الاستغلال، وهي تشمل صافي القيم الجاهزة، أي ما تستطيع التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة خلال دورة الاستغلال ". ويمكن تعريفها على أنّها: " رصيد النقدية الناشئ من التدفقات النقدية الخارجة والدّاخلية من وإلى المؤسسة، وهي تعطي وضعية السيولة ". وتحسب وفق طريقتين:¹

- الطريقة الأولى:

$$\text{الخزينة} = \text{القيم الجاهزة} - \text{السلفات المصرفية}$$

- الطريقة الثانية:

$$\text{الخزينة} = \text{رأس المال العامل} - \text{احتياجات رأس المال العامل}$$

- $0 < TR \leftarrow FR < BFR$ ، أي أنّ الموارد الدائمة تفوق الأصول الثابتة، يوجد فائض مكانه في شكل سيولة، وهذا يعني أنّ المؤسسة تتجمّد جزءاً من أموالها وهذا ما يطرح مشكلة الربحية، وبالتالي عليها الموازنة بينهما.

- $TR > 0 > FR > BFR$ ، هي الوضعية التي تكون فيها المؤسسة بحاجة إلى موارد مالية لتغطية الاحتياجات المتزايدة من أجل استمرار النشاط وهي حالة عجز، وهذا ما يطرح مشكلة الخطر التي تتمثل في تكاليف إضافية للمؤسسة، لهذا على المؤسسة أن تحصل حقوقها أو تطلب قروضا.
- $TR = 0 = FR = BFR$ ، هي الحالة المثلى للخزينة، وهذا يعني أنّ المؤسسة محافظة على وضعيتها المالية، ولكن هذا من الصعب الوصول إليه على المدى القصير جدا.

الجدول رقم 1-4: تشكيل رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة

مواد مستقرة (ثابتة)	FR	استخدامات مستقرة
	BFR	متاحات
ديون متداولة		أصول متداولة إجمالية
		TR

Pierre vernimmen, Finance d'entreprise, , Op.Cit, p 75.:Source

وفيما يلي تلخيص الحالات المختلفة: **FR, BFR, TR**

3	2	1									
<table border="1"> <tr> <td>-FR</td> <td rowspan="2">TR-</td> </tr> <tr> <td>BFR+</td> </tr> </table>	-FR	TR-	BFR+	<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">BFR+</td> <td>FR+</td> </tr> <tr> <td>TR-</td> </tr> </table>	BFR+	FR+	TR-	<table border="1"> <tr> <td>BFR+</td> <td rowspan="2">FR+</td> </tr> <tr> <td>TR+</td> </tr> </table>	BFR+	FR+	TR+
-FR	TR-										
BFR+											
BFR+	FR+										
	TR-										
BFR+	FR+										
TR+											
6	5	4									
<table border="1"> <tr> <td>FR-</td> <td rowspan="2">BFR-</td> </tr> <tr> <td>TR-</td> </tr> </table>	FR-	BFR-	TR-	<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">FR-</td> <td>BFR-</td> </tr> <tr> <td>TR-</td> </tr> </table>	FR-	BFR-	TR-	<table border="1"> <tr> <td rowspan="2">TR+</td> <td>FR+</td> </tr> <tr> <td>BFR-</td> </tr> </table>	TR+	FR+	BFR-
FR-	BFR-										
TR-											
FR-	BFR-										
	TR-										
TR+	FR+										
	BFR-										

- في الحالة الأولى: إنّ رأس المال العامل يمول كليا دورة الاستغلال ويسمح بتوليد خزينة موجبة هناك فائض في السيولة، وبالتالي المؤسسة في حالة جيّدة مع ضرورة تسيير أحسن للخزينة، أي عدم تجميد السيولة وموازنتها مع الربحية.
- في الحالة الثانية: إنّ المؤسسة لديها رأسمال عامل موجب لكنّه غير كاف، ممّا يولد خزينة سالبة، وهنا احتياجات رأس المال العامل تمّول بالموارد الدائمة والسحب على المكشوف.

- **في الحالة الثالثة:** المؤسسة لديها رأسمال عامل سالب واحتياج رأسمال عامل موجبة، وفي هذه الحالة تتولد خزينة سالبة تمول كليا الأصول الثابتة ودورة الاستغلال، هذه الوضعية سيئة بالنسبة للمؤسسة إذا لم تكن مؤقتة وعرضية، فالمؤسسة غير متوازنة ماليا.
- **في الحالة الرابعة:** المؤسسة لديها رأسمال عامل موجب، واحتياج رأسمال سالب، في هذه الحالة تكون الخزينة موجبة، وبالتالي وضعية مالية جيدة، مع التسيير الجيد لهذا الفائض في الخزينة.
- **في الحالة الخامسة:** المؤسسة لديها رأسمال عامل سالب لكنه أكبر من حيث القيمة المطلقة للاحتياج في رأس المال العامل السالب، وبالتالي فالخزينة تكون سالبة، والاحتياج يولد موارد تسمح بتمويل جزء من الأصول الثابتة والجزء الآخر يمول بالسحب على المكشوف. التبعية المالية كبيرة والهيكال المالي ينبغي إعادة النظر فيه.
- **في الحالة السادسة:** المؤسسة لديها رأسمال عامل سالب لكنه أصغر من حيث القيمة المطلقة من احتياج رأس المال، فإن الخزينة تكون سالبة، احتياجات رأس المال العامل تمول جزء من الأصول الثابتة، إعادة النظر في تعزيز أو تدعيم الموارد المستقرة.
- كيف يمكن تحسين وضع عدم التوازن؟

الجدول رقم 1-5: تحسين وضع عدم التوازن

رفع رأس المال العامل	تخفيض احتياجات رأس المال العامل
- رفع من الأموال الخاصة:	- تخفيض حجم المخزون والذمم المدينة
• رفع من رأس المال	- الرفع من حجم الديون:
• جلب قروض جديدة	• الرفع في معدل دوران المخزون
• البحث عن موارد جديدة مستقرة	• الرفع من معدل دوران العملاء
- تخفيض من الأصول الثابتة:	• الرفع في معدل دوران الموردين
• تنازل عن تثبيات مادية	
• تنازل عن التثبيات المالية	
- تخفيض من سياسات البحث والتطوير	

.7 Pierre vernimmen, Finance d'entreprise, Op.Cit, p 7:Source

المطلب الثاني: التقييم باستعمال نسب الهيكلية المالية

أولاً: تعريف نسب الهيكلية المالية:

هي النسب التي تساعد في دراسة الهيكل المالي للمؤسسة والموضوعة لكل جانب من جوانب قائمة المركز المالي، وهذه النسب تظهر التوزيع النسبي لعناصر الأصول وكذلك الأمر بالنسبة لعناصر الخصوم،

ويمكننا وضع هذه النسب لعناصر من جانب الأصول وعناصر من جانب الخصوم وتعتبر هذه النسب أكثر دلالة لأغراض دراسة الهيكل المالي للمؤسسة. وتساعد نسب الهيكلية إدارة المؤسسة على دراسة الهيكل المالي لها وذلك من خلال تسليط الضوء على النقطتين التاليتين:

- 1- التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية.
- 2- كفاءة استثمار الأموال الموضوعة تحت تصرف المؤسسة بشكل سليم.

ثانياً: أنواع نسب الهيكلية المالية

وأهم النسب التي تساعد على دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة هي:

1- نسبة التمويل الخارجي للأصول:

تظهر هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي واتجاه هذه النسبة للارتفاع يعني تزايد الاعتماد على التمويل الخارجي وبالتالي ازدياد عبء الفوائد، وفي هذه الحالة يجب أن تكون المنافع المتحصل عليها أكبر من الفوائد المذكورة، ومع ذلك فإن ارتفاع هذه النسب بشكل يزيد عن 50% يعتبر مؤشراً سلبياً لأنه يفقد المؤسسة استقلالها المالي.

وتحسب وفق العلاقة التالية:¹

$$\text{نسبة التمويل الخارجي} = 100 \times \frac{\text{الديون الطويلة الأجل + الديون القصيرة الأجل}}{\text{مجموع الأصول}}$$

2- نسبة التمويل الداخلي للأصول:

وتظهر هذه النسبة التمويل الداخلي (الذاتي للأصول) وارتفاع هذه النسبة مؤشر إيجابي على وضع المؤسسة المالي، إلا أنه لا يكون في مصلحتها دائماً وخاصة إذا كانت ربحية الأموال الخاصة أكبر من مبلغ الفائدة المدفوع على القروض (وهو الوضع الطبيعي للاستثمار الاقتصادي)، بكلمة أخرى نقول لا بد من وجود تمويل خارجي لأنه سوف يساعد على رفع ربحية الأموال الخاصة (حقوق الملكية) ولكن في حدود لا يؤثر فيها على الاستقلال المالي للمؤسسة أي لا بدّ من وجود توازن بين الوجهتين بحيث يمكن الاستفادة من الأموال المقترضة من مصادر خارجية مع تقليص أعباء الدين (الفوائد).

وتحسب وفق العلاقة التالية:²

$$\text{نسبة التمويل الداخلي للأصول} = 100 \times \frac{\text{رأس المال + الأرباح المحتجزة}}{\text{مجموع الأصول}}$$

1 منير شاكر، اسماعيل اسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي: مدخل صناعات القرار، طبعة 2، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص 55
2 منير شاكر، اسماعيل اسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي: مدخل صناعات القرار، ص 55

3- نسبة تغطية الديون طويلة الأجل:

إنّ فلسفة التوازن المالي تعني أنّ الأصول الثابتة يجب أن تمول بالأموال الدائمة وذلك استناداً إلى هدف الاستخدام الطويل الأجل للأصول الثابتة وبالتالي لا يمكن أن يتم تمويلها بأموال قصيرة الأجل لأنّ ذلك سوف يسبب إشكالاً مالياً للمؤسسة عند استحقاق الدين القصير الأجل، وكذلك يجب أن تمول الأصول المتداولة بالديون قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) وبالتالي فإنّ الأصول الثابتة تعتبر المصدر الأخير لتسديد الديون طويلة الأجل، على اعتبار أنّ الأصول المتداولة هي المعنية بتسديد الديون قصيرة الأجل. وتُحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة تغطية الديون طويلة الأجل} = 100 \times \frac{\text{صافي الأصول الثابتة}}{\text{الديون الطويلة الأجل}}$$

وارتفاع هذه النسبة يعتبر مؤشراً إيجابياً ودليل اعتماد الأصول الثابتة في تمويلها على التمويل الداخلي (الذاتي) وانخفاضها عن الواحد مؤشّر سلبي في عمليات التمويل في المؤسسة، وإذا كانت مساوية للواحد فهذا يعني أنّ كلّ الأصول الثابتة ممولة بديون طويلة الأجل ولا يعتبر مؤشراً إيجابياً.

4- نسبة المديونية الكاملة:

وتظهر هذه النسبة المديونية الكاملة للمؤسسة وهي تقيس إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة ويقدر ما تكون هذه النسبة منخفضة يعتبر وضع المؤسسة إيجابياً ويجب ألا تتجاوز هذه النسبة الواحد، حيث يُعتبر ذلك مؤشراً سلبياً ويفقدها استقلالها المالي وإذا كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أنّ إجمالي الديون يساوي الأموال الخاصة، وقد لا يكون ذلك من حيث المبدأ إيجابياً. وتُحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية الكاملة} = 100 \times \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{الأموال الخاصة (حقوق الملكية)}}$$

5- نسبة المديونية قصيرة الأجل:

تدرس هذه النسبة العلاقة بين الخصوم المتداولة والأموال الخاصة، وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان ذلك أفضل للدائنين نظراً لزيادة ضمان ديونهم ولا يجوز أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد في أي حال من الأحوال لأنه لا يجوز أن يتحمل الدائنون مخاطر أكثر من التي يجب أن يتحملها أصحاب المؤسسة، وتُحسب وفق العلاقة التالية:¹

$$\text{نسبة المديونية قصيرة الأجل} = 100 \times \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{الأموال الخاصة (حقوق الملكية)}}$$

1 عبد الحليم كراجه، علي رابعة، ياسر السكران، موسى مطر، الإدارة والتحليل المالي: أسس مفاهيم، تطبيقات، طبعة 2، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 201

6- نسبة المديونية طويلة الأجل:

تُظهر هذه النسبة العلاقة بين الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة وكلّما كانت هذه النسبة منخفضة كان وضع المؤسسة المالي أفضل وإذا تجاوزت الواحد فإنّ ذلك يعني أنّ الديون طويلة الأجل أكبر من الأموال الخاصة وهذا وضع خطير على المؤسسة والأفضل ألاّ تزيد هذه النسبة عن 50%.¹ وتُحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية طويلة الأجل} = 100 \times \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{الأموال الخاصة (حقوق الملكية)}}$$

7- نسبة تمويل الأصول الثابتة:

الأموال الدائمة تضم الأموال الخاصة (رأس المال + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة) + الديون طويلة الأجل وتعود هذه النسبة إلى فلسفة التوازن المالي التي ذكرناها سابقاً والقائلة بضرورة تمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة أي ذات الاستحقاق الطويل الأجل. وتُحسب وفق العلاقة التالية:²

$$\text{نسبة تمويل الأصول الثابتة} = 100 \times \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{صافي الأصول الثابتة}}$$

- ✓ فإذا كانت النسبة أقل من الواحد فهذا يعني أنّ جزءاً من الأصول الثابتة ممولّ بديون قصيرة الأجل وهذا مؤشّر سلبي خطير على المنشأة.
- ✓ أمّا إذا كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أنّ كلّ الأصول الثابتة ممولة تماماً من الأموال الدائمة وبالتالي لا يوجد ما يسمّى برأس المال العامل الصافي في المنشأة وهذا مؤشّر سلبي أيضاً.
- ✓ أمّا إذا كانت النسبة أكبر من الواحد فهذا يشير إلى رأس المال العامل الصافي بشكل نسبة.

8- نسبة تمويل الأصول المتداولة:

بالعودة إلى قاعدة التوازن المالي نقول أنّ مصدر تمويل الأصول المتداولة هو الخصوم المتداولة ورأس المال العامل الصافي وانخفاض هذه النسبة يعني ارتفاع رأس المال العامل الصافي والعكس صحيح. وتُحسب بالعلاقة التالية:

2 منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء: مدخل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 169
3 منير شاكر، اسماعيل اسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي: مدخل صناعات القرار، ص 60

$$\text{نسبة تمويل الأصول المتداولة} = 100 \times \frac{\text{العصوم المتداولة}}{\text{الأصول المتداولة}}$$

إذا ارتفعت هذه النسبة عن الواحد يعتبر مؤشراً سلبياً لأن ذلك يعني أنّ جزءاً من الأصول الثابتة ممولّ بديون قصيرة الأجل وهذا غير مقبول، ويمكننا حساب هذه النسبة على الشكل التالي:

$$\text{النسبة} = 100 \times \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{العصوم المتداولة}}$$

تشير هذه النسبة إلى رأس المال العامل الصافي على شكل نسبة ويجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد.

9- نسبة التمويل الدائم:

تعبّر عن رأس المال العامل في شكل نسبة، وتقدّم هذه النسبة الكيفية التي قامت المؤسسة بتمويل أصولها الثابتة، حيث كلّما قلت النسبة عن الواحد تعكس هشاشة الهيكل المالية، حيث تجيز تمويل استخداماتها الثابتة بديون قصيرة الأجل وهذا ما من شأنه أن يخرق قاعدة التوازن المالي الأدنى. أمّا إذا كانت النسبة أكبر من الواحد تدلّ على وجود رأسمال عامل موجب يغطّي احتياجات الاستغلال. وتحسب وفق العلاقة التالية:¹

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

10- نسبة التمويل الذاتي:

تعطينا مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الذاتي} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

- إذا كانت هذه النسبة مساوية للواحد فإنّ رأس المال العامل الخاص مساوٍ للصفر ويبقى ذلك أنّ الأصول الثابتة مغطّاة بالأموال الخاصة، أمّا الديون الطويلة -إن وجدت- فهي تغطّي الأصول المتداولة ويكون رأس المال العامل الصافي أكبر من الواحد.

- إذا كانت النسبة أكبر من الواحد يعني أنّ المؤسسة تمولّ قيمتها الذاتية بأموالها الخاصة وهناك فائض من هذه الأموال بالإضافة إلى ديون طويلة لتمويل الأصول المتداولة. وهذا ما ليس مفيداً للمؤسسة لأنّ الديون طويلة الأجل عليها فوائد والأصول المتداولة ليس لها فوائد.

¹ Pierre Conso .Farouk Hemici. **Gestion Financière de l'entreprise**. Op. Cit. p 204

11- نسب الاستقلالية المالية:

من الطبيعي أنّ استقلالية المؤسسة ترتبط بمديونيتها، إذن ففي هذه النسبة يجب مقارنة الأموال الخاصة بالأموال الأجنبية، وتحسب وفق العلاقة التالية:¹

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$
$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}} =$$

- يجب أن تكون النسبة الأولى بين القيمة 1 و 2 ، فإذا تساوت مع العدد 2 أو ازدادت عنه فهذا يعني أنّ الأموال الخاصة تساوي ضعف الديون أو أكثر مما يجعل لها قدرة كافية للتسديد أو الاقتراض، أمّا إذا كانت تساوي الواحد أو أقل فهذا يعني تساوي الطرفين ويجعل المؤسسة في وضعية مشبّعة بالديون.

- بينما النسبة الثانية فلا يجب أن تنخفض عن 0.5، أي يجب ألاّ تمثل الأموال الخاصة أقل من 50% من الديون.

12- نسبة قابلة التسديد:

تقيس مدى قابلية المؤسسة للوفاء بديونها و تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة قابلية التسديد} = \frac{\text{الديون الطويلة و المعوّضة الأجل}}{\text{طاقة التمويل الأّاني}}$$

- المعيار المستعمل هو 2.5 فكلما كانت هذه النسبة أقل من 2.5 كلّما زادت الديون طويلة الأجل. فالنشاط يولّد موارد كافية للتسديد السريع، أي المؤسسة تتمتع بنسبة على التسديد معتبرة، أمّا إذا كانت أكبر من 2.5 ليس لها هامش حركة كبير والتسديد يستهلك كلّ أو جزء كبير من طاقة المؤسسة على التمويل الذاتي.

لأجل تقديم أوسع للهيكل التمويلي للمشروع يجب استخراج العناصر المكوّنة للهيكل التمويلي، لبيان حصّة كلّ عنصر لهذه العناصر في مكوّنات الهيكل التمويلي، لإعطاء صورة أكثر وضوحاً عن مصادر التمويل:²

$$\text{الوزن النسبي لرأس المال} = \frac{\text{رأس المال}}{\text{مصادر التمويل (الخصوم)}} \times 100$$
$$\text{الوزن النسبي للاحتياطات} = \frac{\text{الاحتياطات}}{\text{مصادر التمويل (الخصوم)}} \times 100$$
$$\text{الوزن النسبي للأرباح المحتجزة} = \frac{\text{الأرباح المحتجزة}}{\text{مصادر التمويل (الخصوم)}} \times 100$$

¹ Pierre Conso .Farouk Hemici. **Gestion Financière de l'entreprise**. p 224

¹ وليد ناجي الحياي، **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي**، مرجع سبق ذكره، ص 30

$$- \text{الوزن النسبي للالتزامات قصيرة الأجل} = \frac{\text{الالتزامات قصيرة الأجل}}{\text{مصادر التمويل (الخصوم)}} \times 100$$

$$- \text{الوزن النسبي للالتزامات طويلة الأجل} = \frac{\text{الالتزامات طويلة الأجل}}{\text{مصادر التمويل (الخصوم)}} \times 100$$

وللتأكد من فعالية استخدام مصادر التمويل يمكن اشتقاق نسبة أخرى تبين مقدار الأداء الأولي لاستثمار التمويل بواسطة المعادلة التالية:

$$\text{معدل الأداء الأولي} = \frac{\text{الاحتياطات والأرباح المحتجزة}}{\text{رأس المال}} \times 100$$

المطلب الثالث: تقويم الهيكل المالي للمؤسسة:

التطرق إلى عملية تركيب الهيكل المالي للمؤسسة، نخلص إلى نتيجة مفادها الحكم على حالته، ويتلخص هذا الحكم في ثلاث حالات رئيسية ممكنة وهي كالتالي:

- إما أن تكون وضعية الهيكل المالي أقل من النسبة المستهدفة، وجود خلل في الهيكل المالي.
 - إما أن تكون وضعية الهيكل المالي مساوية للنسبة المستهدفة، هيكل مالي مناسب.
 - إما أن تكون وضعية الهيكل المالي تجاوزت النسبة المستهدفة، وهنا يجب إعادته إلى الوضع الطبيعي.
- في حال قضي تقييم تركيب الهيكل التمويلي للمؤسسة بعدم أمثلته، نقوم باتخاذ بعض الإجراءات التصحيحية من أجل السير به نحو الأمثل، وتتمحور هذه الإجراءات في أربعة أساليب ممكنة وهي كالتالي:
- إعادة هيكلة تركيب الهيكل المالي وذلك باستخدام أموال ملكية جديدة من أجل تخفيض نسبة الاستدانة، وهذا في حالة ارتفاعها أو اللجوء إلى أموال الاستدانة من أجل تخفيض نسبة أموال الملكية في حالة كون نسبة الاستدانة منخفضة.

- التنازل عن الاستثمارات، يعتمد هذا الأسلوب على التنازل عن الاستثمارات غير المستخدمة أو غير الضرورية، واستخدام الأموال المتحصّل عليها من هذه العملية، إما في استرجاع الأموال المقترضة إذا كان الهدف هو تخفيض نسبة الأموال المقترضة، أو استخدامها في تخفيض أموال.

- تمويل الاستثمارات الجديدة وانتقاء مصادر التمويل بالنسبة للاستثمارات الجديدة وذلك بمراعاة تحقيق نسبة الاستدانة المثلى.

- تمتلك المؤسسة طريقة أخرى لتصحيح هيكلها التمويلي، وذلك عن طريق المس بتوزيعات الأرباح على المساهمين، وذلك بمراعاة تحقيق نسبة الاستدانة المثلى.

بالإضافة إلى أساليب تصحيح خلل الهيكل التمويلي المذكورة أعلاه، على المؤسسة الرّغبة في السير نحو تحقيق هيكل مالي مناسب أن تحرص على التّحجيم من الاحتياجات المالية لدورتها الاستغلالية.

خلاصة الفصل الأول :

اختلف أغلب المفكرين الاقتصاديين في إعطاء تعريف موحد للمؤسسة، ليس لاختلافهم الفكري أو المذهبي فحسب بل يرجع ذلك لتعدد طبيعة هذا الكيان الاقتصادي، وكذا تموقع المؤسسة في بيئة أكثر تعقيدا، وعليه فقد نظر كل مفكر إلى المؤسسة بوجهة نظر مختلفة، لكن تبقى المؤسسة الاقتصادية دائما هي المكان الوحيد الذي يعمل على خلق الثروة.

فهناك من عرفها على أنها وحدة إنتاجية، وهناك من اعتبرها وحدة لتكوين وتوزيع المداخل، وتعريف آخر يركز على أنها مجموعة بشرية متوافقة في تحقيق أهدافها وذهب آخرون لاعتبارها مركز لاتخاذ القرارات الاقتصادية والمالية، ويعتبر المنظور الأكثر وسطية وتوافقا هو المنظور النظامي الذي عرف المؤسسة على أنها مجموعة من العناصر المتفاعلة فيما بينها لتحقيق هدف محدد، ومن بين هذه العناصر النظام الفرعي المالي والذي يسعى لتسيير مختلف الحركات المالية من تمويل البحث عن الإيرادات بأقل تكلفة وتسيير النفقات وتوجيهها لبلوغ الهدف العام للمؤسسة المتمثل في تحقيق البقاء والنمو والاندماج، وهنا يأتي دور تسيير الإدارة المالية وهي جزء أو قسم من تكوين المؤسسة وأكملت لها مهمة تحقيق الأهداف المرتبطة بالمالية والتمويل والحماية من المخاطر المالية الداخلية والخارجية، ويمكن تلخيص نشاط هذا القسم الخاص بالإدارة المالية والتمويل داخل المؤسسة في تحقيق الأهداف التالية:

- ضمان التمويل لمختلف نشاطات المؤسسة
- التخطيط المالي وإعداد الميزانيات المالية والتقديرية والتحليلية.
- مراقبة التدفقات النقدية والمالية وإدارتها وتسييرها بما يتوافق مع قواعد التوازن المالي.

تتعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية حيث يمكن تصنيف مجمل هذه المصادر إلى صنفين أساسيين، هما التمويل عن طريق أموال الملكية والتمويل عن طريق أموال الاستدانة، ولقد لاحظنا أن كل صنف منهما ينقسم بدوره إلى أنواع فرعية، حيث من بين أهم أشكال أموال الملكية نجد التمويل الذاتي والتمويل عن طريق أدوات الملكية أي الأسهم العادية والممتازة، ونظرا لعدم كفاية أموال الملكية في أغلب الأحيان على تغطية كامل الاحتياجات المالية للمؤسسة، فإنه باستطاعة المؤسسة اللجوء إلى مصدر تمويلي آخر يتمثل في التمويل عن طريق أدوات الدين أو أموال الاستدانة وهي تأخذ أشكالا عديدة أهمها قروض السندات، القروض البنكية إضافة إلى التمويل عن طريق الاستئجار التمويلي، ومن خلال موضوع هذه الدراسة ركزنا عن التمويل من خلال أدوات الدين وأدوات الملكية، أي دخول المؤسسة الاقتصادية لبورصة الأوراق المالية من أجل التمويل وهذا ما سنتكلم عليه خلال الفصل الثاني.



الفصل الثاني

الجوانب النظرية
والفنية لأسواق الأوراق
المالية



الفصل الثاني:

الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية

تمهيد:

- المبحث الأول: المفهوم العام للأسواق المالية والجانب التقني في تسيير البورصات.
- المبحث الثاني: السندات (أدوات الدين).
- المبحث الثالث: الأسهم (أدوات الملكية).
- المبحث الرابع: الأدوات الاستثمارية الحديثة (الابتكارات المالية).
- المبحث الخامس: المحفظة المالية الاستثمارية.
- خلاصة الفصل الثاني

تمهيد الفصل الثاني:

تعتبر البورصة من أهم الأجهزة أو مكونات الأسواق المالية، وذلك من خلال ما تقوم به فيما يخص تأمين السيولة، وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية، فتتمد المؤسسات الاقتصادية بالموارد المالية للاستثمار في النشاط الإنتاجي من أجل التوسع، أو إضافة وحدات إنتاجية جديدة، وعن طريق بورصة الأوراق المالية تتمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بنفقاتها المتزايدة، وتمويل أهداف التنمية.

كما تعتبر سوق الأوراق المالية أداة هامة لتقييم الشركات والمؤسسات، حيث أن الشركات المدرجة في البورصة تصبح محل تمحيص ومراقبة من طرف المستثمرين والجمهور الراغب في الاستثمار ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل انطلاقاً من مستويات الإقبال على طلب شراء أسهمها، وهو ما يدفع بهذه المؤسسات الاقتصادية المدرجة بها إلى السعي المستمر لتحسين مراكزها المالية خوفاً من أن تهبط أسعار أسهمها أو سنداتها.

ومن أجل ما سبق قسمنا هذا الفصل الموسوم ب: الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية والبورصات للمباحث في النقاط التالية:

- المفهوم العام للأسواق المالية والجانب التقني في تسيير البورصات
- أدوات الدين (السندات)
- أدوات الملكية (الأسهم)
- الأدوات المالية الاستثمارية الحديثة (الابتكارات المالية)
- المحفظة المالية الاستثمارية.

المبحث الأول : المفهوم العام للأسواق المالية والجانب التقني في تسيير البورصات

تشمل أسواق المال كلا من المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية ،حيث يوجد في كل المجتمعات أصحاب الفوائض من السيولة ،ويوجد في المقابل أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار ،لذا فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز ،وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية ،نظرا لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين . وللتعرف أكثر على سوق الأوراق المالية وباعتباره كغيره من الأسواق نحاول من خلال هذا المبحث معرفة مكانته من بين التصنيفات المختلفة للأسواق كما سنتطرق لخصائصه ووظائفه وكذلك لتنظيم سوق الأوراق المالية .

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية (البورصة)

قبل التطرق إلى بورصة الأوراق المالية ،ارتأينا أنه من الأجدر التطرق إلى السوق المالية عموما قبل الوصول إلى بورصة الأوراق المالية ،على اعتبار أن هذه الأخيرة تدخل ضمن الأسواق المالية . يطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية ،كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفراده ومؤسساته وقطاعاته ،وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد وإنما في معاملات محددة وهكذا يمكن القول أن السوق المالية تشتمل على البنك المركزي ،والبنوك التجارية ،وشركات التأمين وشركات الاستثمار المالي ،والمؤسسات المالية ،وبورصات الأوراق المالية ،وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية¹ .

الفرع الأول :تعريف للأسواق المالية هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) ،حيث تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة ،وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي ،أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج ،إذن فالوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل استخداماتها (الاستثمارات) .

وتشمل أسواق المال على كل من :المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية ،والأدوات المالية ،حيث أنه يوجد في كل مجتمع وحدات (أفراد، شركات ،ومنظمات حكومية) لديها فائض ولكنها لا تستطيع استثمارها بنفسها ،لعدم وجود ملكة الاستثمار أو عدم وجود الوقت والجهد الكافيين للاستثمار ، وفي المقابل هناك وحدات تستطيع الاستثمار ولكن يعوزها المال ،لذلك فإن الأسواق المالية تساعد على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز ،من خلال المنشآت المالية والمؤسسات الاقتصادية والأدوات المالية ،وذلك لصعوبة انتقال الأموال بين الطرفين ،لكل أو بعض الأسباب التالية :

- عدم معرفة كل طرف للآخر

- عدم وجود ثقة بين الطرفين

¹ حريزي رابع ، البورصة والأدوات محل التداول فيها ،دار بلقيس للنشر ،الدار البيضاء الجزائر ،2015 ، ص 20

- الاختلاف حول سعر الأموال
 - الاختلاف حول آجال استحقاق الأموال
 - الاختلاف حول درجة المخاطرة في الاستثمار
- وتنقسم الأسواق المالية إلى نوعين :

أولاً : أسواق النقد

وتنتقل فيها الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية مثل: الودائع، القروض، وأذونات الخزنة، وشهادات الإيداع القابلة للتداول، القبولات المصرفية، الأوراق التجارية وغيرها ومن أهم المنشآت المالية التي تعمل في أسواق النقد البنك المركزي والبنوك التجارية .

- **تعريف السوق النقدية :** هو الشق الأول للسوق المالية، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق .

وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية، تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون خسائر نظراً لضمان عملية السداد .

وتتميز السوق النقدية المميزات التالية:¹

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.
- تتميز بقدرتها بتجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل .
- تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية .

ثانياً: أسواق رأس المال (أسواق الأوراق المالية)

وهي البورصات أو هي أسواق تداول الأوراق المالية "Stock Exchange bourse"، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات والمدخرين إلى الشركات المستثمرة، من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات .

كما تعريفها بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين الباعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول².

¹ F.LEROUX. Marchés internationaux des capitaux .2eme édition .1995.p3

² مقدمة عن أسواق الأوراق المالية، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني للمعهد العربي للتخطيط بالكويت /وفق الرابط : http://www.arab_anp.org/course9/c9_1.htm، تاريخ التصفح: 2016/09/28

تعريف سوق الأوراق المالية : هناك عدة تعريف لسوق الأوراق المالية نذكر منها

تعريف (1): سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسارة محترفين ومؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها على كل نوع.¹

تعريف (2): سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية طويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها.

تعريف (3): تعرف سوق الأوراق المالية بأنها "الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول " كما تعرف "شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي"²

تعريف (4): عرفها المشرع الجزائري بأنها "إطار تنظيم وسير العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم"³

من خلال المفاهيم السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي :

" سوق الأوراق المالية سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهم وسندات والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم فإنه يتكون من عدد من التجار والسمسارة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة .

كما عرفت أيضا بأنها سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة، وهي بذلك توفر المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسمسارة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات والمعاملات بيعا وشراء بسهولة وسرعة ويسر، حيث أن فاعلية البورصة تقاس بعدة مقاييس أهمها :

- مقاييس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات
- مقاييس الدقة والصحة وعدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر.
- مقاييس الفعالية في رصد وتسجيل ونشر وإتاحة البيانات والمعلومات بشكل فوري سريع.

فالبورصات مثلها مثل أي مؤسسة إذا لم تحقق أهدافها أو تعمل على مواكبة التغييرات والمستجدات الحياتية في أساليب التعامل وتطور أشكاله وتعدد أنواعه، فإنها فقدت مبررات وأسباب وجودها واستمرارها، ويصبح من المنطقي اختفاؤها أو تكميش الدور الذي تمارسه وتقوم به.⁴

¹ محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، ص 272

² ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998، ص 6

³ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 12/05/1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 34/93

⁴ حريزي رابع، مرجع سبق ذكره، ص 24

الفرع الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية بدرها إلى ¹:

أولاً: أسواق أولية ويدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية .

ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع ويتبع الخطوات التالية:²

- مصرف الاستثمار: وهو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرف الاستثمار والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين، وتظهر وظائفه في:

* النصح والمشورة، نظراً للخبرة وما يتوافر لديه من كفاءات.

* الاكتتاب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.

* التسويق، وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمستثمرين، ولا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة، والتي تتأكد من توفر الشروط القانونية....

ثانياً: الأسواق الثانوية وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الورقة المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية، ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين :

أ/ **أسواق منظمة**: وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجرى التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركات، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام... الخ.

ب/ **الأسواق غير منظمة**: وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض بالطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.

ويتواجد داخل السوق غير منظمة نوعان من الأسواق:

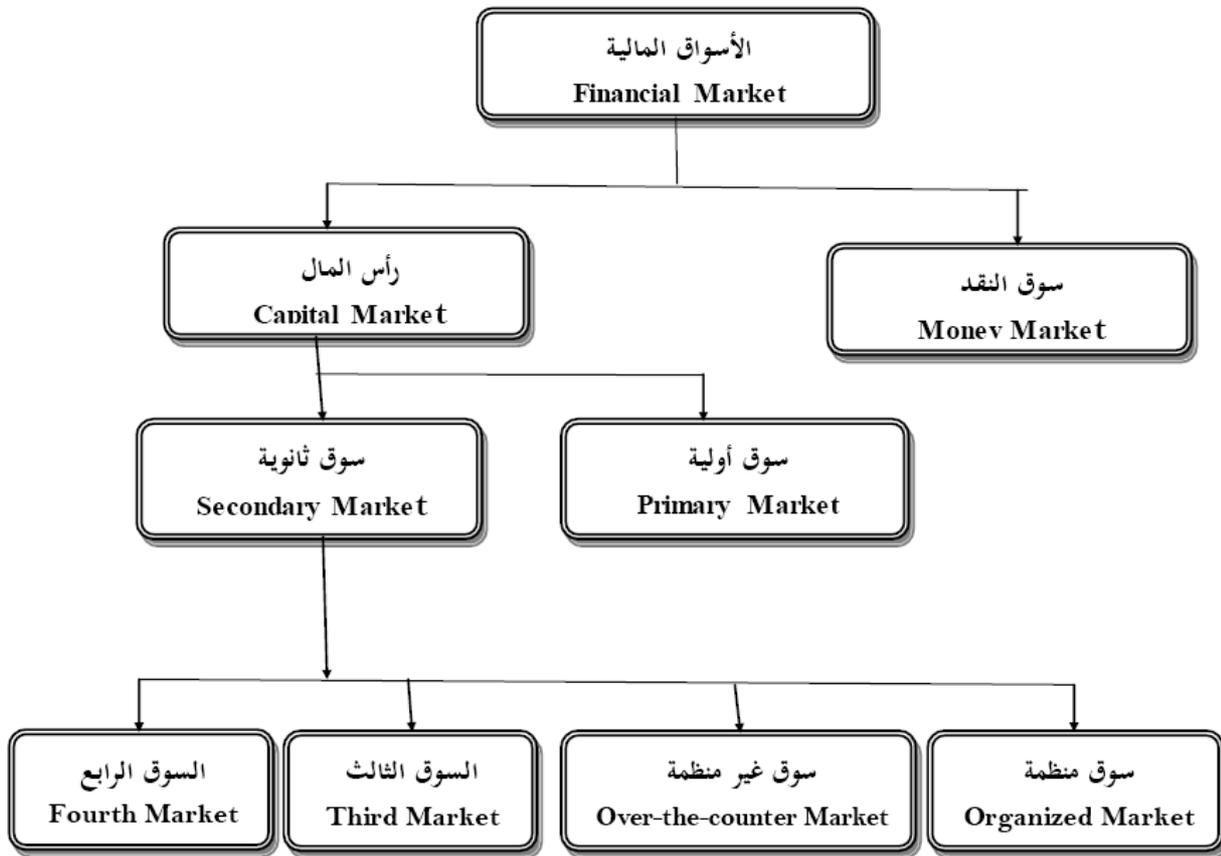
¹ أحمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 11_7

² عبيد سعيد توفيق، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص 70

ج/ السوق الثالث: وهو جزء من السوق غير منظمة ،حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة ،والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة ،وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها ،وكذلك سرعة تنفيذها ،كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

د/ السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين ،دون الحاجة إلى السماسرة أو تجار الأوراق المالية ،ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة ،وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة ،وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم .

شكل 1-2 يوضح أنواع الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالب بناء على المعلومات السابقة

المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية (البورصة)

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق، كما تؤدي عدة وظائف .

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقى الأسواق المالية الأخرى نذكر منها ¹:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقى الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استغادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

وكذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية، وهى:

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً .
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن إهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

¹ جمال الجويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002، ص 56

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

وجدت سوق الأوراق المالية من أجل الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، ولم تقتصر على هذه المهمة بل تعددت وظائفها إلى :

- **إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحرّة:** تعتبر سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة، يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية، طلباً للربح أو تغيير للاستثمار، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسجيل أصوله المادية ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال، ويتحقق في هذه السوق المنافسة الحرة حيث يتحدد فيها الأسعار وفقاً لقانون العرض والطلب، وتكون الأسواق حرة ومفتوحة لجميع المستثمرين، دون النظر إلى مراكزهم المالية.
- **ضخ الأموال في عجلة الاقتصاد:** إن قيام أصحاب الفائض بالاكتتاب في أسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات يعني هذا أنهم قد أضافوا مصادر تمويل جديدة للسوق، حيث لا يستطيع المستثمر سحب أمواله من السوق إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الأدوات، وهذا يدل أن الأموال تبقى في السوق ولا تخرج منه إلا إذا تم تصفية الشركة أو تم استحقاق دين الورقة، كما إن عملية بيع الورقة وتحويلها إلى أموال يفتح أبواب مجالات استثمار جديدة وذلك بضخ تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى.¹
- **تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع:** تحول سوق الأوراق المالية مدخرات الأفراد إلى استثمارات، وتتيح هذه الاستثمارات التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال والحكومات من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الفرد، ويتم تشجيع المدخرات نحو الاستثمار المالي بعدة أساليب منها: عن طريق الاكتتابات المقسطة، أو ضمان حد أدنى من الأرباح والفوائد، نشر الوعي الاستثماري في الأدوات المالية، إضافة إلى ذلك تسهيل استثمار رؤوس الأموال في هذه السوق، وتظهر هذه السهولة في إمكانية استثمار أي مبلغ مالي صغير أو كبير، ولأي مدة طالت أو قصرت، ولا يحتاج ذلك إلى خبرات مالية عالية ويتيح الفرصة إلى تنويع الاستثمار فيمكن توزيع رأس المال على عدة مجالات وذلك بشراء أسهم لشركات صناعية وأخرى زراعية وغيرها من مجالات الاستثمار.
- **أداة لتقييم الأداء الاقتصادي للشركات:** إن الشركات والمؤسسات المسجلة في هذه السوق، هي تلك التي قد استوفت عدداً من الشروط المحددة في التنظيمات والقوانين الساري العمل بها، ومن بينها مطالبة هذه المؤسسات بالإفصاح عن نشاطها وقوائمها المالية ورقم أعمالها بصفة دورية إلى غير ذلك من المعلومات التي تساعد على تقييم أداء هذه الشركات.

¹ حسين شحاتة، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية - البورصة، دار الطباعة للنشر الإسلامية، مصر، 2001، ص

- **مؤشر الأحوال الاقتصادية:** تعتبر سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة لما يحدث في الاقتصاد الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلاد الفرصة لإتخاذ أي إجراءات تصحيحية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي، فعند انخفاض الأسعار يعتبر مؤشرا لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وبشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها، ومن خلالها نستطيع أن نعرف معدلات الاستثمار والادخار، وتستطيع الدولة اتخاذ قرارات من أجل السياسات النقدية والمالية لتحقيق الاستقرار فيها.
 - **أداة للتحوط من المخاطر:** يستفيد من سوق الأوراق المالية التجار والصناع والزراع، حيث يتمكن كل واحد منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عملية التغطية وذلك بدخوله في عمليات تتم في أسواق مخصصة لذلك.¹
 - **بيع الحقوق وشراؤها:** فعن طريق هذه السوق يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة، وذلك ببيع حقه في الشركة في هذه السوق، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضي ومباني وغيرها.
 - **المساهمة في تمويل خطط التنمية:** عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق وذلك من أجل سداد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، أو من أجل تحقيق سياسة اقتصادية معينة (طرح أدوات في السوق من أجل امتصاص السيولة).²
- ويمكن** تمثيل أهمية سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:³
- سهولة الحصول على الأموال بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية المقيدة في السوق.
 - سهولة الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز.
 - سهولة تسييل الأوراق المالية التي يحوزها المستثمر.
 - استقطاب الأموال الأجنبية للاستثمار المحلي.
 - تسهيل توزيع المدخرات على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي.
 - تجنب الآثار التضخمية، إذ لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة كبيرة في حجم الائتمان وبالتالي إحداث موجة تضخمية.
 - الزيادة من حيوية المشروعات للوصول إلى الشروط اللازمة لدخوله إلى هذا السوق.
 - كما تبرز أهميتها بالنسبة إلى الدولة بأنها أداة اقتصادية تضبط بها السير الحسن للاقتصاد.

¹ شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، طبعة 1، دمشق، دار الفكر، ص 48

² أحمد بوراس، سعيد بركة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد بالجزائر، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة، الجزائر، يومي: 21-22/نوفمبر 2006، ص3

³ زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة، الجزائر، يومي: 21-22/نوفمبر 2006، ص3

المطلب الثالث: تسيير وتنظيم سوق الأوراق المالية (البورصات)

نقصد بالهيكل الإداري للبورصة التنظيمات التي تكون منها إدارة البورصة من لجان وأعضاء وسماسة ووسطاء، والتي تنظم عمل هؤلاء وترتب العلاقة بينهم وذلك وفقا لقواعد ولوائح تكفل الاستمرارية والانضباط لعمليات البورصة، وسيرها بسهولة ويسر، ولتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية سنتكلم عن النقاط التالية: نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية والبورصات، المتعاملون، الأوامر، شروط الدخول إلى البورصة.

الفرع الأول: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية والبورصات

يشترط في السوق المنظمة أن يتم فيه التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة للتعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم، وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة مالية من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين .
أولا: صالة التداول وهو المكان المخصص للتداول.

ثانيا: الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط، منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناعات السوق وموجهوه، فهو المحرك الرئيسي للنشط للأوراق المالية بذاتها، وبالتالي فهو أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية ويوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل¹.

ثالثا: المتعاملون هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما

أ- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

1- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق .

¹ محسن أحمد الخصري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، طبعة 1، مصر 1999، ص 55

2- المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر¹.

3- المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

4- المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين

- المستثمر الداخلي، ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية .

- المستثمر العادي: ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

ب- تصنيف المتعاملين إلي عارضين وطالبيين:

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية أنه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار، وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطلبين لرأس المال .

1- الطالبون لرأس المال : وهم أصحاب الأموال أي المدخرات أو لهم فائض في مواردهم المالية ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين²:

الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها .

الفئة الثانية : تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية .

ومما سبق ذكره يمكن استنتاج أن الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية :

- محرك السوق ومنعشها

- يجمع ويبيع الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة

- يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة ومستمرة

- يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم ويقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركة لها خبرة بالسوق.

2- العارضون لرؤوس الأموال: ويقصد العارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل

¹ Fernandez. Riou benoit. **Introduction au forex.** Un marché financier parmi d'autres mais pas comme les autres . gualino .édition 3.2013.p 131

² محمود أمين زوبل ويونس البطريق، **بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق**، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 51

احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية .

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون ،وهم صناع ومحركو السوق ويمكن تقسيمهم إلي:

- السماسرة ووكلاء التبادل
- صناديق الاستثمار
- المحكمون والمراقبون، يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم¹

رابعا : الأوامر

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية ،وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ ،ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر ،وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه ،كل أمر يأتي من المستثمر لابد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط ،وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر²

وهناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية نذكر بعضها التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة والتي يراها صاحب الأمر أنها تتلاءم لتنفيذ الصفقة هي :

- الأوامر بالسعر أحسن سواء في الشراء أو البيع
- الأوامر بالسعر محدد وتحدد ما بين السعر الأعلى والسعر الأدنى.
- الأوامر المرتبطة بالشرط وهي أن يطلب صاحب الأمر من وسيطه أن يشتري أوراقا مالية معينة بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقا ،والعكس صحيح في عملية التنازل ،كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ أي أن الصفقة تتم على أساس مبلغ محدد عند الشراء أو البيع .
- أوامر السوق :وهو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى الطلب وقوى العرض وهو الأكثر دقة وشيوعا ،ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان التنفيذ ،أما من أهم عيوبه فهو أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند إخطاره به ،كما عليه قبول السعر السائد في السوق ،غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر .

¹ أحمد صيام زكي ، مبادئ الاستثمار ، دار المناهج ، طبعة 1 ، الأردن ، 1997 ، ص 60
² شمعون شمعون ، البورصة بورصة الجزائر ، الأطلس للنشر ، الجزائر ، 1999، ص 65

الفرع الثاني: طرق تحديد أسعار الأوراق المالية

إن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة بها، له تأثير على مكنيكية عمل قوى السوق (العرض/الطلب) فإن سعر الورقة المالية عندما يتحدد في البورصة قد يصل إلى أضعاف قيمتها الاسمية، وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط، نظراً لتأثير عوامل عدة في تحديد سعر الورقة المالية، من هذه العوامل: قوى العرض والطلب، المركز المالي للجهة المصدرة للورقة، الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيه الجهة المصدرة للورقة المالية وللبلاذ بصورة عامة، العائد المتوقع من فرص الاستثمار وسعر الفائدة، ولتحديد أسعار الأوراق المالية عدة طرق متبعة في معظم البورصات العالمية وهي:¹

- 1- **التسعير بالمناداة** : يجتمع الوسطاء في ردهة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد (أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء ورأسياً في حالة البيع) .
- 2- **التسعير بالإدراج** : في هذه الطريقة توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم، حيث إن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في إدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر، وفقاً لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة.
- 3- **التسعير بالاعتراض أو المقارنة** : يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء عليها، وتؤدي مجموعة هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة وذلك عن طريق وسيط متخصص.
- 4- **التسعير بالصندوق** : تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، فيعتمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات .
- 5- **التسعير بالنسبة المئوية**: في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعيرة بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية مخصومة منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الاقتطاع الأخير.
- 6- **التسعير بالمطابقة** : عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء وبالكمية نفسها، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني، وهي طريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة.

الفرع الثالث: أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة

يتم الإعلان في البورصة عن الأسعار الآتية :

- 1- **سعر الفتح** : وهو أول سعر يحدد للورقة المالية المعنية بعد افتتاح البورصة
- 2- **أعلى سعر للورقة المالية**

¹ شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، طبعة 1، دمشق، دار الفكر، ص 75. 76

3- أدنى سعر للورقة المالية

4- سعر الإقفال : وهو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعينة .

إن وقوف المستثمر على هذه الأسعار ،ومعرفة كيفية أخذ متوسط الأسعار وحساب الاتجاه العام لتطور السعر يساعد على اتخاذ قرار الاستثمار بشكل سليم ،ويمكن أن يقف على مؤشر تطور سعر الورقة المالية من خلال جداول الأسعار والرسومات البيانية في إظهار تطور سعر السهم خلال فترة زمنية محددة.

المطلب الرابع: آليات إصدار الأسهم والسندات

أولاً: آليات إصدار الأسهم

يتم عرض وتقديم أسهم الشركات المسجلة في البورصة الرسمية لعامة الناس، إما في لحظة دخولها إلى البورصة أو بمناسبة زيادة رأسمال الشركة.

ويحصل تسجيل أسهم الشركات في السجلات الرسمية بناء على طلب الشركة المعنية، وبعد موافقة الإدارة المختصة بهذه الشؤون في البورصة، التي تمنح تأشيرة الدخول للملف المعد من قبل الشركة، والذي يتضمن عقد وثبوتيات التأسيس، وتركيبية مجلس الإدارة وقائمة بأسماء المساهمين ووصف أنشطة وفعاليات الشركة، وكذلك المعلومات الضرورية عن الفروع التابعة لها، وحساباتها المصرفية والمالية، وأخيراً سعر البدء أو الدخول.¹

تقدم الإدارة المسؤولة عن رفض أو قبول طلب الشركة عدداً من الشروط، منها على سبيل المثال لا الحصر:

- على الشركة المتقدمة بطلبها أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنوات الثلاثة الماضية.
- أن تقدم عرضاً لوضعها المالي بدقة.
- أن تضع الاكتتاب لعامة الناس 25% من الأسهم على الأقل.

إن السعر الأولي بشكل عام هو أكبر من سعر العرض، وذلك بسبب الإعجاب الكبير للمستثمرين الأوليين بمثل هذه الشركة الجديدة...ولكن يشهد العديد منها، فيما بعد تطورات وتحولات في أسعار أسهمها نحو الانخفاض، إذ غالباً ما يكون التقدير الأولي متفائلاً بشكل مبالغ فيه، وبالتالي يحصل الانخفاض. ويوجد عادة إلى جانب السوق الرسمية في المناطق الأخرى غير العاصمة سوق أخرى خارج التسجيل الرسمي، تمكن الشركات الأخرى من رؤية وتحديد أسعار أسهمها، دون أن تحقق الشروط المفروضة من إدارة البورصة الرسمية، وفي الواقع عرفت هذه السوق الثانية غير الرسمية في كثير من البلدان نجاحاً كبيراً منذ بداية الثمانينات خاصة بالنسبة للشركات الكبيرة، فعندما كان يرغب عدد قليل من المساهمين في بيع أسهمهم أو عندما كانت ترغب الشركة بفتح فرع جديد إضافي .

فعلى سبيل المثال تضم مثل هذه السوق الثانية في فرنسا أسماء شهيرة من الشركات وبقدرات رأسمالية كبيرة نذكر منها: مانوكيان، بنتي، باتور، كونفوراما للتوزيع، المحطة التلفزيونية الأولى TF1.

¹ شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سبق ذكره، ص 103-120

وتتطلب عملية رفع أو زيادة رأسمال شركة ما، مسجلة في البورصة رسمياً موافقة الإدارة المعنية بهذا الموضوع والتي تعطي موافقتها على الملف الذي يتضمن تفاصيل وهدف العملية، وتشير الشركة المعنية بالأمر إلى المبلغ المطلوب تحصيله من الناس والجمهور، وإلى عدد الأسهم الجديدة المطروحة، وتشير أيضاً إلى سعر الإصدار للسهم، ويتحدد هذا الأخير عادة بأقل من السعر الجاري في البورصة، بهدف جذب المكتتبين، إلا أنه لا يمكن أن يكون أدنى من القيمة الاسمية للسهم.

ويتمتع حاملوا الأسهم القديمة بميزة الأحقية في الاكتتاب على الأسهم الجديدة، ويتوجب على المكتتبين الجدد شراء هذه الحقوق ليتمكنوا من المساهمة في الإصدار وفي البلدان الانغلو ساكسونية يمكن أن يتم الاكتتاب على جزء من الكم المطروح، ويمكن حتى إلغاء العملية بالكامل فيما لو لم يتوفر مكتتبون لهذه الأسهم، أما في فرنسا فالنظام أكثر قسوة أو شدة بسبب الدور الهام الذي تلعبه المصارف في مثل هذا الموضوع، إذ تقوم بغربة دراسة المشاريع المقدمة لهذه الزيادة في رأسمالها، وبعد ذلك تقوم بدعم وتأييد تلك التي تعتقد بنجاحها شبه المؤكد، وفي أغلب الأحيان تضمن المصارف نجاح العملية وتحفظ في محفظتها الاستثمارية بالأسهم التي لم يكتتب عليها، مما يبرر من وجهة نظرها العمولة المرتفعة التي تطلبها والتي تتراوح بين 2 و 5% من رؤوس الأموال المكتتب عليها بحسب الحالة، فعلى سبيل المثال: حصلت المصارف الفرنسية على عمولة بلغت 20 مليون فرنك فرنسي عام 1986، نتيجة زيادة رأسمال شركة "فاليو" بمبلغ 700 مليون فرنك مكتتب عليها، بدلا من أن يذهب هذا المبلغ لخدمة الحاجات المالية للشركة، ومن جهة أخرى صدرت قوانين متعددة في أغلب دول العالم تفيد بتقديم تسهيلات وإعفاءات ضريبية للشركات التي ترغب بزيادة رأسمالها عن طريق الاكتتاب العام، كقانون "جاك دولر" الصادر عام 1982 .

وفي الواقع منحت مثل هذه القوانين الشركات المعنية إمكانية التخفيض من أرباحها الخاضعة للضريبة، الفوائد الزائدة لحاملي الأسهم الجديدة، إلا أنه اعتباراً من عام 1986 تطورت عملية الإصدارات الدولية للأسهم بحيث بدأ يتم جزء من التوظيف خارج البلد الأصلي للإصدار، وهناك العديد من الأمثلة نذكر منها الشركات التالية: لافارج، رون بولانك، تومسون، لوريال، بيجو، ميشلان.¹

ثانياً: آليات إصدار السندات

يتم في العادة توظيف الأموال في شراء السندات عن طريق دعوة الادخار الخاص لشراء ما نسبته 20% على الأغلب، والمؤسسات أو الشركات الكبرى لباقي النسبة، أي حوالي 80%، وعلى الأغلب تقوم مؤسسات التأمين وصناديق التقاعد والإيداعات بتوظيف أموالها في شراء مثل هذه السندات.

وفي الحقيقة يعتبر موضوع تقدير سعر السند بشكل يومي وحتى بيعه وشراؤه، عبارة عن ميزة كبيرة للمدخر الفردي، وكذلك للمؤسسة أو للشركة التي هي بحاجة كبيرة لمعرفة وضعها المالي بشكل يومي، وأما فيما يتعلق بتوظيف أو باستثمار الأموال في الخارج أي البورصات الدولية، فلفرنسا تجربة خاصة بها منذ عام

¹ حريزي راجح، البورصة والأدوات محل التداول فيها، مرجع سبق ذكره، ص 132-134

1985، عندما أصدرت قانونا تحصر فيه مثل هذه العمليات بنقابة أو تجمع المصارف التي تقوم بمثل هذه التوظيفات وتحاول ضمان نهاية ونجاح مثل هذه التوظيفات.¹

ثالثا: طرق إصدار السندات الحكومية

تقوم الحكومات بالاكتتاب بسندات القرض العام بأحد الأساليب التالية:

- 1- **الاكتتاب العام:** وذلك عن طريق إصدار القرض وشروطه ونظام الإصدار وكل ما يتعلق به..، وأيضا الجهات المخولة بإتمام المعاملات المتعلقة به وغير ذلك من المعلومات الضرورية، وبذلك فالعملية تتم مباشرة بين المكتتب والجهة المكلفة بالإصدار دون اللجوء إلى وسيط، ويتميز هذا الأسلوب بالبساطة غير أنه يتطلب الكثير من الخبرة.²
- 2- **المزادات:** حسب هذا الأسلوب تنظم مزادات تعرض الحكومة من خلالها سندات للبيع وتتم العملية بناء على أعلى سعر، وهذه الطريقة سهلة وسريعة.
- 3- **الاكتتاب عن طريق البنوك:** وتوكل الحكومة البنوك التجارية الناشطة بالدولة لتقوم بدور الوسيط في عملية الاكتتاب، وبالمقابل تدفع لها عمولة عادة ما تكون نسبة من قيمة السندات المباعة.
- 4- **البيع المباشر في أسواق الأوراق المالية:** حيث تقوم الحكومة ببيع سندات مباشرة في البورصة وتعتبر هذه الطريقة فعالة عندما يكون الهدف من الاكتتاب هو التأثير على العرض النقدي في الاقتصاد.

¹ حريزي رابح، البورصة والأدوات محل التداول فيها، ص 135

² مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الطبعة الرابعة، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية،

2008، جزء 1، ص 114

المبحث الثاني: أدوات الدين (السندات)

عندما تحتاج المشروعات والمؤسسات إلي مصادر تمويلية طويلة الأجل فإنها تستطيع اللجوء إلي البنوك لكن هذه البنوك قد تفرض الكثير من القيود والشروط نظرا للمخاطر الكثيرة التي يمكن أن تتعرض لها القروض الطويلة الأجل ، كما يمكن للمؤسسات إدخال مساهمين جدد عن طريق إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس المال وبالتالي تدارك الأموال اللازمة ، لكن عملية الاصداء قد تكون مستحيلة من الناحية العملية لأن هذه الأسهم قد لا تجد الإقبال من قبل الأفراد بسبب وضعية الجهة المصدرة .

فلا يبقى أمامها سوى اللجوء إلي إصدار سندات القرض أي الاقتراض من الأفراد والمؤسسات بإصدار سندات قرض وتطرحها في التداول فيقوم الأفراد بشرائها ويصبح حملة هذه السندات مقرضين للشركة بمقدار ما لديهم من سندات¹

المطلب الأول: ماهية السندات**الفرع الأول: تعريف السندات**

السندات في اللغة : جمع سند وهو بمعنى الاعتماد ، والركون إليه و الاتكاء عليه والسند ما قبلك من الجبل ، وعلا من السفح ومعتمد الإنسان²

وفي اصطلاح الاقتصاديين: عرف السند بأنه صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام وتقوم بإصداره الحكومة أو الشركات، ويعتبر حامل السند دائن للشركة له حق دانية في مواجهتها ولا يعد شريكا فيها. وقيل السندات هي عبارة عن وثيقة بقيمة محددة يتعهد مصدرها بدفع فائدة دورية في تاريخ محدد لحاملها³

يمثل السند Bond مستند مديونية تصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق كما يعطيه أيضا الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية بمعنى آخر أن السندات تعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة⁴.

وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي القيمة الاسمية ، وهذا يعني أن هناك فرصة لأن يحقق حامل السندات أرباحاً أو قد يمتد بخسائر، هذا وتحدد القيمة السوقية على ضوء درجة المخاطرة التي تتوقف على المركز المالي والظروف الاقتصادية السائدة ومستوى أسعار الفائدة في السوق .

¹ مروان عطون ، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، مرجع سبق ذكره، ص 65

² أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، طبعة 1، الإسكندرية مصر، دار الفكر الجامعي، 2006، ص 95

³ نفس المرجع ، ص 95

⁴ أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، عنابة -الجزائر- ، دار العلوم للنشر والتوزيع، 2008، ص 57- 58

وهناك عدة تعاريف أخرى نذكر منها :

- * السند وثيقة تتضمن وعدا من الشركة أو هيئة رسمية بتسديد مبلغ من القرض عند حلول أجل استحقاقه، بالإضافة إلي دفع مبالغ محددة على فترات متتالية تمثل الفائدة.¹
- * تمثل ديناً للمالكين وهي أداة تمويل مباشرة مابين وحدات العجز ووحدات الفائض لذلك هي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند.²
- * تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة والمستثمر وبمقتضى هذا الاتفاق يقترض الطرف الثاني مبلغاً معيناً من المال إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض ، مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد ، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق ، كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقرض ، مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.³

الفرع الثاني: خصائص السندات

تتميز السندات بعدة خصائص هي كما يأتي:⁴

- 1- تمثل السندات ديوناً في ذمة الجهة المصدرة لها ، وحاملها يكون دائماً لتلك الجهة.
- 2- السندات قابلة للتداول كالأسهم بطريقة القيد أو التسليم.
- 3- السندات صكوك متساوية القيمة ، تصدر بقيمة اسمية ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها ، ولحاملها حق استقاء قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم.
- 4- للسندات أجل لاستيفاء قيمتها، وهذا الأجل قد يكون قصيراً أو متوسطاً أو طويلاً.
- 5- يعطي السند لحامله حقين أساسيين : حق الحصول على فائدة ثابتة وحق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق ، إضافة إلي تمتعه بحقوق الدائن تجاه مدينه وفقاً للأحكام القانونية .

المطلب الثاني : قيود إصدار السندات

هناك مجموعتان من هذه القيود⁵

المجموعة الأولى - القيود الاقتصادية: تمثل هذه القيود مجموعة من الاعتبارات توجب على الجهة التي تصدر السندات أن تدخلها في حسابها عند قيامها بإصدار السندات من أهمها :

¹ حسين بني هاني ، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها أدواتها، عمان ، بدون ذكر دار النشر ، 2002 ، ص 152

² محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية - مؤسسات أوراق بورصات ، الطبعة الأولى ، الأردن ، عمان، دار الشروق للنشر ، 2005، ص 103

³ بلعزوز بن علي . مجدى الطيب أحمد ، دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال وجواب ، القبة القديمة - الجزائر - ، دار الخلدونية ، للنشر والتوزيع ، 2008 ، ص 147.

⁴ شعيان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق ، ص 129

⁵ مروان عطون ، مرجع سابق ، ص 67. 68

1- إن إصدار السندات يترتب على الشركة المصدرة جملة من الالتزامات يتوجب عليها الوفاء بها في جميع الأحوال والظروف، وإلا تسبب ذلك في انهيار مركزها المالي لذلك لابد من توخي الدقة في تقدير كل الظروف والاعتبارات قبل الإقدام على إصدار السندات.

2- إن الإفراط في إصدار السندات قد يضعف الثقة بها ومن ثم يضطر الشركة المصدرة إلى رفع أسعار الفائدة لتشجيع المستثمرين على شرائها ما ينتج عنه تحمل الشركة لأعباء إضافية غالباً ما تكون غير مخططة

المجموعة الثانية - القيود القانونية: هنا يتدخل القانون في تنظيم عملية الإصدار بهدف توفير الضمانات اللازمة للمتعاملين بها

- 1- إن القوانين التي تنظم نشاطات الشركات المساهمة غالباً ما تضع قيوداً على إصدار السندات - كأن ينص القانون على عدم تجاوز قيمة السندات المصدرة لنسبة معينة من الأسهم.
- 2- عندما تقتض الشركة من جهة معينة كالبنوك مثلاً فإنها تلتزم تجاهها بعدم إصدار سندات جديدة وذلك بهدف عدم إضعاف الضمانات مقابل القروض التي قدمتها البنوك.

المطلب الثالث: أنواع السندات

تختلف أنواع السندات وتتنوع حسب معايير مختلفة وفي كل معيار أنواع سنحاول توضيحها في هذا الفرع **أولاً: من حيث جهات الإصدار** وهي التي ينظر إليها من زاوية جهة الإصدار

1- سندات الهيئات الدولية والإقليمية : ويصدر هذا النوع من طرف هيئات دولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير ، والمؤسسات الإقليمية بنك التنمية الأوربي وتستخدم هذه الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها .

2- السندات الحكومية : وهي سندات تصدر عن الحكومة ، وغالباً ما يكون المصرف المركزي أو الخزانة (وزارة المالية) لمواجهة العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم .¹

وهي تنقسم حسب إصدارها إلى:

- سندات الحكومة المركزية: وتصدر من قبل حكومة البلد المعني، وعادة تتولى وزارة المالية هذه الإصدارات ويقوم البنك المركزي بتسويقها ويمكن أن تكون وفق الصيغ التالية:²

* السندات الادخارية : وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو بالتنازل ، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير وتشتري تلك السندات من وزارة المالية فقط وهو المكان الوحيد الذي يلجأ إليه حملتها لاسترداد قيمتها .

¹ أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص 106

² منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مصر ، منشأة المعارف ، 1999 ، ص 43-47

* **سندات الخزانة:** وتمثل استثماراً متوسطاً وطويلاً الأجل، إذ يتراوح تاريخ استحقاقها ما بين سبعة إلى ثلاثين سنة وهي قابلة للتداول

* **صكوك المديونية:** وهي سندات تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازيتها

ب/ **سندات الحكومة المحلية والمؤسسات أو الدوائر الرسمية:** وتصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية داخل الحدود الجغرافية وهي شبيهة بسندات الحكومة السابقة

ج/ **سندات تصدرها الجماعات والمدارس والمستشفيات** التي تأخذ طابع الخدمات الاجتماعية العامة ومثل هذه السندات فوائدها معفية من الضريبة ودرجتها الائتمانية تنسم بالأمان¹.

3- سندات الشركات: وهي التي تصدرها المؤسسات العامة والخاصة التي تكون في حاجة إلي

قروض، والتي لا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق الأسهم، أو أن تكلف إصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم وتنقسم إلي:

أ/ **سندات عالية المردودية:** تمتاز بمردود عالي وذلك لأن مصدر السندات جهة ذات ملاءة ممتازة ودرجة تصنيفها عالية ومخاطرها قليلة وسريعة النمو، وهي قادرة على تحقيق الأرباح.

ب/ **سندات رديئة منخفضة الجودة:** ويتم إصدار هذه السندات لمساعدة أعضاء مجلس الإدارة على امتلاك حصة كبيرة في رأس مال الشركة عن طريق إصدار تلك السندات وتستخدم حصيلتها في شراء الأسهم المتداولة للشركة².

ثانياً حسب طريقة السداد:³ وهي نوعان

أ/ **السندات التي تسدد بتاريخ استحقاقها** (أي تلك السندات غير قابلة للاستدعاء أو الاستهلاك قبل تاريخ استحقاقها)

ب/ **السندات التي يمكن سدادها قبل تاريخ استحقاقها** (القابلة للاستدعاء والاستهلاك حسب رغبة الجهة المصدرة)، سواء عن طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات وسدادها مع تقديم مكافآت لحملتها أو عن طريق شراء السندات من الأسواق. ويمكن أن نميز الأشكال التالية في هذا النوع من السندات

1- **السندات القابلة للاستدعاء أو الإطفاء:** وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وهو رد قيمتها قبل تاريخ استحقاقها عن طريق استدعاء السند⁴

2- **السندات القابلة للتحويل:** وهي السندات التي تخول لصاحبها في تاريخ محدد أجله حق تحويلها إلي أسهم عادية خاصة بالمصدر نفسه بسعر تحويل محدد مسبقاً⁵.

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، طبعة 1، عمان، دار المسيرة، 2004، ص 99

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر، دار الجامعية، 2005، ص 49.

³ مروان عطون، مرجع سابق، ص 74

⁴ فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، طبعة 1، الأردن، عالم الكتب الحديث، 2006، ص 185

⁵ بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، طبعة 1، اعداد قسم الترجمة بدار الفاروق، مصر، دار الفاروق للنشر، 2006، ص 35

- 3- السندات القابلة للتمديد : في هذا النوع من السندات تسمح لحاملها باستحقاقها في تاريخ محدد أو الاستمرار بالاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاق لسنوات قادمة وبنفس معدل الفائدة¹
- 4-السندات القابلة للشراء: وهي التي يتعهد مصدرها عند إصدارها بشراء عدد معين منها إذا تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة زمنية معينة وغالبا ما تكون القيمة المحددة هي القيمة الاسمية².
- 5- السندات التي تخول لحاملها الحق في استردادها : ليس لهذه السندات تاريخ محدد للاستهلاك والأمر هنا يكون رهنا بمشيئة المقرض ، فيرد قيمة السند وقت ما يشاء³.

ثالثا حسب عملة الإصدار⁴: من حيث هذا المعيار نجد

- 1- سندات محلية: وهي السندات التي يصدرها القطاع العام والخاص بالعملة الوطنية ويجري تداولها بالسوق المالية المحلية أي سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدرة
- 2- سندات دولية: وهي السندات التي تصدر في بلد ما لصالح مقرض أجنبي ، سندات تحرر بعملات أجنبية (بالنسبة للجهة المصدرة) ومثالها السندات التي تصدر في سوق العملات الأجنبية الأوروبية أو الأورو-دولار ومثالها أيضا ما تم إصداره في الولايات المتحدة الأمريكية في النصف الثاني من الستينات ، حيث أن التقلبات الحادة في قيمة الدولار في تلك الفترة كانت تضعف من الإقبال على السندات الحكومية الأمريكية (خاصة من قبل المستثمرين الأجانب) لذلك وبهدف حماية المستثمرين من تقلبات قيمة الدولار وتشجيعهم على اقتناء السندات الحكومية الأمريكية لجأت الحزينة الأمريكية إلى إصدار سندات محررة بعملات أجنبية كالمارك الألماني والفرنك السويسري وغيرها ...

- **سندات الأورو دولار:** هي السندات التي يصدرها المقترضون المنتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في سوق رأس المال لدولة أخرى وبعملة تختلف عن عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات
- **سندات أجنبية:** وهي السندات التي يصدرها المقترضون المنتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي طرحت فيها السندات.

رابعا حسب العائد: ويكون المقياس أو المعيار هنا هو العائد أو الدخل ونجد:

- 1- السندات بفائدة ثابتة: وهي السندات العادية تكون عوائدها مقدرة بنسبة ثابتة ومحددة من قيمة السند.

¹ ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، أساسيات الاستثمار، طبعة 1، عمان ، دار وائل للنشر والطباعة ، 2003، ص 218

² حسين بن هاني ، الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها أدواتها المشتقة ، عمان ، 2002 ، ص 161

³ أحمد بن محمد الخليل ، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، أطروحة دكتوراه منشورة ، طبعة 2، السعودية ، دار ابن الجوزي ، 1426هـ

ص 89،

⁴ مروان عطون ، مرجع سابق ، ص 72

- 2- سندات ذات فائدة متغيرة أو معومة¹: وهذا النوع تم استحداثه في نهاية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت الى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض في القيمة السوقية للسند وهي سندات يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقا لمعدلات الفائدة السائدة في السوق .
- 3- سندات لا تحمل سعر الفائدة (ذات الكوبون الصفري) :وهي السندات التي تباع بخصم على القيمة الاسمية (أي تباع بأقل من قيمتها الاسمية) وفي يوم الاستحقاق يسترد المستثمر القيمة الاسمية لهذا السند ويمثل الفرق مقدار الفائدة².
- 4- سندات الدخل : يشترط هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة أرباحا³
- 5- سندات المشاركة: وهي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة إضافة إلي الفوائد الدورية، وتصدر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف لأنها لم تستطع الحصول على أموال لتبقى مستمرة إلا بهذه الطريقة⁴
- 6- سندات ذات النصيب: وهي سندات لها الحق في فائدة ثابتة سنويا ويحصل بعض حامليها والذين يعينون سنويا بالقرعة على جواز مالية كبيرة وذلك من أجل التحفيز على الاكتتاب⁵
- 7- سندات بفائدة متزايدة: تصدر هذه السندات بسعر فائدة منخفض عن المستوى المتاح في الأسواق المالية إلا أن السعر يجري تصعيده تدريجيا.

خامسا حسب إمكانية التداول : وهناك نوعان⁶

- 1- سندات سوقية (أي قابلة للتداول)
- 2- سندات غير سوقية (غير قابلة للتداول)

سادسا حسب آجال الاستحقاق: وهناك أربعة أنواع

- 1- سندات قصيرة الأجل
- 2- سندات متوسطة الأجل
- 3- سندات طويلة الأجل
- 4- سندات مؤبدة

المطلب الرابع : المخاطر التي تتعرض لها السندات

¹ عبد الغفار حنفي،سمية قريقاش،أسواق المال،مصر، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003، ص 29

² عبد النافع عبد الله الزراري، غازي توفيق فرح،الأسواق المالية، طبعة 1، عمان، دار وائل للنشر، 2001، ص 166

³ عبد الغفار حنفي، سمية قريقاش، مرجع سابق، ص 29

⁴ عبد النافع عبد الله الزراري، غازي توفيق فرح، مرجع سابق، ص 166

⁵ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، طبعة 1، مصر الإسكندرية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، 2000، ص 183

⁶ مروان عطون، مرجع سابق، ص 75

هنالك نوعان من المخاطر التي تتعرض لها السندات فيما يتعلق بالمستثمر وفيما يتعلق بالمصدر
أ/ فيما يتعلق بالمستثمر:

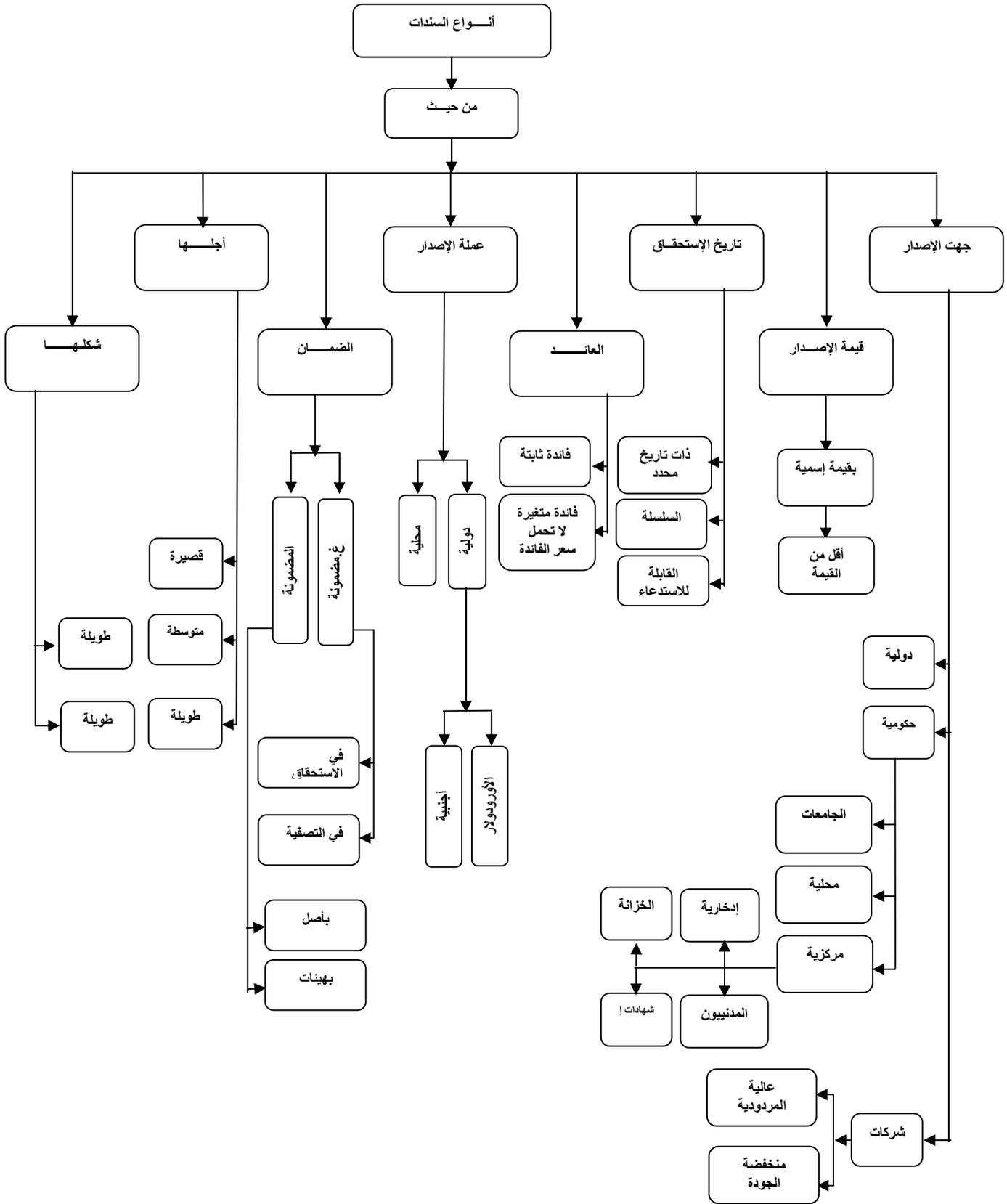
- 1- مخاطر ائتمانية: وهي المخاطر التي تنتج عن عدم قدرة المصدر على السداد.
- 2- مخاطر الاسترداد: وهي المخاطر المرتبطة بعدم القدرة على استرداد قيمة السند في الوقت المحدد.
- 3- مخاطر السعر: وهي المخاطر الناتجة عن تغير أو انحراف الأسعار بسبب تغيرات في أوضاع السوق وأسعار الفائدة ويقوم المستثمر بتقدير تلك المخاطر قبل شراء السند.
- 4- مخاطر السيولة: ويقصد بها مدى قابلية السندات للبيع في السوق وتظهر في حالة تقلب أحوال السوق وانسحاب صانع القرار.
- 5- مخاطر النقد الأجنبي: وهي المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف في حالة الاستثمار في سندات بالعملة الأجنبية.
- 6- مخاطر العائد: حيث توجد علاقة ارتباطية بين العائد والمخاطرة، فكلما ارتفع العائد ارتفعت المخاطر.

ب/ فيما يتعلق بالمصدر:

- 1- مخاطر أسعار الفائدة: حيث تكون معظم السندات ذات سعر فائدة ثابت ولذلك لا يحصل المصدر على أي ميزة عند اتجاه أسعار الفائدة إلى الانخفاض.
- 2- مخاطر الاسترداد المبكر ومخاطر النقد الأجنبي: حيث يمكن أن يرغب المصدر على الاسترداد المبكر، كما يتعرض لمخاطر التقلبات في أسعار الصرف.¹

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مصر الإسكندرية، الدار الجامعية، 2004/2003، ص 444-445

شكل 2-2 مخطط أنواع السندات



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007/2008، غير منشورة، ص 127

الصك أو قسيمة السهم، وهي قيمة نظرية لتسجيل حساب رأس المال المدفوع في القيود المحاسبية، وعادة ما يكون منصوص عليه في العقد التأسيسي، وعليه لا يمكن للشركة أن تصدر أسهما جديدة بقيمة أقل منها، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة السوقية للسهم فهي تمثل سعر تداول السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية، فإذا كانت الشركة مثلا تحقق أرباحا ويتوقع أن تستمر كذلك في المستقبل، فإن سعر السوق يتوقع أن يكون أعلى من القيمة الدفترية و أعلى من القيمة الاسمية للسهم و أخيرا تتمثل القيمة التصفوية للسهم في نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات الشركة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق كل الدائنين وحملة الأسهم الممتازة .

4/ نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، وتمثله ورقة مالية تسلم للمساهم لإثبات حقوقه في الشركة، وهذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة ولعل أشملها التعريف التالي: الأسهم صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة وهذا التعريف يشير إلى¹:

- دلالة السهم على الصك أو السهم هو الصك
- النصيب لأن الوثيقة التي يأخذها المساهم من البنك أو المؤسسة تكون بمقدار نصيبه المقدر في رأس مال الشركة.
- الصلاحية والحدود المسموح بها لمالك السهم أن يلعبها أو يمثلها من خلال الشركة
- أما حيثيات السهم أو الصك الذي يمتلكه حامله فغالبا ما يحتوي على المعلومات الأساسية المتعلقة باسمه واسم الشركة ونوعها وقرار تأسيسها ورأس مالها وأغراضها ورقم المساهم وقيمة السهم الاسمية واسم صاحبه وبياناته الشخصية إن كان سهما اسميا، أو يكتب فيه أنه لحامله .

5/ السهم أداة دين طويلة الأجل وتمثل حقوقا لمن يحملها على الدخل الصافي، فحملة الأسهم هم شركاء في صافي الدخل ورأس مال تلك الشركة، ولا يحصلون على فوائد بل يحصلون على أرباح أو يتحملون خسارة²

ويرجع تاريخ الأسهم حسب الحالة التي هو عليها اليوم إلي بداية القرن السابع عشر حيث قام الهولنديون بابتكارها (أداة السهم) على أساس أنها طريقة لجمع الأموال تختلف عن طريقة القروض، حيث كان يعطي ممولو أي شركة إيصالا يوضح أنه في مقابل قيامهم بالتمويل فإنهم يملكون حصة من الشركة وبالتالي فإنهم ليسوا مقرضين بل مالكين³.

¹ ياسين محمد أحمد، الأسهم الجائزة والمحظورة ودورها في إحداث نهضة اقتصادية شاملة ومعاصرة، بحث مقدم للمؤتمر العالمي 15، سوق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والحياة، جامعة الإمارات المتحدة، يومي 15-17/ 05/ 2006، ص3.

² إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، مصر، دار الجامعية، ص137.

³ مايكل بيكيت، كيف تعمل البورصة دليل المستثمر الصغير، طبعة 1، مصر، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق للنشر والتوزيع، 2006، ص9.

من خلال هذه التعاريف البسيطة للأسهم يمكننا استنتاج الخصائص العامة التي تتميز بها الأسهم .

ثانيا :خصائص الأسهم¹

- السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في المؤسسة.
- يسمح السهم لصاحبه بالاستفادة من عائد هو ربح السهم أو الحصة وكذلك يتحمل جزء من الخسارة في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر.
- الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير وهو مرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة وبالأفق الاقتصادي لهذه المؤسسة.
- السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل، وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها وبالتالي فالسهم يعتبر بالنسبة للمؤسسة مصدر تمويل دائم.
- صاحب السهم له الحق في لمشاركة في تسيير المؤسسة، وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت على القرارات المتخذة الخاصة بأمر مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، تعديل النظام الداخلي للمؤسسة أو تعديل رأس المال
- يشكل السهم موضوعا للمضاربة في البورصة وتتحدد قيمته الجارية أو السوقية على أساس العائد المحقق وسعر الفائدة.
- في حالة تصفية المؤسسة، أصحاب الأسهم هم آخر من يستوفي حقوقهم باعتبارهم شركاء.
- عدم قابلية السهم للتجزئة ومن ثم لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد فإذا آلت ملكيته لأكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو غير ذلك فهذه التجزئة أن كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة لذا ينبغي عليهم تحديد أحدهم لتمثيلهم أمام الشركة²
- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح وخسارة، وذلك تبعا للظروف المحيطة بالشركة³

¹ الطاهر لطرش، مرجع سابق ، ص 82-83.

² عصام أبو النصر ، الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي أخلطت فيها الحلال بالحرام ، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر ، سوق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الامارات العربية المتحدة ، يومي 15-17/05/2006ص

04.

³ أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، مرجع سابق ، ص 31.

المطلب الثاني: أنواع الأسهم

تتنوع الأسهم باعتبارات مختلفة لعدة أنواع أي لعدة معايير، سيتم توضيحها كما يلي :

1- أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك: تتنوع الأسهم بالنظر إلى طبيعة

الحصة التي يقدمها الشريك إلى أربعة أنواع كما يلي:

أ/ أسهم نقدية: وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا¹، فهي تمثل حصصا نقدية في رأس المال ، وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقود ، وهذه الأسهم قد تكون محررة ،أي دفعت قيمتها كلها ،وقد تكون غير محررة أي دفعت بعض قيمتها كالنصف مثلا حيث لا يشترط أن يدفع المساهم قيمة السهم كاملة عند الاكتتاب ،بل يمكن أن يدفع جزءا منها ويكون مطالبا بالباقي بحيث لو صفيت الشركة وعليها ديون مثلا طلب المساهم بدفع المتبقي من قيمة السهم²

ب/ أسهم عينية: وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا من الأعيان كأرض أو مبنى أو بضاعة أو مصنع...، وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها عينا ويشترط في ذلك ما يلي³ :

- الوفاء بتقديمها كاملة.
- تقدير الحصص العينية تقديرا صحيحا قبل منح الأسهم العينية
- عدم تداولها قبل مضي سنتين من تاريخ تأسيس الشركة.

ج/ الأسهم المختلطة: وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا وعينا، وذلك كمن يصبح مساهما بعقار ومبلغ مالي⁴ ، أي الأسهم التي يكتب بها المساهم ويدفع قيمتها مختلطا بالنقد والعين .

د/ حصص التأسيس : وهي الحصص التي امتلكها أصحابها بعد تقديمهم لشيء معنوي عادة يتمثل في براءة اختراع بحيث تخول لصاحبها الحق في نسبة من أرباح الشركة ،ولكنها لا تعتبر جزءا من رأس مال الشركة ولا يكون لأصحابها الحق في المداولات أو إدارتها وهي قابلة للتداول⁵ ويطلق على الحصص التي تعطى للمؤسسين (حصة التأسيس) مكافأة لهم على جهودهم في تأسيس الشركة ،هذا في

الأصل لكن الآن تعطى حتى لغير المؤسسين ، أما حصص براءة الاختراع وغيرها فتسمى حصص الأرباح

6

¹ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 50.

² مبارك بن سليمان ، مرجع سابق ، ص 117.

³ أحمد بن محمد الخليل، ص 51.

⁴ شعبان محمد إسلام البرواري ، مرجع سابق، ص 95

⁵ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 52.

⁶ عبد الرحمان عبد العزيز النفيسة، الاستثمارات الشرعية والأحكام النظامية -دراسة تطبيقية مقارنة - ط1 ، الأردن ، دار النفائس، 1430، 2010 ،ص 138.

2- أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها: من حيث شكلها تنقسم الأسهم إلى ثلاثة أنواع

أ/ أسهم اسمية : وهي الأسهم التي اقترنت باسم صاحبها ،وبذلك يقيد اسمه على شهادة السهم وعلى سجل الشركة ،ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقيد اسمه في تلك السجلات¹ سجل الشركة المعد لهذا الأمر هذا السجل يتعين على الشركة إمساكه وتخصيص فيه صفحة لكل سهم ،يسجل فيها رقم السهم واسم صاحبه ويتم تداول هذا النوع من الأسهم عن طريق القيد في هذا السجل ،حيث يسجل بيانات المتنازل إليه في الصفحة الخاصة بهذا السهم محل التداول²

ب/ أسهم لحاملها : وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكاها ،وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها ،حيث يعتبر حاملها مالكا لها ،ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة أي بتسليمها من يد البائع إلى يد المشتري³ ، ويعتبر حامل السهم هو المالك لها في نظر الشركة والأسهم لحاملها لا يمكن أن تصدر إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل⁴

ج/ أسهم إذنيه أو لأمر : وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكاها ،مع النص على كونها لإذنه أو لأمره ،ويتم تداولها بطريق التظهير ،وذلك بأن يدون البائع على ظهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيتها إلى المشتري أي يتم تداولها عن طريق التظهير⁵

3- أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها : تنقسم الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها إلى ثلاثة أنواع

وهي:

أ/ الأسهم العادية: هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل أندية طالما الشركة مستمرة تمثل مستند ملكية⁶ ، وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حصة الأسهم العادية حقوقا متساوية منها⁷ :
-الحصول على الأرباح إن الهدف من شراء الأسهم هو الحصول على الأرباح بالإضافة إلى عنصر المضاربة أيضا، لكن المساهم ليس له الحق في الحصول على الأرباح إلا عند وجودها واتخاذ القرار بتوزيعها على المساهمين.

- المشاركة في اتخاذ القرارات (التصويت) كإنتخاب مجلس الإدارة أو تعديل النظام الأساسي، أو تعديل رأس المال وأيضا المشاركة في الجمعيات العمومية العادية وغير العادية.

- الأولوية في الإكتتاب بالأسهم الجديدة وهذا يعني بان لمساهمي الشركة الأولوية في الإكتتاب بالأسهم الجديدة التي قد تقرر الشركة لإصدارها .

¹ ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، أحمد زكريا صيام ، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، عمان ، دار وائل للنشر والطباعة ، 1999 ص 211.

² محمد فتح الله النشار ، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2006، ص 86.

³ مبارك بن سليمان ،مرجع سابق ، ص 118.

⁴ عمار عمورة ، مرجع سابق ، ص 272.

⁵ مبارك بن سليمان ، ص 118.

⁶ أحمد بوراس ، مرجع سابق ، ص 48.

⁷ مروان عطوان ، مرجع سابق ، ص 84-85.

- إمكانية التصرف بالأسهم ليس للمساهم الحق في أن يطلب من الشركة إعادة قيمة الأسهم له ،بل يستطيع بيع هذه الأسهم بدون الحصول على ترخيص مسبق من الجهة التي أصدرت هذه الأسهم -الحصول على جزء من موجودات الشركة في حالة تصفيتها (وهذا بعد سداد حقوق الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة).

وهي تتصف بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد ويبدأ بها التمويل وتنتهي بها التصفية .

ب/ الأسهم المؤجلة: وهي التي تعطى عادة للمؤسسين ولمن يقوم بترويج الأسهم الجديدة عند إنشائها وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيبا من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملي بقية الأسهم بنسبة معينة من رأس المال¹

ج/ الأسهم الممتازة : إن الأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية من حيث أن حصول أصحابها على العائد يتوقف على وجود الأرباح وأيضا اتخاذ القرار بتوزيعها² ، وهي الأسهم التي تعطى لأصحابها مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وتعطى لهم حقوقا إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم ومن بين المزايا التي تعطى لهم³:

- مزايا في الأرباح تعطي لهم الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.
 - في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.
 - مزايا التصفية وذلك عند الإعلان عن إفلاس الشركة يأخذون أموالهم قبل حملة الأسهم العادية وبعد السندات.
 - لهم الحق في الاستحقاق عن طريق الاستدعاء لحصولهم على مبلغ أكبر من قيمتها الاسمية.
 - لا يعطي لحاملها الحق في التصويت إلا إذا امتازت هذه الأسهم بهذه الخاصية دون غيرها .
 - لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة المصدرة توزيعها ولا يتمتع أصحاب الأسهم الممتازة بحق التصويت بشكل دائم⁴ .
- وللأسهم الممتازة أنواع وذلك حسب الميزة المقدمة لها :⁵

¹ معبد على الجارحي ، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام -الإدارة المالية في الإسلام ، جزء 1 ، عمان ، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية ، مؤسسة آل البيت ، 1989، ص 113.

² مروان عطون ، مرجع سابق ، ص 85.

³ منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 27.

⁴ مروان عطون ، ص 85.

⁵ طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، مصر ، الدار الجامعية ، 2005، ص 22.

- أسهم ممتازة مجمعة للأرباح: وهي الأسهم التي لها ميزة أنها إذا لم تستوفي أرباحها في هذه السنة لعدم كفاية الأرباح أو لعدم توزيعها، فإن نصيبها من الأرباح يرحل ويجمع مع مستحقات السنة المالية التالية.
- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح: يعطي لحملة هذا النوع من الأسهم أرباحا تحدد عادة بحد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر .
- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح مع الأسهم العادية:¹ تأخذ هنا الأسهم الممتازة نسبة من الأرباح وإذا تم توزيع الأرباح للأسهم العادية تأخذ معهم ما يأخذون .
- أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلي أسهم عادية: وهي الأسهم التي يحق لها التحول إلي أسهم عادية خلال فترة معينة من إصدارها أو حسب ما تم تحديده من شروط في الاكتتاب.
- أسهم ممتازة ذات الصوت المتعدد: وهي التي تعطي لحاملها أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة .

4/ أنواع الأسهم بالنظر إلي استهلاكها من عدمه: تنقسم الأسهم بالنظر إلي استهلاكها إلي نوعين وهي: أ/ أسهم رأس المال: وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة أي لا تستهلك قيمتها²، ولا تعود إليه إلا عند فسخ عقد الشركة أو انقضاءها ولا ترد قيمتها أثناء قيام الشركة³ .

ب/ أسهم التمتع: وهي الأسهم التي تمنحها الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية تعويضا للمساهمين عن الاستهلاك وتحول هذه الأسهم لأصحابها حق الاشتراك في مداورات الجمعية العامة والتصويت فيها ، والحصول على نصيب من الأرباح ، ومن موجودات الشركة عند تصفيته وقسمتها ، وهذه الأسهم لا تنتضي باستهلاكها ، ولكن تتغير صفتها ، حيث لا ينقص ذلك من رأس المال ، ويظل المساهم الذي أخذ سهم تمتع شريك له الحق في الربح كما كان قبل تغيير سهمه ، ولكن تختلف أسهم التمتع عن أسهم رأس المال في أنها لا تعطي صاحبها كل حقوق أسهم رأس المال في الأرباح ، إذ ينص نظام الشركة عادة على إعطاء أسهم رأس المال بنسبة معينة من الأرباح 5 % من قيمتها مثلا ، وهو ما يسمى بالربح الثابت ثم يوزع فائض الربح بين أسهم رأس المال وأسهم التمتع بالتساوي ، ولا يشترك أصحاب أسهم التمتع في قسمة موجودات الشركة عند حلها ، إلا بعد أن يستوف أصحاب رأس المال قيمة أسهمهم ، ولأصحاب أسهم التمتع الحق في الاشتراك في إدارة الشركة ، وهو حق يتعلق بالنظام العام ، فلا يجوز حرمانهم منه بحجة استردادهم لقيمة أسهمهم الاسمية⁴ وبعبارة أخرى أسهم التمتع هي التي يحصل عليها المساهم عوضا عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها الاسمية أثناء قيام الشركة أي الأسهم التي استهلك قيمتها ويكون الاستهلاك

¹ رمضان زياد ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، طبعة 4 ، عمان ، دار وائل للنشر ، 2007 ، ص 60.

² شعبان محمد إسلام البراوي ، مرجع سابق ، ص 97.

³ مبارك بن سليمان ، مرجع سابق ، ص 118.

⁴ عبد الأول عابدين محمد بسيوني ، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة -دراسة فقهية -مقارنة، طبعة 01 ، الإسكندرية ، دار الفكر الجامعي ، 2008، ص 36.

من الأرباح وليس من رأس المال ويحق لصاحبها أخذ جزء من الأرباح وذلك بعد تقديم مقدار محدد من الأرباح لأصحاب أسهم رأس المال والباقي يوزع بينهما (أسهم رأس المال وأسهم التمتع) ¹ .

5/ أنواع الأسهم بالنظر إلي المنح أو عدمه: تتنوع الأسهم بالنظر إلي المنح أو عدمه إلي نوعين:

أ/ أسهم غير مجانية : وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها ²
 ب/ أسهم منح (مجانية) : وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجانا ،في حالة زيادة رأس مال الشركة على شكل ترحيل من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلي رأس المال الأصلي ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم ³ .

6/ أنواع الأسهم بالنظر إلي تأثيرها بالدورات الاقتصادية: تتنوع الأسهم بالنظر إلي تأثيرها بالدورات الاقتصادية إلي نوعين ⁴:

أ/ أسهم موسمية : وهي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركة التي تنتج سلعاً موسمية ،الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسين الاقتصاد وانتعاشه كما أنها تتأثر بحالات الكساد.
 ب/ أسهم دفاعية : وهي على عكس الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الاقتصادية وتكون أسهما لشركات تنتج سلعاً أساسية ، لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالة الراج أو في حالة الكساد فالطلب عليها يكون ثابتاً لحد ما ومستقر ،كإنتاج القمح أو استخراج أو تطهير المياه .

7/ أنواع الأسهم بالنظر إلي مصدرها: تتنوع الأسهم بالنظر إلي مصدرها إلي نوعين

أ/ أسهم مرتفعة الجودة: وهي أسهم لشركات كبيرة ومعروفة ويتم توزيع الأرباح فيها بغض النظر عن الأحوال السائدة.
 ب/ أسهم الشركات الصغيرة: وهي أسهم الشركات التي يمتاز رأس مالها وحقوق الملكية فيها بالصغر وكذلك الأصول وبذلك يكون توزيع الأرباح غير منظم ولكن ليس بالنسبة الكبيرة ⁵ و يكون حسب الظروف السائدة .

¹ أحمد بن محمد الخليل ، مرجع سابق ،ص 60.

² شعبان محمد إسلام البرواري ، مرجع سابق ، ص 96.

³ نفس المرجع ،ص 96.

⁴ أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ، مرجع سابق ، ص 36.

⁵ سماري ابتسام ، أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي -دراسة حالة السوق المالي الفرنسي -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر ،2006/2005، رسالة غير منشورة ، ص 32.

8/ أنواع الأسهم بالنظر إلي توزيع الأرباح: تتنوع الأسهم بالنظر إلي توزيع الأرباح إلى :

أ/ أسهم الدخل: وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا (توزيعات الأرباح مستقرة ومستمرة) وغالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات امتياز إنتاج سلعة معينة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة مثل شركات البترول¹.

ب/ أسهم النمو: وهي على عكس أسهم الدخل لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم أرباحا موزعة في نهاية السنة وبشكل دائم، لكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاعا كبيرا في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة، هذه الأسهم تكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي².

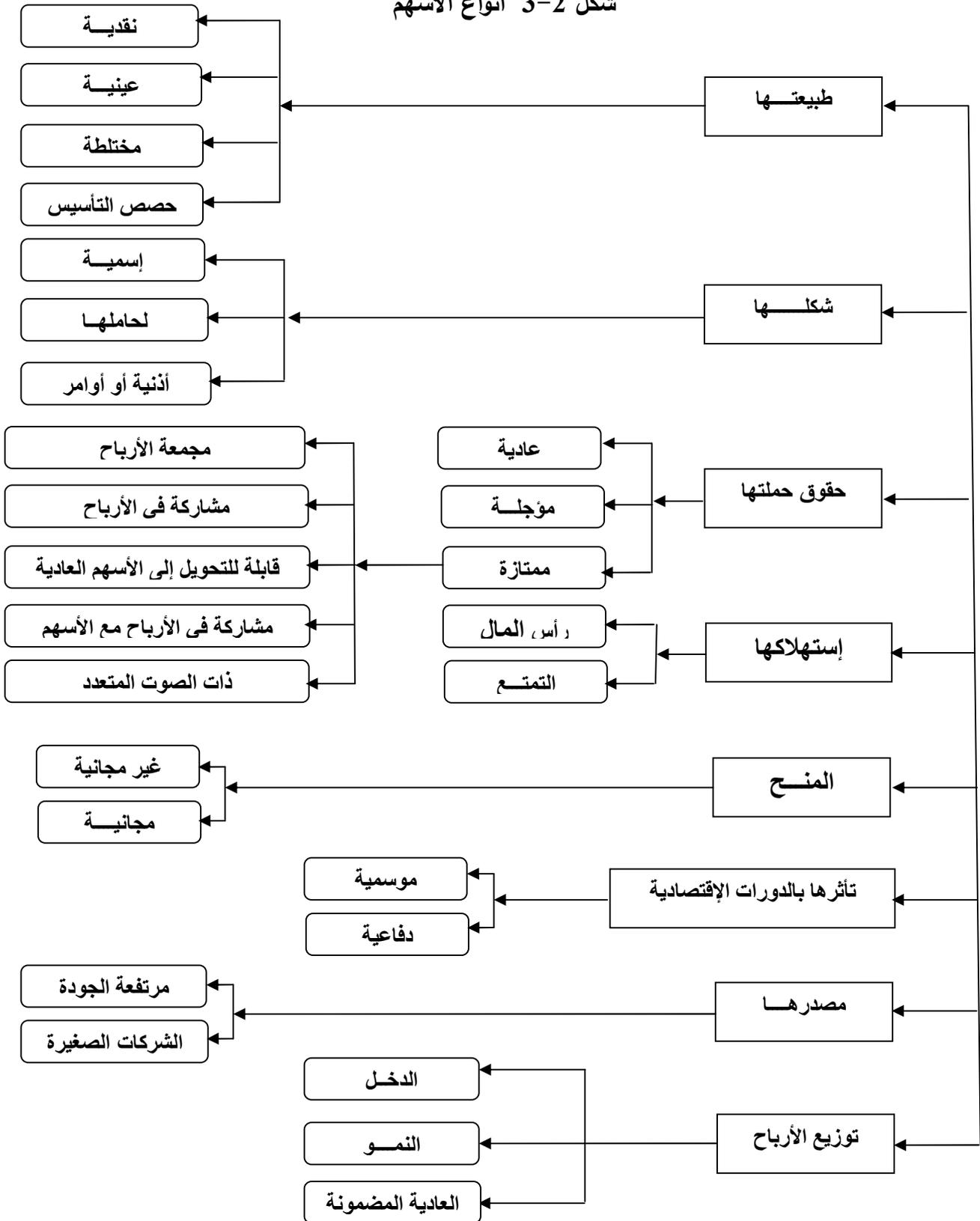
ج/ الأسهم العادية المضمونة : الأصل في الأسهم أنه ليس لحاملها الحق في الرجوع إلي المنشأة التي أصدرتها وذلك في حالة انخفاض قيمتها السوقية، ولقد ظهرت في و م أ عام 1984 م كأول مرة أسهم تعطي لصاحبها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلي حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار³

¹ أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ، مرجع سابق ، ص 36.

² نفس المرجع ، ص 34.

³ عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال بورصات مصارف شركات تأمين شركات استثمار ، الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة ، 2003 ، ص 23.

شكل 2-3 أنواع الأسهم



المصدر : نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجا- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة بسكرة ص 79.

المطلب الثالث: شركات المساهمة ومكانتها في نظام البورصة

إن الشركات هي الجهة الوحيدة التي تمتلك الحق في طرح الأوراق المالية في البورصة، ويشترط في الشركة التي تقوم بطرح أوراقها في البورصة أن تكون من الشركات التي تصدر صكوكا قابلة للتداول، أي يجب أن تكون من شركات المساهمة، أما بالنسبة لشركات الأشخاص التجارية والمدنية فإن رؤوس أموالها لا تتكون من أسهم قابلة للتداول، بل من حصص لا تقبل التداول بالطرق التجارية.

ولما كانت الحصص في هذه الشركات كبيرة القيمة عادة وذات طابع شخصي فلا ينسجم تداولها مع نظام البورصات، ومن ثم وجب القول بأن حصص الشركاء في شركات التضامن والتوصية البسيطة والشركات ذات المسؤولية المحدودة، والشركات المدنية ليست أوراقا مالية بالمعنى المقصود عند الحديث عن البورصة.

وإذا كانت القاعدة أن طرح الأوراق المالية في البورصة قاصر على الشركات فإن أغلبية التشريعات تجيز للحكومات والهيئات العامة إصدار أوراق معينة بشروط معينة.

وترتبط أهمية أسواق الأوراق المالية بتعاظم دور شركات المساهمة الكبيرة، والتي تتمتع بمرونة عالية تجاه حركات الأسعار، والتغييرات التي تحدث في الاقتصادين المحلي والدولي، ويتحدد توجه نحو أسواق الأوراق المالية بما يتناسب مع حجم هذه الشركات وأغراض الاستثمار، وإعادة الاستثمار والاقتراض وتوسيع قاعدة الحصص المالية، وعدد المساهمين¹

وفي هذا الصدد أشارت دراسة أعدها قطاع التخطيط في وزارة الاقتصاد لدولة الإمارات العربية المتحدة، إلى أن شركات المساهمة العامة تعتبر من أفضل التنظيمات الاقتصادية التي يمكن من خلالها توفير أكبر قدر ممكن من المدخرات وتوظيفها في المجالات الاقتصادية المنتجة، إذ أن هذه الشركات تقوم على أساس تجميع الأموال اللازمة من خلال طرح رؤوس أموالها للاكتتاب العام من قبل الجمهور، مما يتيح للجميع المشاركة بمدخراتهم في امتلاك مجموعة من أسهم الشركة، وتشجيعهم للمساهمة في النشاط الاستثماري عن طريق الدخول في البورصة.

إضافة إلى ذلك فإن هذا النوع من الاستثمارات يوفر للمساهمين قدرا من السيولة للأصول الاستثمارية التي يملكونها حيث يمكن في أي وقت من الأوقات بيع الأوراق المالية الممثلة لحقوق الملكية في أسهم هذه الشركات والحصول على أثمانها وخاصة في حال وجود سوق ثانوية رائجة لهذه الأوراق.

إلى جانب ذلك فإن الإمكانيات التمويلية الضخمة التي يمكن توفيرها من خلال هذا النوع من الشركات، ومن خلال خضوعها لملكية قاعدة عريضة من المساهمين تتيح لهذه الشركات إمكانية الحصول على أكبر قدر ممكن من الوسائل والخبرات الفنية والإدارية المتقدمة.

فشركات المساهمة تعتبر العنصر الأساسي في خلق سوق مالية متطورة للتداول، وأداة مهمة يمكن استخدامها بفاعلية في توجيه مزيد من الموارد المالية نحو الاستثمار والتشغيل، وتوظيف الفوائض المالية في هذا النوع من الشركات وكلما كان هذا النوع من الشركات رائجا في الاقتصاد المحلي كلما زادت أهمية

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، طبعة 1، دار صفاء، عمان الأردن، 2009، ص 72

الدور الذي تلعبه البورصة وزادت مكانتها باعتبارها الوسيط بين الأعوان الذين يحوزون على الفوائض المالية.

وشركات المساهمة التي ترغب في توسيع نشاطها وينقصها المال لتحقيق ذلك، ونظرا إلى أن شركات المساهمة هي أساس وجود الأوراق المالية محل التداول بالبورصة بأنواعها، يحق لنا أن نقول بأن شركات المساهمة هي حجر الزاوية بالنسبة لنظام البورصة.

فالبورصة لا يمكن أن نتصورها من دون شركات ذات أسهم على اعتبار أنه يتم التعامل داخل البورصات بأدوات تعتبر محل حقوق على عاتق شركات المساهمة (الأسهم - السندات)، وإنشاء مؤسسات توفر أسهما رأسمالية يعتبر شرطا أساسيا لنجاح التمويل عن طريق البورصة¹

وبالمقابل تعتبر البورصة أداة فعالة في خدمة شركات المساهمة عند حاجتها للتوسع باللجوء إلى السيولة التي توفرها البورصة، أي أنها أداة تمويل لشركات المساهمة عند الحاجة وأداة استثمارية بالنسبة للجمهور الراغب في الاستثمار من خلال هذه الأسواق المالية والبورصات.

¹ حريزي رابع ، البورصة والأدوات محل التداول فيها، مرجع سبق ذكره، ص 35-36

المبحث الرابع: الأدوات الاستثمارية الحديثة (الابتكارات المالية)

إن ظهور الهندسة المالية وأدواتها أعطي وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل المنظور والبعيد وأن الغرض الأساس لها هو التحوط ونقل المخاطرة، إلا أن استعمالها قد توسع بصورة كبيرة خلال السنوات الماضية ليشمل أغراض الاستثمار والمضاربة وتسهم بشكل فعال في تنويع أكثر للمحافظ الاستثمارية وتزيد من عوائدها، فضلاً عن دورها في ابتكار طرائق جديدة لقياس وتحسين إدارة مخاطرها.

المطلب الأول: المستحدثات من أدوات الاستثمار في السوق المالي التقليدي

أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية إلي ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، فالتغير في الأسعار والتضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار العملات تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائداً¹، لم تكن معروفة من قبل عهد السندات والأسهم، والمقصود بها تلك الأدوات المسماة بالمشتقات المالية.

تعريف المشتقات المالية

-/ المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، فالمشقة عقد مالي يكسب أو يخسر قيم مع حركة سعر السلعة أو الرصيد المالي²، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وهي كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد يصبح أمراً غير ضروري³.

-/ المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لأغراض عدة⁴.

-/ المشتقات المالية عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع.. الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية.

-/ إن المشتقات ليست أصولاً مالية وليست أصولاً عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها ويترتب عليها حقاً لطرف والتزاماً على الطرف الآخر

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، طبعة 01، عمان الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع 2008، ص 57.

² محمد صالح القرشي، المالية الدولية، الطبعة 01، عمان الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2007، ص 269.

³ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، الطبعة 01، مصر، دار النشر للجامعات، 2005، ص 59.

⁴ نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، إضاءات، المشتقات المالية، العدد الثاني، الكويت، معهد الدراسات المصرفية، ديسمبر 2009-يناير 2010، ص 2.

-/ تعريف صندوق النقد الدولي "المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول ،وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد ،فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري"¹

المشتق المالي: أداة مالية تشتق قيمتها من سعر أو معدل عقد أو مؤشر مالي ،وهذا السعر أو المعدل الأساس يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محددة أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار، فالمشتقات هي الأدوات المالية المشتقة وهي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتنوع هذه العقود وفق طبيعتها ومخاطرها وأجلها .
ولقد جاء في هذه التعاريف مجموعة من النقاط أهمها :

- المشتقات المالية عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية تنشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة تعرف بالمشتقات المالية
- تأخذ الأدوات المشتقة قيمتها من قيمة الأدوات الاستثمارية الأساسية التي هي محل التعاقد (أدوات مالية ، عملات أجنبية ، سلع)
- انه في عقود المشتقات لا يتم تبادل الأصول مثل الأدوات التقليدية ولكن يتبادل فيها المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد.

المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية

سنحاول في هذا الفرع تناول أهم الأدوات المالية المشتقة المتعامل بها

أولا :عقود الخيارات

هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها² وهي عبارة عن اتفاقيات تعاقدية يمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق وليس الالتزام للمشتري (المكاتب بالخيار) لبيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سلفا في تاريخ مستقبلي محدد أوفي أي وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في ذلك التاريخ³، وهي عقود قانونية لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين ،بسعر معين يسمى الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين أو خلال مدة معينة وذلك مقابل حصول الطرف المحرر من الطرف المحرر له على علاوة معينة تحددها الشروط⁴، وهذه العلاوة مقابل ذلك الخيار أو مقابل إلزامية العقد .

كما يمكن تعريفه أيضا على أنه اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل⁵، وتتوفر هذه الرغبة في حالة ما إذا كانت التغيرات السعرية للأصل محل العقد عند التاريخ المحدد في صالح المشتري ،ويحصل المشتري على العقد لقاء علاوة

¹ نفس المرجع ،ص 2.

² رمضان زياد،مرجع سابق ،ص 91.

³ نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، إضاءات ،مرجع سابق ،ص 03.

⁴ مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية، الطبعة 01، القاهرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 1997، ص 164.

⁵ طارق عبد العال حمادة ، المشتقات المالية مصر ،الدار الجامعية ،2003، ص 53.

(مكافأة) يدفعها للبائع (محرر العقد) عند إبرام العقد، وتعبر عقود الخيار عن القدرة أو الحق في الاختيار بين بديلين هما إما ممارسة هذا الحق أو الامتناع عن تنفيذه .

ويعرف عقد الخيار أيضا بأنه اتفاق بين طرفين البائع والمشتري يخول لحامله شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد¹، يسمى السعر بسعر التنفيذ أو الممارسة ويسمى التاريخ المستقبلي بتاريخ نهاية صلاحية العقد.

ويعود تاريخ عقود الخيار حسب المؤرخين إلي دولة الإغريق القديمة (550 سنة قبل الميلاد) وإلى الفيلسوف الرياضي الفلكي طاليس فقد تنبأ طاليس بأن بلاده سوف تشهد ندرة في ثمار الزيتون، فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد مسبقا²، ومنذ ذلك التاريخ إلي غاية تاريخ 1973م الذي يعتبر نقطة استخدام الخيارات بصورة رسمية لم يكن لعقود الخيار أسواقا منظمة ولا قوانين محكمة ففي تاريخ 26 أبريل 1973م قامت بورصة شيكاغو للتجارة بتأسيس بورصة للتعامل في الخيارات على الأسهم فقط وهي عقود الشراء فقط³، فيما لم يبدأ التعامل بعقود خيار البيع إلا في جوان 1988م⁴، ثم انتشرت هذه الأسواق فكانت أول سوق فتحت في أوروبا في مدينة أمستردام سنة 1978م⁵.

أركان عقد الخيار

يقوم عقد الخيار في سوق الأوراق المالية على أركان هي:⁶

مشتري الحق: هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار مقابل علاوة

محرر الحق (البائع): وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح مشتري الحق، نظير علاوة أو مكافأة يحصل عليها منه.

الموجودات الأصلية: لا بد لعقود الخيار أن تكون لها علاقة بالموجودات المحددة ومثال على ذلك (أسهم معينة، مؤشرات، عملة أجنبية، سلع....) وتسمى هذه الموجودات بالموجودات الأصلية.

سعر التنفيذ: وهو السعر المتفق عليه وعلى أساسه ينفذ الخيار، ومن الواضح أن مشتري حق الخيار سينفذه فقط إذا كان تنفيذه سيحقق له ربحا، ويطلق على حق الخيار في هذه الحالة حق الخيار المريح وإذا كان تنفيذ حق الخيار سيؤدي إلي خسارة يسمى حق خيار غير مريح، وعند تساوي السعر السوقي يوم التنفيذ بسعر التنفيذ يطلق عليه حق الخيار المتعادل أو المتكافئ .

تاريخ التنفيذ: يسمى أحيانا بمدة الاستحقاق أو تاريخ الانتهاء أو تاريخ الإعلان، وهو آخر يوم لتنفيذ حق الخيار فهناك أسلوبان أساسيان في تنفيذ حق الخيار :

- الخيار الأمريكي: يمكن للمشتري تنفيذها في أي وقت بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء

¹ موسى مطر شقيري ، نوري موسى ، ياسر المومني ، المالية الدولية ، عمان ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، ص 111 .

² سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص 145 .

³ خالد وهيب الراوي ، الاستثمار - مفاهيم ، تحليل ، استراتيجية - الطبعة 01 ، عمان ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، 1999 ، ص 308 .

⁴ سمير عبد الحميد رضوان ، ص 147 .

⁵ سماري ابتسام ، مرجع سابق ، ص 91 .

⁶ بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سابق ، ص 144

• الخيار الأوربي: يمكن للمشتري تنفيذها في آخر يوم للاستحقاق فقط.

العلاوة: وهي المبلغ المتفق عليه في مقابل الحق الذي يدفعه حامل الحق إلي محرره نظير منح للمشتري حق الخيار، وتسمى ثمن الخيار أو مكافأة الخيار.¹

أنواع عقود الخيار: هناك عدة تصنيفات لعقود الخيار منها ما يقوم على موعد التنفيذ ومنها ما يقوم على صاحب الحق وطبيعة الحق وهذه الأخيرة التي سيقوم عليها تقسيمنا:

أ/ خيار الشراء: هي أداة مالية مشتقة تعطي الحق لحاملها شراء أصل معين بسعر معين وخلال فترة معينة أو تاريخ معين² وله مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته في مقابل دفع العلاوة.

ب/ خيار البيع: وهي أداة مالية مشتقة تعطي لحاملها الحق في بيع أصل معين بسعر معين قبل أو بحلول تاريخ محدد³.

ج/ العقود المركبة: وهي العقود المركبة من اختياريين أو أكثر من نوعي الاختيار السابقين (اختيار البيع واختيار الشراء)⁴، وبمقتضى ذلك يصبح لحاملها الحق في أن يكون مشتريا أو أن يكون بائعا حسب ما تقتضيه مصلحته، وهي على أنواع⁵.

1. خيار مزدوج: وهو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء، بمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون شاريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها، وذلك رهنا لمصلحة الشاري يسمى كذلك بالتوليفة⁶، ويستعمل إذا كان صاحبه غير موقن لحالة تلك الورقة ويتوجس خفية من تقلبات الأسعار في غير صالحه وهو يستعمل إذا أحس أن التقلبات ستكون كبيرة، وتكون العلاوة فيه أكبر من غيرها في العقود السابقة.

2. خيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع المسمى سترادل: وذلك بأن يجمع الشخص بين نوعي الاختيار السابقين، وذلك بأن يشتري خيار شراء صادر على أسهم شركة معينة بسعر وتاريخ تنفيذ معين، كما يشتري خيار بيع صادر على أسهم ذات الشركة بسعر وتاريخ التنفيذ نفسه، بحيث ينفذ خيار الشراء في حال ارتفاع الأسعار وينفذ خيار البيع في حال انخفاضها، وهو بذلك يشبه الاختيار المزدوج في صورته، إلا أنه يختلف عنه لأحقية المشتري هنا تنفيذ كلا العقدین إذا أتيح له ذلك، وذلك بأن ينفذ عقد خيار الشراء إذا ارتفعت الأسعار، ثم إذا انخفضت الأسعار بعد ذلك في مدة سريان الخيار نفذ عقد خيار البيع، وبذلك يستفيد من حركة السوق في كلا الاتجاهين .

3. خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع المسمى سبريد Spread:

¹ Cherif mondher. ingénierie financière et private equity. RB édition. 2003. p 113

² سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مصر، مكتبة أم القرى، 2001، ص 399

³ نفس المرجع، ص 403.

⁴ مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص 1030.

⁵ عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني، العقود المالية المركبة، طبعة 1، السعودية، كنوز اشبيليا، 2006، ص 330 وما بعدها.

⁶ سمير عبد الحق رضوان، مرجع سابق، ص 168.

وهو يشبه بآلية الخيار السابق، إلا أن نقطة الخلاف بينهما تكمن في اختلاف سعر البيع عن سعر الشراء حيث يكون سعر الشراء غالبا أعلى من سعر البيع.

4. عقد الخيار المسمى ستراب Strap:

وهو العقد الذي يجمع فيه الشخص بين ثلاثة عقود خيار على أسهم شركة معينة، منها خياران شراء وخيار بيع وهو يكلف ثلاثة أضعاف ثمن عقد الخيار الواحد، ويلجأ إليه إذا توقع ارتفاع الأسعار فإذا ارتفعت الأسعار نفذ خيار الشراء أما إذا خابت توقعاته فإنه ينفذ خيار البيع .

5. عقد الخيار المسمى ستريب Strip:

وهو شبيه بعقد الخيار المسمى ستراب Strap إلا أنه في هذه الحالة يكون خياران للبيع وواحد للشراء وتكون توقعاته انخفاض الأسعار .

ثانيا :العقود الآجلة والمستقبلية سنحاول إبراز كل من العقدين على حدى ثم إظهار الفروقات بينهما
تعريف العقود الآجلة:

هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقا أيضا¹، إذا فهي عبارة عن اتفاقية بين مشترا وبائع لمبادلة أصل ينفذ في تاريخ لاحق ويحدد الطرفان السعر والكمية عند التعاقد، حيث إنه يحدد في العقد مواصفات الأصل وسعر التسوية وتاريخ التسوية، ويتم التفاوض بشأن هذه العناصر التي تكون محل اتفاق بين المتعاقدين²، ما أدى إلي افتقارها للنمطية ولشروط محددة، حيث يخضع كل عقد في شروطه إلي الاتفاق والمفاوضات بين الطرفين³.

تعريف العقود المستقبلية:

يطلق مصطلح العقود المستقبلية على العقود الآجلة التي يجرى التعامل عليها من خلال أحد الأسواق المنظمة (البورصة)⁴، إذا فيكون تعريفها على أنها اتفاقية بين مشتري وبائع على استلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق وبسعر محدد سلفا والعقود المستقبلية تكون موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق بحيث يتم تداولها بوحدة نقدية موحدة أو مضاعفاتها⁵، لذلك تعرف هذه العقود بالنمطية والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليهما عند توقيع العقد بينما دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه يكون في المستقبل ومن هنا جاء تعبير "مستقبلي" لوصف العقد⁶

¹ هوشيار معروف، **الاستثمارات والأسواق المالية**، طبعة 01، الأردن، دار صفا للنشر والتوزيع، 2003، ص 1030.

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 208.

³ صالح محمد الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 364.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 210.

⁵ جمال جويدان الجميل، **الأسواق المالية والنقدية**، طبعة 02، عمان، دار الصفا للنشر والتوزيع، ص 185.

⁶ رمضان زياد، مرجع سابق، ص 97.

وهي قائمة على التزام كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه¹، ومن هنا تستخرج صفة الرسمية، وبذلك يمكن إعادة صياغة التعريف كالتالي " العقود المستقبلية هي عقود رسمية نمطية مستقبلية تتداول في البورصة يكون اتفاقها أي على أن يكون تسليمها مستقبلي .

نشأة العقود الآجلة والمستقبلية:

تعد العقود الآجلة هي أول صورة من صور العقود المستقبلية حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية والمعادن²، ويعد سوق شيكاغو للتجارة أول الأسواق لهذه العقود فقد أنشأت هذه السوق من قبل تجار الحبوب المحليين سنة 1842م من أجل التخفيف من مخاطر التغيرات في الأسعار³، وفي عام 1972م قامت السوق النقدية العالمية وهو فرع من بورصة شيكاغو بطرح أول عقد مستقبلي على العملة وهذا من أجل مساعدة المستثمرين على تخفيف مخاطر أسعار الصرف⁴، ولقد تطورت العقود المستقبلية في أعقاب انهيار نظام "بروتن وودز" سنة 1973 حيث بدأت دول العالم في تعويم أسعار عملاتها، وفي عام 1977م بدأت بورصة شيكاغو للتجارة في تنظيم أكثر العقود نجاحا وهي العقود المستقبلية على سندات الخزنة⁵.

نقاط الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية :

سنحاول في هذا الجدول إظهار نقاط الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية من خلال عدة معايير

¹ حسين بن هاني ، مرجع سابق ، ص 179 .

² محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ، ص 363

³ سماري ابتسام ، مرجع سابق ، ص 79 .

⁴ نورليامت سعيد جعفر، سوق المشتقات المالية تقدير اقتصادي وشرعي ، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير ، جامعة اليرموك ، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، 2006/2007 غير منشورة ، ص 10 .

⁵ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 224 .

جدول 1-2 المقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

المعيار	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
طبيعة العقد	وهي عقود شخصية يتم تصيلها وفقا لرغبات وتفضيلات المتعاقدين وهي قائمة على التفاوض	هي عقود نمطية حيث يحدد وقت التسديد وكميات وأنواع الأصول والمبالغ المتفق عليها بدقة تامة ووفقا لمعايير محددة من قبل إدارة السوق وتكون معلنة.
مكان التداول	تنظم العقود الآجلة في أسواق مالية غير منظمة غير نظامية تعرف بأسواق ما وراء الكاونتر.	ترتب عقود المستقبلية في أسواق منظمة ومفتوحة ولا يجوز إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسة.
سعر التسليم	بقاء سعر الأصل محل العقد ثابت خلال فترة العقد إلي غاية تاريخ استحقاقه.	سعر التسليم في عقود المستقبلية يعدل أو يتابع احتسابه يوميا .
طرفي التعامل	تقام العقود بين طرفين البائع والمشتري بأسلوب مباشر -تلفون، وكل وسائل الاتصال الحديثة	تتم العقود بين مؤسسة التقاص وبين البائع وبين مؤسسة التقاص وبين المشتري .
الهامش	يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد.	يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.
تاريخ التسوية	لا يمكن تسويتها إلا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق.	يمكن تسويتها في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.
تسليم الأصل محل العقد	يتم إنهاء العقد عادة بتسليم الأصل محل التعاقد.	لا يسلم الأصل عادة وإنما تتم التسوية بصورة نقدية.
المخاطر	لتفادي مخاطر عدم الوفاء بالتزامات العقد يجب التأكد قبل إبرام العقد من الملاءة التي يتمتع بها الطرفان وكذا قدرتهما على الوفاء بالتزامات.	لا مخاطر للفشل أو عدم الوفاء وذلك بفضل وجود غرفة المقاصة وكذا نظام الهامش والتسوية اليومية.
السيولة	أقل سيولة حيث لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله ويتم قبوله من الطرف الأخر.	تتمتع بسيولة كبيرة على عكس العقود الآجلة فإذا رغب أي طرف في تصفية مركزه يقوم بالدخول في مركز معاكس لمركزه الأصلي وذلك نتيجة نمطية العقود.

المصدر: - نورليامت سعيد جعفر، مرجع سابق، ص 12-13.

- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 156-157.

- مدحت صادق، مرجع سابق، ص 187-189.

ثالثاً: عقود المبادلات عمليات SWAP**تعريف عقود المبادلات**

هي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة¹ يتم من خلالها الاتفاق بين طرفين عن طريق وسيط على تبادل التزامات وحقوق² خلال فترة مستقبلية وهذا على فترات دورية، لذلك عرفت بأنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ³.

تاريخ نشأة عقود المبادلات:

تعود أول ممارسة له لتاريخ 1970م في أصل عمليات الإقراض والاقتراض الموازي بالنسبة للعمليات الأجنبية، وكانت هذه العملية تهدف أساساً لتجنب الرقابة على عمليات الصرف الخاصة بتمويل فروع هذه الشركات في الخارج، الأمر الذي أدى بالشركات الانجليزية والأمريكية إلي تبني هذه الآلية أي عملية الإقراض الموازي، وهو عقد بين شركتين أم تنشط الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية والثانية في إنجلترا من أجل الإقراض لفروعها في الخارج، وهذا بغرض تقادي تحويل العملة بين البلدين حيث تقوم الشركة الأم الأمريكية بإقراض فروع الشركة الانجليزية في الولايات المتحدة الأمريكية بالدولار وتقوم الشركة الأم الانجليزية بإقراض إلي فروع الشركة الأمريكية في إنجلترا بالجنيه الإسترليني⁴.

وقد نشأ أول عقد مبادلة للعملة سنة 1981م بين شركة IBM والبنك العالمي⁵، وقد شهدت الثمانينات مولد مبادلات أسعار الفائدة في إنجلترا، ومنها انتقلت في غضون فترة قصيرة إلي مؤسسات الولايات المتحدة الأمريكية⁶.

أنواع عقود المبادلات :

تسري عقود المبادلات على عدة أدوات يمكن إظهارها في النقاط التالية :

أ/ مبادلة العملة:

في هذه العملية يوافق الطرفان على تبادل عملتين على سعر صرف سائد مقابل سعر صرف آجل أي في وقت لاحق يحدد مسبقاً⁷، وتنشأ من هذه العملية التزامات تتمثل في دفع فائدة القرض للعملة المقابلة⁸، وفي الأخير يسترجع كل من الطرفين مبلغ القرض ومنه فإن هذه العملية تقوم على ثلاثة مراحل :

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 167

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة 03، الأردن، دار وائل للنشر، 2004، ص 316.

³ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 167.

⁴ سمري ابتسام، مرجع سابق، ص 106

⁵ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية، مصر، الدار الجامعية، 2003، ص 213

⁶ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 247

⁷ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 171.

⁸ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 243

- تبادل مبدئي لرأس المال عند بداية عقد المبادلة
- دفع الفوائد على كل قرض
- تبادل نهائي لرأس المال عند تاريخ استحقاق عقد المبادلة .

ب/مبادلة أسعار الفائدة :

تقوم فكرة أسعار الفائدة على تبادل سعر فائدة ثابت بسعر معوم¹، على أساس مبلغ أصل وهمي غير حقيقي، أما السعر المعوم فيحدد بمتوسط الأسعار فيما بين بنوك -لندن- والمعروف باسم ليبور LIBOR، ويمكن أن يكون على سعرين فائدة متغيرين حيث كل سعر قائم على معيار معين.

ج/مبادلة السلع

ويقصد بعقود المبادلة على السلع العملية التي يقوم من خلالها طرفا العقد بالاتفاق على شراء وبيع في تاريخ محدد خلال فترة محددة لكمية معينة من السلع بسعر محدد وبيع أو شراء كمية مساوية لنفس المادة بسعر متغير يتحدد دوريا على مستوى السوق، ولا تتم عملية المبادلة هذه على أساس حقيقي ولكن عن طريق تبادل لتدفقات نقدية بين الطرفين²

المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية

السوق الكفاء هي سوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة، حيث تختلف مدة انعكاس المعلومات ونوعها تبعا لنوع ومستوى الكفاءة لسوق الأوراق المالية، ولتوضيح كل ذلك قسمنا هذا المبحث إلى المطالب الثلاثة التالية:

الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

على الرغم من تعدد التعاريف التي حددها خبراء المال والاقتصاد بشأن كفاءة سوق الأوراق المالية، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد، ويعتبر الاقتصادي الشهير PAUL SAMUELSON من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وعلاقته بالسلوك العشوائي للأسعار، كما حاول العديد من الباحثين من بعده صياغة تعريف الكفاءة ومن بينهم BEAVER و FRANCIS و FAMA،

و حتى تتمكن من تحديد مفهوم الكفاءة لابد من إيراد أهم التعاريف التي تناولت السوق الكفؤ فيما يلي :

- تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية بأنها : السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة ودقة 3 ، كما تعرف بأنها السوق التي تحقق تخصيصا أمثلا للموارد المتاحة ،

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 138

² سماري ابتسام، مرجع سابق، ص 113

³ الدسوقي إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، القاهرة، دار النهضة العربية، 2000، ص 32

أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً ، وبالتالي يعتبر السوق كفوفاً عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية 1

وتعرف كفاءة سوق الأوراق المالية أيضا بأنها : السوق التي تستجيب أسعار السوق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق ، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة وتؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية ، بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم النقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية ، ففي ظل السوق الكفو سوف يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر 2.

- كما تعتبر سوق الأوراق المالية كفوفاً إذا كانت الأوراق المالية المتداولة فيها مقيمة بقيمتها العادلة ، وهذا بافتراض أن كل المعلومات المتوفرة تنعكس بالكامل وفورا في أسعار الأوراق المالية 3
وهناك من يعرف كفاءة سوق الأوراق المالية بأنها : تلك السوق التي يعكس فيها سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة عنها والتي يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم 4.
وتعرف كذلك بأنها السوق الذي تعكس أسعار الاستثمارات فيه جميع المعلومات التي تصل إلى المستثمرين بأن هناك فرقا بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها الحالي في السوق 5.
من خلال التعاريف السابقة لكفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص الخصائص التالية لهذه السوق:
-التخصيص الأمثل للموارد المتاحة
-أسعار الأوراق المالية تستجيب إلى نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة .
-هذه الاستجابة تضمن تساوي القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية للورقة المالية.

الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

يوجد هناك نوعان من الكفاءة لسوق الأوراق المالية هما:

-الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية :

تعرف الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية بأنها السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية 6.
كما تعرف الكفاءة الكاملة للسوق بأنها : تلك السوق التي ينعقد فيها الفاصل الزمني بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السعيرية للأصول المتداولة ، وتحقق ذلك يستدعي شروطا معينة وهي :

¹ مجيد موسوي ضياء ، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها ، الإسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، 2003 ، ص 8

² محمد صالح الحناوي ، وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ، الإسكندرية ، دار الجامعة ، 2003 ، ص 127.

³ Dmontier pascal .marches efficients et comptabilité. Encyclopédie comptabilité contrôle de gestion et audit article 64. Paris .2001 p 857

⁴ منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، الإسكندرية ، منشأة المعارف ، 1999 ، ص 479

⁵ محمود الشرارة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية) ، عمان ، دار وائل ، 2008 ، ص 48 .

⁶ منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 42.

-وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر أو ما يطلق عليه الكفاءة المعلوماتية، وبذلك تصبح توقعات المستثمرين متجانسة استنادا إلى تجانس معلوماتهم.

-انعدام القيود على المعاملات مثل تكاليف المعاملات والضرائب، وعدم وجود قيود كمية للمعاملة الأوامر (كسرية أو دورية) مع حرية الدخول أو الخروج للمستثمرين.

-العدد كبير من المستثمرين بحيث تمنع هذه الكثرة المستثمرين من الهيمنة على السوق¹، أي لا توجد فرصة احتكار السوق أو تأثير أي واحد منهم على حركة الأسعار .

-الرشادة في القرارات الاستثمارية التي تستهدف تعظيم المنفعة من وراء الاستثمار 2.

ويفترض في الكفاءة الكاملة للسوق تساوي القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية، نظرا لعدم وجود فاصل زمني بين ورود المعلومات حول حالة السوق وانعكاسها على أسعار الورقة المالية.

إن الكفاءة الكاملة للسوق تتحقق عندما تكون القيمة الحالية للعوائد السنوية للسهم المستحدثة بمعدل عائد على الاستثمار مساوية تماما لقيمه السوقية يوم شرائه. وقد اتضح للباحثين بعد تحليل هذه الشروط إنها تتسم بالجمود في الواقع العملي، حيث يصعب إن لم نقل يستحيل توافرها في العديد من الأسواق. ويبقى الشرط الخاص بسعي المستثمر إلى تعظيم المنفعة الشرط الذي يتسم بالواقعية وسهولة تحقيقه، وبالتالي يكون هو المحور الأساسي لكفاءة السوق، ويعكس هذا الشرط لانتقال من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية على النحو التالي:

-الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية :

تعرف الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية بأنها : السوق التي تحقق تخصيصا كفؤا للموارد المتاحة ، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية 3.

أي يفترض في الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية وجود فاصل زمني بين تحديد المعلومات حول السوق ثم انعكاسها على أسعار الورقة المالية ، مما يجعل القيمة الاسمية أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت على الأقل ، وبسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار ، يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة يحقق المستثمر من وراءها أرباحا غير عادية ، خاصة في المدى الطويل 4.

ولكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه والمتمثل في التخصيص الكفؤ للموارد المالية المتاحة ، ينبغي أن تتوافر فيه سمتين أساسيتين هما :

- كفاءة التسعير :

وتدعى بالكفاءة الخارجية وتعنى انعكاس المعلومات الجديدة في الأسعار المباشرة ودون تأخير وتكلفة إلى درجة أن الاستثمار في السوق يعد مباراة عادلة⁵.

¹ محمود محمد داغر ، الأسواق المالية (مؤسسات أوراق بورصات) ، عمان ، دار الشروق ، 2007، ص 281.

² نفس المرجع ، ص 282 .

³ منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 48.

⁴ ضياء مجيد موسوي ، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها ، الاسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة ، 2003، ص 10.

⁵ محمود محمد داغر ، مرجع سابق ، ص 241.

ويلاحظ أن كفاءة التسعير تعتمد على وصول المعلومات إلى المتعاملين بالسوق بسرعة وبتكلفة منخفضة ، ويكون أمام كل المتعاملين في السوق الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح وينعكس هذا على صعوبة تحقيق أرباح غير عادية ، والمستثمر الذي يخسر يكون بسبب جهله وعدم تحليله للمعلومات المتوافرة في السوق .

-كفاءة التشغيل:

يطلق على كفاءة التشغيل اسم الكفاءة الداخلية، والتي يقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض ، وذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة ، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير ، ومن ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هوامش ربع ضئيلة ، ومن خلال انخفاض الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات غير الواعدة ستخف أسعار أوراقها المالية ، وبتغير العرض والطلب يحدث توازن في الاقتصاد الوطني وتتحقق الكفاءة الاقتصادية للسوق¹ .

وتعرف أيضا بأنها: إمكانية تحقيق التوازن بين المشتري والبائع ، دون تكبد كل منهما تكلفة عالية للوساطة أو حتى تحقق مزايا استثنائية لصناع السوق (التجار والمتخصصون) وعليه يتضح أن المقصود بكفاءة التشغيل أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن ان تسفر عنه تلك المعاملات .

الفرع الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

كفاءة سوق الأوراق المالية تعني انعكاس جميع المعلومات المتاحة ومدى تأثيرها على أسعار الأوراق المالية ، وهناك ثلاثة أنواع لمستويات الكفاءة.

1. الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق :

يعني فرض الصيغة الضعيفة كفاءة سوق الأوراق المالية أن سعر التداول للورقة المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، وبالتالي فإن تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى للمستثمر ، باعتبار أن الأسعار تتحرك في صورة عشوائية ، وبناء على ما سبق ، سيتم تناول بالدراسة هذه الصيغة من خلال الفروع التالية :

-مفهوم كفاءة السوق في الشكل الضعيف .

-اختبارات كفاءة السوق في شكله الضعيف .

مفهوم كفاءة السوق في الشكل الضعيف:

تعرف الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأنها : السوق التي تقضي بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم هي المعلومات التاريخية بخصوص ما يحدث من تغيرات على الأسعار وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي .2

¹ إيهاب الدسوقي ، مرجع سابق ، ص 34.

² منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 51.

كما عرف البعض الصيغة لكفاءة السوق بأنها: السوق التي يمكن فيها تحقيق أرباح غير عادية نتيجة المضاربة على أصل مالي عن طريق استخدام المعلومات السابقة التي تخص هذا الأصل 1 أي تتضمن هذه الصيغة لفرضية كفاءة السوق إطاراً محتواه أن أسعار الأوراق المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية) وتشمل معدلات أسعار الأوراق المالية وحجم التعاملات فقط، وهذه المدة متاحة وشائعة للجميع لتتحققها في تاريخ سابق ، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر 2.

وفي ظل هذا الفرض فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار أي سهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية أن تنجح، ذلك لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلاً عشوائياً يرتبط بورود معلومات جديدة وليس معلومات تاريخية. ولأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية فإنه لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أي أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار 3 .

ومما سبق ، يتضح أن الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق لا تعترف بالفلسفة التي يقوم عليها التحليل الفني للأوراق المالية ويعتبر عديم الجدوى، لكن الدراسات الإحصائية التي أجريت على الحركة العشوائية خلصت إلى أن معظم أسواق الأوراق المالية تحقق على الأقل هذا المستوى من الكفاءة 4. اختبارات الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق:

لقد تم اختبار الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق من خلال العديد من المداخل لتقييم حركة الأسعار العشوائية، والتأكد من مدى ارتباط أسعار الأوراق المالية بالمعلومات الماضية، ومن أهم هذه المداخل ما يلي:

-اختبار الأنماط:

يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغيير في اتجاه الأسعار (أو اتجاه العوائد)، وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات ، حيث (+) تعني حركة سعرية بالزيادة ، وإشارة (-) تعني حركة سعرية بالنقصان ، كما يقترن الاختبارات بمدة الفترة التي يستغرقها التغيير ، ومن خلال منابعه التغيرات التي تحدث في سعر ورقة مالية ما يمكن الحكم على مدى عشوائي الحركة السعرية أو مدى وجود اتجاه معين للحركة السعرية 5

وقد قام "فا ما " سنة 1965 باختبار هذا الفرض على سوق نيويورك ، حيث لاحظ أن عدد من التغيرات في الأنماط اقل من المتوسط ، مما يعني وجود ارتباط موجب بين التغيرات في الأسعار التاريخية مع

¹ Philip Gillet. Les marches financiers efficients .paris .édition economica .1999.page 61.

² محمود محمد داغر ، مرجع سابق ، ص 284.

³ عاطف وليم اندوراس ، أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها) ، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي ، 2006 ، ص 157.

⁴ B Jacquillat.b solnick .marches financiers gestion de portefeuilles et des risques .paris .edition dunod .1990.page 50. .

⁵ منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 46

التغيرات التي قد تحصل مستقبلا في الأسعار ، وهذا مايسمح لبعض المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين¹
-اختبار سلسلة الارتباط :

يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعريّة لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل ، يعتمد الاختبار على فترة قصيرة فقط ، حيث إن المدى الطويل سوف يكشف في غالب عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ، ويرجع هذا الاختبار إلى في الخمسينيات عندما قام باختبار ثلاثون سهما من "داو جونز" من خلا اختبار معامل ارتباط لفترة من يوم إلى عشرة أيام وقد اتضح أن نسبة ضئيلة من الأسهم قد تغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة 2.

وإضافة إلى هذه الدراسة جرت العديد من الأبحاث لاختبار فرض الصيغة الضعيفة على أساس معامل الارتباط منها الدراسة التي قام بها ماكينلي سنة 1988 حيث قام باختبار معامل الارتباط بين الأوراق المالية والارتباط بين المحافظة المالية في بورصة نيويورك .

كما قام كل من "فا ما" فرانتش" سنة 1988 بدراسة معامل الارتباط للعوائد اليومية للمحافظ الأوراق المالية المتداولة في بورصة في الفترة 1926 الى 1985 وأوضحت هذه الدراسة أن معامل الارتباط يقترب من الصفر على مدى قصير ويصبح سالبا بين (0.4- و0.25) خلال فترة من ثلاثة على خمسة سنوات 3. وتجد الإشارة في الأخير ، إلى أن كل الدراسات التي تمت على اختبار فرض الصيغة الضعيفة للسوق على أساس سلسلة الارتباط أثبتت عدم وجود ارتباط ، وان وجد فهو ضعيف وأنها تدعم في مجملها نظرية الحركة العشوائية للأسعار .

2. الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق :

في ظل فرض الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق ، فإن الأسعار تستجيب للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات، مما ينعكس أثر هذا التحليل على أسعار الأوراق المالية ،وقد اختبرت هذه الصيغة للوقوف على مدى سرعة الاستجابة في تعديل حركة الأسعار للأوراق المالية إلى المعلومات العامة الواردة .ولتوضيح مفهوم هذه الصيغة وتباين مختلف الاختبارات التي تمت ، سوف يتم دراسة المحورين أدناه :

-مفهوم الصيغة متوسط القوة.

-اختبارات الصيغة متوسطة القوة.

-مفهوم الصيغة متوسط القوة

تعرف الصيغة متوسطة القوة بأنها " الأسواق التي تنعكس فيها كل المعلومات المتاحة المعلن عنها على أسعار الأوراق المالية ولهذا لا يوجد شيء يؤدي إلى تعاملات مربحة من خلال استخدام مصادر المعلومات

¹ Philippe Gillet .page 48

² إيهاب الدسوقي ، مرجع سابق ، ص 47

³ B Jacquillat .page48

كما تعرف هذه الصيغة أيضا بأنها " السوق التي يكون فيها سعر الورقة المالية تماما جميع المعلومات المتاحة للعامة ، بالإضافة إلى المعلومات التاريخية ، وذلك مثل المعلومات عن العائد أو التوزيعات أو تطور الإنتاج أو دخول منتج جديد والتعديلات السعرية ، حيث تستجيب السوق للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات لينعكس اثر التحليل على أسعار الأوراق المالية وتعرف أيضا بأنها " السوق التي تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة جميعا والتي تؤثر في تسعير هذه الأوراق ، ممثلة بالظروف الاقتصادية والمالية ومعلومات تاريخية وحالية عن الأسعار والأحجام التبادلية ومستويات الائتمان في الاقتصاد ، وحجم الإصدار ولا تنحصر فقط بالأسعار الماضية وحجم التعاملات ، لذلك فان المستثمرين والبائعين يستخدمون ما هو متاح من معلومات للتسعير ، ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة 2

وتعكس أيضا المعلومات المتاحة عن ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة وكذا ظروف الشركة الداخلية وتقاريرها وقوائم المالية المنشورة والتفسيرات الخاصة بهذه القوائم والتي تعدها الجهات المتخصصة في هذا المجال.3

وانطلاقا من مفهوم هذه الصيغة ، فإنه يصعب على المستثمر أن يحققوا أرباحا غير عادية نظرا لتعديل السعر وفقا للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة ، وقصر الفترة بين وصول المعلومات وبين تغير السعر بناء على هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير وعليه، فإنه لكي تصبح الأسواق ذات كفاءة شبه قوية فلا يجب أن يكون هناك تأخر في معرفة المعلومات، بل ينبغي أن تنتشر بالكامل في السوق دون تأجيل، حتى تقوم الأسعار بعكس كل المعلومات فوراً.

-اختبارات الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق :

لقد اختبرت الصيغة متوسطة القوة بوسائل غير مباشرة، تمثلت في قياس مدى استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات وعمليات اشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة وهذا ما سيتم توضيحه فيما يلي4

-الإعلان عن الأرباح والتوزيعات

لقد قام كل من bail & Brown سنة 1969 بتقديم دراسة تحليلية تهتم بمتبع مدى أثر الإعلان عن النتائج السنوية لعدد 261 شركة أمريكية ، لفترة زمنية غطت 20 سنة ، حيث خلصت هذه الدراسة إلى أن آليات السوق قد توقعت التغير في النتائج قبل أن تنتشر إلى عامة الجمهور ، ذلك لأن شركات التي لم تتحصل على نتائج مرضية رأت أن أسعار أسهمها تتجه نحو الهبوط بصفة دورية غير عادية في الأشهر التي سبقت الإعلان عنها للجمهور ، والعكس صحيح .

¹ طارق حمادة عبد العال ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، القاهرة ، الدار الجامعية ، 2000 ، ص 262.

² محمود محمد داغر ، مرجع سابق ، ص 284.

³ عاطف وليم اندوراس ، مرجع سابق ، ص 158.

⁴ منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 48.

سنة 1985 بدراسة تأثير الإعلان عن توزيع الأرباح ، واتضح أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان ، بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عوائد متميزة على حساب آخرين ، وهم ما يعد تأييدا لفرض كفاءة السوق متوسطة القوة .
عمليات اشتقاق الأسهم .

يقصد باشتقاق السهم تقسيمه وتجزئته إلى سهمين أو أكثر ، حيث يتم إجراء مثل هذه العملية على الأسهم التي تكون قيمتها مرتفعة نسبيا ، ذلك أن ارتفاع قيمتها يعتبر عائقا على تداولها من قبل صغار المستثمرين ، وهو ما يؤدي بعملية اشتقاق الأسهم الى توسيع قاعدة الجمهور المتعامل في الأوراق المالية المشتقة ، ومن ثم رفع درجة السيولة الخاصة بها .

3. الصيغة القوية لكفاءة السوق :

تعتبر الصيغة القوية لكفاءة السوق بمثابة أعلى مستويات الكفاءة لسوق الأوراق المالية ، لأن الأسعار تعكس كل المعلومات التي يمكن معرفتها سواء كانت عامة أو خاصة ، وقد تم اختبار هذه الصيغة من خلال تحليل المعلومات الخاصة ، وذلك بالاعتماد على العاملين بالشركة والمؤسسات المالية والمتخصصين في الأوراق المالية ، ولتوضيح هذه الصيغة سيتم تناولها في الفرعين المواليين :

- مفهوم الصيغة القوية لكفاءة السوق

- اختبارات الصيغة القوية لكفاءة السوق .

مفهوم الصيغة القوية لكفاءة السوق:

تعكس الصيغة القوية للكفاءة جميع المعلومات العامة المتاحة للجميع وكذلك المعلومات الخاصة التي تتوفر لمجموعة معينة ، مثل كبار العاملين بالمؤسسات المصدرة للأوراق المالية أو مديري المؤسسات المالية ، حيث يمكن لهذه المجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية لفترة طويلة نسبية وتعرف كفاءة السوق في صيغتها القوية بأنها عبارة عن السوق التي تنعكس فيها كل المعلومات العامة والخاصة على أسعار الورقة المالية¹

كما تعرف أيضا بأنها السوق التي لا يمكن فيها الحصول على معلومات غير منشورة تخص أصل مالي من أجل تقدير التطورات المستقبلية بسعر هذا الأصل الإجمالي إلا انه لا تتوفر الظروف اللازمة لتحقيق هذه الصيغة، إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالمؤسسة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالمؤسسة وذلك قبل 'لأنها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية².

و من خلال ما سبق يتضح أن الواقع العملي لا يمكنه توفير الظروف اللازمة لتحقيق هذه الصيغة إلا أنه بإمكان الموظفين و المساهمين بالشركة ممن يتمتعون بإمكانية الوصول إلى المعلومات الخاصة بالمؤسسة،

¹ نفس المرجع ، ص 268.

² عاطف وليم اندوراس ، مرجع سابق ، ص 160.

و ذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية؛ الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية.

اختبارات الصيغة القوية لكفاءة السوق:

تم اختبار الصيغة القوية لكفاءة السوق من خلال وسيلة تعتمد على تحليل المعلومات الخاصة و هي:

-المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية:

تمتلك المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار و مؤسسات التحليل المالي القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما تتميز بقدرتها على استخدام أدوات التحليل المالي، و من ثم القدرة على التوقع باتجاهات السوق، و قد تم اختبار هذه الصيغة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار و مقارنة العائد و مستوى المخاطر المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي.

و قد أسفرت الدراسات التي أجريت في هذا المجال عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي؛ فقد أكدت الدراسة التي أجراها شوقي "Shawky , 1982" و كذلك دراسة قام بها " Viet & Cheny , 1982 " عدم قدرة هذه المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في المستقبل، الأمر الذي يشير إلى عدم توافر ميزة خاصة لهذه المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح عادية.

و من ناحية أخرى كشفت دراسات أخرى لـ " Dimon & March, 1984 " و كين "Keane, 1989" عن عدم قدرة المؤسسات المتخصصة في التحليل على تحقيق أرباح متميزة بل أن قدرتها على تقدير القيمة الحقيقية للسهم قد لا تتسم بالدقة، الأمر الذي يؤدي عمليا صيغة الفرض القوي لكفاءة السوق، و يعارض البعض الاتجاه السابق، حيث يرى أن قدرة مؤسسات التحليل المالي على تقديم الاستشارات لعملاء حققوا من ورائها أرباحا غير عادية، و قد تكون بمثابة عدم اعتراف بصيغة الفرض القوي لكفاءة السوق.

و تأسيسا على ما أوضحتها الدراسات التجريبية بشأن قدرة كبار العاملين في الشركات على تحقيق أرباح غير عادية؛ بما يعني عدم وجود السوق الكفء في شكلها القوي بشكل عملي، فإن هذا يعني قدرة المؤسسة المحترفة على تبني استراتيجيات استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك ¹.

¹ عاطف وليم اندوراس، مرجع سابق، ص 64.

المبحث الخامس: المحفظة المالية الاستثمارية

إن التمايز الموجود بين نمط الإنفاق ونمط توزيع الدخل، أدى إلى ظهور وحدات فائض ووحدات إنفاق وبالتالي أصبحت رؤوس الأموال تنتقل بينهما وكل ذلك بغرض الحصول على عائد معقول، الأمر الذي أدى إلى ضرورة تواجد سوق تجمعهما، ومن هنا ظهرت أسواق رأس المال وكذلك ظهر الاستثمار في الأوراق المالية، وأصبح هذا الأخير من المواضيع المهمة، إذ يقوم على ضرورة الحصول على أعلى العوائد مع التقليل من المخاطر قدر المستطاع، وهذا الأمر لا يتحقق إلا بتحقيق تنويع جيد للموارد بما يضمن توزيعاً للمخاطر، ولما كان التنويع يقلل من المخاطر أصبحت هذه الأوراق تجمع فيما يسمى بالمحفظة المالية أو محفظة الأوراق المالية، هذه الأخيرة التي تعتبر كسياسة استثمارية تقوم على فكرة المزج بين البدائل الاستثمارية الأكثر فعالية وذلك عن طريق إدارتها إدارة محكمة .

المطلب الأول: ماهية المحفظة المالية (المفهوم التقليدي)

يعتبر موضوع الحوافز المالية كتطور لعلم الاستثمار، جاء ليبي الحاجات الجديدة للمستثمرين الذين يعتبرون الاستثمار في الأوراق المالية، بمثابة خط الدفاع الأول للوقاية ضد المخاطر المحتملة.

الفرع الأول: التعريف بالمحفظة المالية والهدف من تشكيلها

تحتل محفظة الأوراق المالية مكانة بارزة في أسواق رأس المال، وتزداد أهمية مكانتها من يوم لآخر نظراً للتطورات الهامة التي تشهدها هذه الأسواق ولتنوع أدواتها المالية، الأمر الذي أدى إلى زيادة الاهتمام بها أكثر فأكثر¹.

أولاً: نشأة المحافظ الاستثمارية

إن أول اكتشاف بشري لمنطق المحفظة هو في المثل الشهير القائل: " لا تضع كل البيض في سلة واحدة " فلا تضع كل مواردك في مشروع واحد.

ويعتبر المحلل الأمريكي ماركويتز MARKO WITS أول من كتب في المحافظ الاستثمارية بمفهومها الاقتصادي وذلك في عام 1952م، ثم جاء بعده عدد من الدارسين والباحثين أمثال كورن COREN، وشارب SHARPE، وتعتمد نظريتهما على تعظيم العائد وتقليل مخاطر الاستثمار عن طريق التنويع بين أدوات الاستثمار، حيث ظهر في بريطانيا والولايات المتحدة خلال عقد الخمسينيات والستينات عدد كبير من البنوك والشركات المالية هدفها الأساسي تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها، لكي تستثمرها لهم استثماراً صحيحاً تحقق من خلاله دخلاً جيداً للبنك وللمدخر، مما أدى إلى ظهور عدد كبير من المحافظ، ولوجود عدد كبير من المديرين غير المتخصصين في إدارة المحافظ المالية الذين لم يطبقوا الأسس العلمية لإدارة المحافظ وبالتالي فشلوا في إدارتهم، فخرج عدد من المؤسسات من السوق، وظلت المؤسسات التي يديرها مديرون متخصصون طبقوا نظريات المحافظ المالية الحديثة في استثماراتهم

¹ Glauss pierre. **gestion de portefeuille une approche quantitative**. Dunod. 2011.p 159

المختلفة فنجحوا نجاحا كبيرا، مما دعا الباحثين والدارسين إلى التركيز على إدارة المحافظ، وبعد خمسة وعشرين سنة من أبحاث العالم الأمريكي ماركويتز أصبحت إدارة المحافظ من أهم مواضيع الإدارة المالية، وأصبحت كليات العلوم التجارية تدرس مادة إدارة المحافظ جنبا إلى جنب مع مادتي إدارة الاستثمار والتسويق¹

ثانيا: تعريف المحفظة المالية

تعرف المحفظة :

أ- اصطلاحا : لا يخرج المعنى الاصطلاحي عن المعنى اللغوي ،ولقد وردت كلمة (المحفظة)في عبارات الفقهاء ويعنون بها الكيس الذي تحتفظ فيه الأشياء ،كما نقل ذلك صاحب مواهب الجليل في حديثه عن النعال وقد لامست نجاسة حيث جاء فيه :² "وانه يجعل على يساره -أي النعال في الصلاة - إلا أن يكون على يساره أحد فلا يفعل لأنه يكون على يمين غيره فيجعله حينئذ بين يديه فإذا سجد كان بين ذقنه وركبتيه ولتتحفظ أن يحركه في صلاته لئلا يكون مباشرا له لأجل هذا يكون له خرقة أو محفظة يجعله فيها ³ " ²

تعرف المحفظة المالية على " أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجا متجانس من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك.....) تتباين وتختلف من حيث (القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها)³

كما تعرف بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة ، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار ،أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول من أموال⁴.

كما يمكن تعريفها بأنها " تشكيلة من الأصول المالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل خطر ،ومن أجل تفادي المخاطر جاءت فكرة تنويع المحفظة "⁵

وعليه يمكن القول بأن **محفظة الأوراق المالية** هي عبارة عن توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها ،عائدها ،مدة استحقاقها ،نوعها ،....، يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنويع وذلك بغرض تعظيم عائدها وتدنيه خطرهما أي تحسين العلاقة :عائد /خطر ،ولذلك نجد أن المحفظة المالية عادة ما

¹ أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة 01، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع 2007، ص 32-33.

² نفس المرجع، ص 22

³ سعيدة تلي، التنويع بالمردودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقة 2008-2009، ص 19

⁴ ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، مرجع سابق، ص 261

⁵ بلعزوز بن علي، محمدي الطيب أحمد، مرجع سابق، ص 161

تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية: أسهم سندات مشتقات مالية... الخ (تتباين وتختلف فيما بينها من حيث قيمتها، معدل العائد المتولد عنها، ومدة استحقاقها)¹

ثالثاً: الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية

إن هدف أي مستثمر من بناء أو تشكيل محفظة أوراق مالية هو تحقيق منافع إضافية، إلا أن الأمر هذا يتطلب عملية مفاضلة بين:

- الخطر والعائد المتوقع
- القيمة المضافة المحتملة والدخل المنتظم
- مختلف مستويات الخطر

مع العلم أن هذه المفاضلة تحدث تبعاً لرغبة وهدف المستثمر، إلا أن الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلى محفظة مثالية، أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى خطر معين، أو تحقيق أقل مستوى خطر ممكن عند مستوى عائد ثابت، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر وهو يشكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن ثنائية (عائد/خطر) ممكنة، وتختلف أهداف الاستثمار باختلاف المستثمر والأفراد، فبعضهم لديهم استعداد لتملك أوراق مالية ذات درجة عالية من الخطورة وذلك للحصول على أكبر قدر

من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر الاعتماد على أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى وإن حصل على عائد أقل، ومن أهم الأهداف التي يطمح المستثمرين إلى الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي:

- **تعظيم الربح:** أي تعظيم المخاطرة فإذا كان للربح الأولوية في سلم أفضليات المستثمر، فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة.
- **تحقيق أمان مستقبلي:** وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام، وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن.
- **تحقيق النمو:** أي زيادة تراكمية رأسمالية، وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها.
- **تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي:** من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفاء وفعال، مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع.

¹ عديلة مريميت، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظة المالية، أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2009-2010، ص 193

- **التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين:** لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير
- **مواجهة الالتزامات المستقبلية:** أي هدف تحقيق السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية

وفي الواقع الهدف من تشكيل محفظة أوراق مالية هو مزيج من الأهداف السابقة، وتتحدد درجة أولوية كل منها وفقاً لاحتياجات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة¹

الفرع الثاني: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية

لتكوين محفظة مالية مطابقة تماماً لرغبة المستثمر واحتياجاته لا بد من التحديد المسبق للقيود والضوابط المفروضة على تكوينها، بالإضافة إلى مبادئ ومراحل تشكيلها

أولاً: قيود تكوين محفظة أوراق مالية

ويمكن التمييز بين القيود التالية :

- **قيود زمنية:** ونعني بها تحديد المدى الزمني الذي يرغب المستثمر صاحب المحفظة أن يستثمر خلاله، أي بمعنى تحديد نوع المدى الزمني الملائم له (قصير أم متوسط).
- **قيود مالية أو رأسمالية:** أي إمكانية المستثمر المالية وحجم ونوع الأموال التي تكون بحوزته والمخصصة لشراء وحياسة الأوراق المالية، بالإضافة لمدى توفر الأموال للمستثمر حتى يتمكن من انتهاز الفرص الجيدة دون الاضطرار لبيع ما بحوزته.
- **قيود متعلقة بمدى الحاجة لتسليح المحفظة:** وذلك بشكل مفاجئ أو في أجل قصير الأمر الذي يؤدي بالمستثمر إلى التخلص من بعض الأوراق المالية، وفي هذه الحالة لا بد عليه أن يختار الأوراق المالية الأكثر قابلية للتداول.
- **قيود ضريبية وإلزامية:** وهذا مرتبط بالقوانين والتشريعات التي قد تمنح إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة أو لنوع معين من الشركات أو لمناطق جغرافية معينة، أو لأنشطة معينة، لذلك لا بد على المستثمر أن يكون على إطلاع بها حتى لا يتفاجئ بتغيرها.
- **قيود ومحددات المخاطر:** إن درجة تقلب المخاطر تتنوع وتختلف من استثمار لآخر، ومن ورقة مالية لأخرى، ومن درجة خطر معين لآخر، لذا لا بد على المستثمر أن يكون على علم بهذه المخاطر ومدى تأثيرها على العائد.

ثانياً: ضوابط تكوين محفظة أوراق مالية

¹ سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006-2007، ص 12. 13.

وبجوار قيود ومحددات تكوين المحفظة يجب على المستثمر أن يلتزم بالضوابط التالية :

- يجب على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل محفظته المالية دون اللجوء إلي الاقتراض.
- يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة ، بحيث يحتوي على أسهم الشركات ذات درجة مخاطرة منخفضة بعد أن يحدد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها ، على أن تحتوي المحفظة أيضا على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفعا وكل ذلك يتم وفقا لقدرة المستثمر على تحمل مثل هذه المخاطر.
- يجب على المستثمر بين الفترة والأخرى أن يجري تغييرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر ، أو بالعكس حسب ظروف السوق ، أو إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر ، أو قد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل يؤدي إلي زيادة مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخصص له ، مما يجعل مسألة إعادة تشكيل مكونات المحفظة المالية مسألة لا مفر منها.
- تحقيق مستوى ملائم في التنوع بين قطاعات الصناعة ، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى وإن كان رأس المال الخاص بالمستثمر صغيرا ، فكلما زاد تنوع قطاعات الصناعة التي تتضمنها المحفظة المالية انخفضت المخاطر¹

ثالثا: مبادئ تكوين محفظة مالية ناجحة

هناك عدة مبادئ لا بد للمستثمر -صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها - أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية وذلك ليحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة ، سنذكر بعضا منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر :

- **مبدأ القياس الكمي:** ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية ، وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية ، ولقياس العائد والخطر لا بد من توفر المعلومات الكافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل ، والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل .

- **مبدأ الشمول:** ويقصد به اشتمال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم ، سندات حكومية ، اذونات الخزانة ... ، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.

- **مبدأ الارتباط:** ويهدف هذا المبدأ إلي تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار بين أوراق مالية لشركات مختلفة ، فمعامل

¹ سارة بوزيد ، مرجع سابق ، ص 13-14

إرتباط عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة المالية .

- **مبدأ الجودة:** ونقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائق ودون خسارة، وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق ، كما يمكن القول أن توافر جودة في الورقة المالية يعني توافر وزيادة في قابلية السوق وتحسن فرص ترويجها.

- **مبدأ التنوع:** إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب تجميع أنواع الأوراق المالية، أي ذات خصائص متنوعة، ويمكن أن يأخذ التنوع عدة أشكالاً أهمها :

* تنوع قطاعي: تنوع قطاعات النشاط الاقتصادي

* تنوع سوقي: أسواق حاضرة /مستقبلية ،أسواق محلية /أجنبية .

* التنوع في الأوراق المالية : أسهم /سندات

* التنوع في نوعية الورقة المالية : أسهم ممتازة /أسهم عادية /سندات متغيرة الفائدة /سندات ثابتة الفائدة /سندات المساهمة /شهادات الاستثمار¹

المطلب الثاني: أنواع المحافظ المالية

يمكننا تقسيم المحافظ المالية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها ،وتبعاً للأهداف المرجوة منها، ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إلي :

أولاً: محافظ العائد المنتظم " الدخل " : يأتي الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية ،وعلى هذا فإن الهدف من هذه المحافظ هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم ،الثابت والمستقر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان ،وهنا يتحتم على الجهة المكونة للمحفظة المالية اختيار الأوراق المالية التي تدر أعلى عائد ،لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت بالإضافة إلي الأسهم التي توزع أرباح عالية قليلة الخطورة² .

وعليه يعتبر الهدف الرئيسي من هذا النوع من المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلاً شهرياً أو سنوياً ،ويتم هذا باختيار الجزء الأكبر من الأرباح المحققة³

ثانياً: محافظ الربح " النمو " : وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نمواً متواصلاً في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم ،وبالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة ،ويتناسب هذا النوع مع أهداف المستثمر الذي يسعى إلي تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة ،وعليه فإن هذه

¹ سعيد سيف النصر ، دور البنوك في استثمار أموال العملاء ، مصر ، مؤسسة شباب الجامعة ، ص 107

² دريد كامل آل شبيب ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، الأردن ، دار اليازوري ، 2009 ، ص 294

³ مروان شموط ، كنجو عبود كنجو ، أسس الاستثمار ، مصر ، الشركة العربية المتحدة للتوزيع والتوريدات ، 2008 ، ص 267

المحافظ تهتم بالاستثمار في أسهم الشركات التي تنمو أرباحها سنة بعد أخرى ،هذه الأخيرة التي نجد معظمها في قطاعات جد متطورة وهي من المؤكد لها خصائص معينة - لها استثمارات جيدة ومتطورة -لها قيمة سوقية مرتفعة - لها معدل مردودية جد عالي - هيكل مالي متوازن - قدرة تمويل ذاتي كبيرة جدا ...الخ¹

ثالثا: محافظ الريح والعائد "" المختلطة "": تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الريح ،وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معين ،لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر ،وأوراق مالية تحقق دخلا كبيرا وتتضمن مخاطر عالية ،ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع إلي المزج بين العائد والخطر²

رابعا: المحافظ التقليدية هذا النوع من المحافظ يهتم بزيادة رأس المال مع الحصول على نتائج جيدة مقارنة بالسوق ،وهذا يعني تحمل درجة معينة من المخاطر ،هذه المحافظ تتكون في معظمها من أسهم ،وتتميز عن المحافظ السابقة في أنها محافظ حركية تعمل على البحث عن الفرص الجيدة لاستغلالها في السوق .

خامسا:المحفظة المهاجمة هي محافظ تطمح لتحقيق فوائض في القيمة مع تحمل مخاطرة كبيرة ،لذا فهي تعتبر محافظ حركية تزيد من استغلال الفرص³ .

سادسا: المحفظة الحذرة هذا النوع من المحافظ يهدف إلي تأمين وضمان زيادة في رأس المال وفي نفس الوقت تحقيق عائد معين ،ولهذا فهي تعتمد في تشكيلها على محاولة التوفيق بين انتظام العوائد ونمو الدخل ، وفي الوقت نفسه يجب أن يطبق بعض التحكيم بين الدخل والعائد المحقق في المدى القصير ،والدخل والعائد المحقق في المدى الطويل .

سابعا:المحفظة المضاربة تركز على تحقيق عوائد سريعة وكبيرة مع تحمل مخاطر كبيرة ،لذا فهي تتكون من الأسهم المضاربة أي التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة ،وفي الأخير تجدر الإشارة إلي أنه مهما كان نوع المحفظة المالية فان كل الأنواع تشترك في عدة أهداف أبرزها :

المحافظة على رأس المال الأصلي - إستقرار تدفق الدخل وفقا لحاجات الأفراد المختلفة ووفقا لطبيعة المحفظة المالية - النمو في رأس المال - المخاطر التي يتعرض لها المستثمر - القابلية للسيولة والتسويق⁴ .

¹ دريد كامل آل شبيب ،إدارة المحافظ الاستثمارية ،الأردن ،دار الميسرة ،2010، ص 22

² عصام حسين ،أسواق الأوراق المالية (البورصة) ،الأردن ، دار أسامة ،2008، ص 206

³ قاسم نايف علوان ،إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق ،دار الثقافة ،بدون دار نشر ،2009، ص 199

⁴ سارة بوزيد ، مرجع سابق ، ص 18

المطلب الثالث: مقومات تكوين محفظة أوراق مالية

يحكم تكوين المحفظة المالية عدة مقومات وعوامل هامة تتمثل في العائد المحقق، خطر الأوراق المالية المكونة للمحفظة والتنويع، وهي العوامل التي يجب على الراغبين في تكوين محافظ مالية أن يضعوها في الحساب حتى يتحقق الهدف المرجو من الاستثمار.

من الصعب على المستثمر تحديد عائد المحفظة المالية بدقة وذلك لأنه يعمل في عالم يتميز بقدر كبير من عدم التأكد بشأن المستقبل، لذا فإن العائد الذي سيتم تعيينه هو عائد متوقع وليس عائداً فعلياً.

الفرع الأول: العائد:

أولاً: مفهومه: يعرف العائد على "أنه النسبة المئوية لما يذره رأس المال من إيراد، فالعائد الإجمالي البسيط على سند ما هو المقدار السنوي الذي يتلقاه حامل السند في شكل فائدة، أما العائد الصافي البسيط فهو العائد (الإجمالي البسيط مطروح منه ضريبة الدخل)" ويقال بأن "العائد الإجمالي الصافي على سهم ليس المقصود به الأرباح الصافية فقط، وإنما أيضاً" (القيمة الإضافية المحققة، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي قد تنتج عن إعادة بيعه)¹.

ثانياً: أشكال العوائد المالية وأنواعها:

1/-: **أشكال العوائد:** تأخذ عوائد الأوراق المالية عدة أشكال من بينها

1- **توزيعات الأرباح:** إذا كانت الورقة المالية تمثل ملكية في الشركة كالسهم.

2- **الفوائد:** إذا كانت الورقة المالية تمثل ديناً بالنسبة للشركة، كالسندات فحاملها يتحصل على الفائدة المتفق عليها.

3- **الأرباح الرأسمالية:** وتنتج عن إعادة بيع الأوراق المالية، فالفرق بين سعر الشراء وسعر البيع يمثل ربح².

2/-: أنواع العوائد المالية: نميز هنا بين:

1-2- **العوائد الفعلية:** أي التي حققها المستثمر فعلاً بين شرائه و بيعه للأوراق المالية وقد تكون عوائد إرادية أو رأسمالية أو مزيجاً بينهما.

2-2- **العوائد المتوقعة:** صعبة التحديد لأنها تعتمد على المستقبل وبالتالي فهي متعلقة بحالة عدم التأكد، لذا فمن الممكن أن يضع المستثمر إطاراً للتوزيع الاحتمالي، أي يقدر الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظلها.

2-3- **العوائد المطلوبة أو المرغوب فيها:** وعادة ما تكون متناسبة مع مستوى الخطر (الذي سيتعرض له)³.

2- منير إبراهيم هندي، الأسواق و المنشآت إدارة المالية، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 1999، ص 424.

2- سارة بوزيد، مرجع سابق، ص 31.

3- نفس المرجع سابق، ص 32.

ثالثا: عائد المحفظة المالية:

1/-: تعريف عائد المحفظة المالية: إن عائد المحفظة المالية يختلف عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة لها، هذه الأخيرة التي تنتج عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق (أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى وذلك عند الترقية الملائمة).

وفي هذا الصدد لا بد أن نميز بين عائد المحفظة الفعلي وبين عائد المحفظة المتوقع، إلا أن العائد الذي يشكل محور اهتمام المستثمرين هو العائد المتوقع، هذا الأخير الذي يعتبر أهم ناتج ومحصلة لذا أصبح يصاغ في شكل توزيع احتمالي، وفي هذا الشأن نميز بين توزيع احتمالي موضوعي و توزيع ذاتي "شخصي"، فأما التوزيع الاحتمالي الموضوعي فيعتمد على بيانات تاريخية موضوعية، أما التوزيع الاحتمالي الذاتي أو غير الموضوعي فيتم تشكيله عن طريق وضع تخمينات شخصية ثم يتم تخصيص احتمالات لها.

2/-: حساب عائد المحفظة المالية: نميز بين نوعين من عوائد المحفظة عائد فعلي و عائد متوقع ، و بما أن المحفظة المالية هي مجموع أوراق مالية لذا فإن عائدها هو مجموع عوائد المحفظة المالية، وعليه فلا بد أن نتطرق أولا لعائد الأوراق الفردية، إلا أنه لا بد أن نبرز أن العائد الفعلي للأوراق المالية يستند على بيانات تاريخية فعلية، و بالتالي فإن طريقة حسابه سهلة أما حساب العوائد المتوقعة فيعتمد على توزيع احتمالي، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال، و فيما يلي عرض لعائد الأوراق المالية ثم عائد المحفظة المالية .

3/-: العائد التاريخي: يتطلب الأمر لحساب العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية كلا من عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية و أوزانها النسبية، لأن العائد التاريخي للمحفظة المالية هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد تلك الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة، و يحسب العائد التاريخي للمحفظة بالعلاقة التالية:

$$R_p = \sum w_i R_i$$

حيث: R_p : القيمة المتوقعة للعائد.

W_i : الوزن النسبي للورقة المالية i .

R_p : العائد التاريخي للمحفظة p .

N : عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية.

3-2-2-: العائد المتوقع للمحفظة المالية: يحسب بالعلاقة التالية:

$$E(R_p) = (W_1 R_1) P_1 + (W_2 R_2) P_2 + \dots + (W_n R_n) P_n = \sum w_i R_i P_i$$

حيث:

W_i : وزن الورقة المالية داخل المحفظة j .

R_i : عائد الورقة المالية (j):

P_i : احتمال حصول العائد j .

N: عدد الاحتمالات¹.

الفرع الثاني: خطر المحفظة المالية إن تحديد خطر المحفظة المالية و تحليل أسبابها هو العامل الثاني

بعد العائد لتحديد القيمة السوقية للمحفظة المالية.

أولاً: تعريف خطر المحفظة المالية: للمخاطرة عدة تعريفات تعكس و جهات نظر الباحثين المختلفة، ولقد تم تعريف الخطر في ويبستر " بأنه إمكانية التعرض للخسارة أو الضرر أو المجازفة"، و بالتالي (webster) قاموس فالمخاطرة يتضمن احتمال حصول أحداث غير مرغوب فيها. و بالتالي فإن الخطر هو احتمال أن لا يحقق المستثمر العائد المتوقع للاستثمار².

* كما يعرف خطر الاستثمار في الأوراق المالية" بأنه تذبذب العائد المتولد، أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد، أو من حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معاً³. و الخطر كذلك " هو احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة ، فإذا كانت هناك احتمال مرتفع بأن تكون التنبؤات خاطئة ، فإن هذا يدل على أن درجة المخاطرة عالية أيضاً أما إذا كانت الاحتمال(منخفض فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة أيضاً) " ⁴.

وعادة ما يقترن مفهوم الخطر بحالة عدم التأكد، لذا لا بد أن نميز بين مفهومي الخطر فالخطر يمكن قياسه عن طريق توفر معلومات تاريخية، أما عدم التأكد ، (incertitude) وعدم التأكد فتنشأ عند عدم توفر هذه المعلومات وبالتالي يتم اللجوء إلى وضع تقديرات و تخمينات حول العائد. وبالتالي يمكن إعطاء تعريف لخطر المحفظة المالية بأنه عبارة عن درجة الانحراف والبعد عن العائد، أي أنه عبارة عن دالة لتقلب العوائد المتوقعة من جراء توظيف موارد مالية في محفظة استثمارية معينة .

ثانياً: أنواع المخاطر: يمكن لعائد المحفظة المالية أن يتعرض لعدة مخاطر يتم جمعها فيما يسمى

بالمخاطر الكلية، هذه الأخيرة التي تنقسم بدورها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة

2-1- مخاطر منتظمة: وتسمى أيضاً بمخاطر السوق غير القابلة للتنويع و المخاطر التي لا يمكن تجنبها، وتعرف المخاطرة المنتظمة بأنها ذلك الجزء من التغيرات الكلية في العائد التي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار كافة الأوراق المالية، لذا فهي تتجاوز إطار المحفظة المالية لتصل إلى إطار السوق، ومن ثم فمصدرها ظروف عامة اقتصادية عامة كالكساد أو ظروف سياسية مثلاً، مما يصعب على المستثمر التخلص منها أو التحكم فيها، إلا أنه من الممكن التقليل منها عن طريق تنويع وتوزيع الأوراق المالية، كإستثمار في أسواق عالمية أي إقتناء أوراق مالية صادرة عن عدة دول وليس من سوق دولة معينة، هذا الأمر يتطلب من

1- نفس المرجع السابق، ص 33، 34.

1-أسامة عبد الخالق الأنصاري ، إدارة البنوك التجارية و البنوك الإسلامية ، مصر ، بدون دار نشر ، 1994، ص 47.

2- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع ، 2008، ص 73.

3-حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، الأردن، دار النفائس، 2008، ص 30-31

المستثمر أن يكون على دراية بظروف عدد كبير من الأسواق الدولية، أو أن تكون لديه إتصالات قوية مع سماسرة هذه الأسواق و مستشارين ماليين فيها، أو الاستثمار في صناعات وقطاعات مختلفة.

2-2- مخاطر غير منتظمة: يطلق عليها تسميات متعددة منها المخاطر التي يمكن تجنبها أو المخاطر القابلة للتنويع، المخاطر الخاصة، أو مخاطر الإستثمار في ورقة مالية أو شركة معينة، أو قطاع معين.

* وتعرف المخاطر غير النظامية بأنها ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة وخاصة بشركة أو قطاع معين، وهذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق أي مرتبطة بتكوين محفظة أوراق مالية معينة. ويمكن للمستثمر التخلص من المخاطر المنتظمة بتنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة به تنوعاً قطاعياً، أو تنوعاً في الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية، بحيث يتم الإستثمار في عدد مختلف من الأوراق المالية الصادرة عن عدة قطاعات، وفي نفس الوقت تنويع الأوراق داخل القطاع الواحد، وعدم الإقتصار على أوراق قطاع واحد أو شركة واحدة¹.

2-3- المخاطر الكلية: تعرف المخاطر الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الإستثمار في محفظة الأوراق المالية أو في مجال إستثماري آخر، كما تعرف بأنها حاصل جمع المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

ثالثاً: مصادر الخطر: تنقسم مصادر الخطر حسب نوعها إلى مصادر الخطر المنتظم، ومصادر الخطر غير المنتظم.

3-1-3- مصادر الخطر المنتظم: وتشمل:

3-1-1-3- خطر سعر الفائدة: أي التقلبات الناجمة في عوائد الأوراق المالية نتيجة للتغيرات الحاصلة في مستويات معدلات الفائدة، وينتج هذا الخطر عندما تتغير أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة مما يؤدي إلى التأثير في عوائد كل الأوراق المالية، والسبب في ذلك أن قيمة الورقة المالية هي القيمة الحالية لدخل الورقة المالية، وحيث أن سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للأوراق المالية، فإن أسعار كافة الأوراق المالية تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس للتغيرات الحادثة في مستوى أسعار الفائدة. * إن هذا النوع من المخاطر يصيب كافة الإستثمارات بصرف النظر عن نوع وظروف الإستثمار ذاته، ويعتقد البعض أنه بالإمكان تقاويه بشرائهم للسندات قصيرة الأجل، بحيث لا تتعرض للتقلبات الشديدة في أسعارها السوقية، مقارنة بالأوراق المالية ذات آجال الإستحقاق الأطول، إلا أن الإستثمار في السندات قصيرة الأجل قد يتعرض لسلسلة من عمليات إعادة الإستثمار قصيرة الأجل بعوائد سوقية متغيرة باستمرار، وبهذا قد تتأثر العوائد نتيجة حدوث تغيرات في سعر الفائدة لا يمكن تقاؤها بسهولة.

1- سامي حطاب، المحافظ الإستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الإستثمار، مقال بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2005، ص 18، 19.

3-1-3-2-1-خطر القوة الشرائية: أي تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية أي في قوتها الشرائية،

ويحدث هذا بسبب التضخم، ويصل هذا النوع من المخاطر إلى أقصاه إذا تعلق الأمر بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات. وقد يرى البعض إلى الأسهم العادية على أنها محمية من التضخم، أي أنها تحمي من يفتنيها من مخاطرة القوى الشرائية غير أن هذا غير صحيح، ذلك أن الأسهم العادية قد تتأثر بدرجة أقل مقارنة بالسندات، إلا أنها لا تؤدي دائما إلى زيادات حقيقية في القوى الشرائية أثناء التضخم، ومن ثم فإنها توفر تحوطا جزئيا فقط من التضخم¹.

3-1-3-3-1-خطر السوق: يحدث نتيجة لتقلبات تطرأ في سوق رأس المال أو نتيجة لأسباب إقتصادية، إجتماعية، أو

سياسية، ... في الدولة أو في دول أخرى، تربطها بالدولة المعنية علاقات عمل ويؤثر هذا النوع من المخاطر على وجه الخصوص على الأسهم العادية، أما السندات والأسهم الممتازة فهي أقل عرضة لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر مقارنة بقيمة الأسهم.

3-1-3-4-1-خطر الرفع المالي: يزيد الرفع المالي لأي استثمار بزيادة التمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، ويعتبر هذا الخطر مصدر من مصادر الخطر المنتظم إذا تعلق الأمر بتغيرات دورية في مبيعات الشركة أثناء دورة الأعمال، فنتيجة للمغالاة في الاعتماد على الديون يزيد التقلب في الأرباح، وهذه التقلبات الدورية في الأرباح تنعكس في صورة تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم.

3-1-3-5-1-خطر الرفع التشغيلي: وينتج هذا الخطر نتيجة لإرتفاع التكاليف الثابتة الناجمة عن الإحتفاظ المستمر بالأصول الثابتة سواء زاد أو نقص مستوى المخرجات، ويعتبر كمصدر للمخاطرة غير المنتظمة إذا تعلق الأمر.

بالتغيرات غير الدورية الممكن حدوثها أثناء دورة الأعمال، وبالتالي نتيجة لإرتفاع التكاليف الثابتة فإن هذا سيؤثر على العوائد و الأرباح الدورية، أي يؤدي إلى إحداث تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم.

3-2-3-2-1-مصدر الخطر غير المنتظم: هناك عدة مصادر للمخاطرة غير المنتظمة، من بينها ما يلي:

3-2-3-1-1-خطر الرفع المالي: يمكن اعتبار خطر الرفع المالي مصدر للمخاطرة غير المنتظمة، في حالة ما إذا كانت تأثيرات الرافعة المالية على الخطر غير المرتبط بدورة العمل، كأن يحدث تراجع في مبيعات الشركة لسبب

غير منتظم و غير محتمل، يؤدي بدوره إلى إنخفاض أسعار أسهمها، وبما أن الشركة تعتمد على الديون في تمويلاتها مما يزيد الأمر تعقيدا، وعليه فإن الخطر في هذه الحالة يكون نتيجة خطر رفع مالي غير منتظم.

2- سارة بوزيد، مرجع سابق، ص 36، 35.

3-2-2-2-خطر الرفع التشغيلي: بدوره يمكن أن يكون كمصدر للمخاطرة غير المنتظمة، أي يمكن أن يؤثر على العوائد غير المنتظمة ، وهذا إذا تعلق الأمر بالتغيرات غير الدورية التي من الممكن أن تطرأ، ومن ثم التأثير في

عوائد حملة الأسهم و التي ينجم عنها مباشرة تغير في أسعار الأسهم، وكل هذا ينشأ مع ارتفاع التكاليف الثابتة نتيجة الاحتفاظ بالأصول الثابتة لمدة طويلة.

3-1-6-مخاطر الإدارة: ونقصد بها أخطاء الإدارة المحتمل أن يرتكبها أفراد فريق الإدارة والتي تؤدي إلى إحداث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين، ومن أخطاء الإدارة الشائعة عدم الإبتعاد لمواجهة الأزمات و إنعدام البصيرة و الحكمة في التعامل مع الأزمات، وبالتالي تحدث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين.

3-1-7-خطر الصناعة: خطر مرتبط بالنشاط الاقتصادي الذي يمارسه المشروع أي بالصناعة التي يعمل فيها

المشروع كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية، وجود خلافات بين العمال التأثيرات الخاصة بالقوانين الحكومية كالمعلقة بالرقابة على التلوث مثلا، وعليه يحدث ضررا كبيرا للأرباح والقيم السوقية لأسهم المنشآت المتضررة.

ونشير في الأخير إلى أن هناك أنواع أخرى من المخاطر كخطر الأعمال، خطر التمويل، خطر إصدار الأوراق المالية... الخ¹.

4-قياس خطر المحفظة المالية: إذا كانت مخاطر المحفظة المالية ما هي إلا محصلة مخاطر الاستثمارات الفردية، فان الأمر يقتضي التعرض إلى طرق قياس خطر الأوراق المالية الفردية أولا ثم التطرق لطرق قياس خطر المحفظة المالية.

4-1-1-قياس خطر الاستثمارات الفردية: هناك عدة مقاييس خاصة بالمخاطر غير أننا سنميز بين المخاطر التاريخية والمخاطر المتوقعة.

4-1-1-1-المخاطر التاريخية: في هذا الصدد نميز بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

أ-المخاطر المنتظمة: تقاس المخاطر المنتظمة عن طريق الانحراف المعياري، هذا الأخير الذي يقيس لنا مدى تشتت القيم عن وسطها الحسابي أي يقيس مدى تقلب العائد عن الوسط الحسابي لذلك العائد. ويحسب بالعلاقة التالية:
$$\delta^2 = \sum (R_i - R)^2 / n-1$$
 حيث:

¹-نفس المرجع السابق، ص 37،36.

Ri: عائد الورقة المالية:

R: الوسط الحسابي للعائد:

N: عدد السنوات التي تتوافر فيها البيانات عن العائد: .

وهو عبارة عن مربع الانحراف، كما يوجد مقياس آخر له دلالة هو التباين المعياري وهذا يعني انه يمكن التوصل لقيمة أي منهما بدلالة الآخر، أما عن دلالة هذا المقياس فهو صغير كلما دل ذلك على قلة المخاطر $1 (\delta)$ ، فكلما كان $\delta >$ ينحصر بين الصفر و الواحد أي 0، بالإضافة إلى هذين المقياسين هناك مقياس آخر نسبي يتم قياس المخاطر به يتمثل في معامل الاختلاف، ويتم حسابه وفق العلاقة التالية:

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية}}$$

ويقيس معامل الاختلاف حجم المخاطر لكل 1 % متوسط العائد على الاستثمار، وكلما كان صغير دل ذلك على قلة المخاطر، مع العلم أن هذا المقياس يفضل استخدامه بدلا عن الانحراف المعياري في الحالات التي يغطي فيها هذا الأخير نتائج مضللة.

ب - المخاطر غير المنتظمة: يعبر عن الانحراف المعياري للمحفظة المالية برقم مطلق وبما أن الأرقام المطلقة من الصعب تفسيرها، لذلك فقد تم استخدام مقياس بديل للخطر، وهذا المقياس هو ما يعرف بمعامل بيتا. ومعامل بيتا هو مقياس لدرجة تقلب عائد معين في علاقته بمتوسط عائد السوق أو عائد مجموعة (عينة من الأسهم الممثلة للسوق ككل، ومثل هذا السهم يميل عائدته إلى الحركة صعودا ونزولا وبشكل يتوافق مع حركة عائد السوق، ويمكن قياس حركة هذا السوق بواسطة بعض المؤشرات كمؤشر داوجونز الصناعي لعينة من 30 سهم ومؤشر ستاندر و بوز لعينة من 500 سهم، ويتم قياس معامل بيتا لأي ورقة مالية وفق المعادلة التالية:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)} = \frac{\delta_{im}}{\delta_m^2}$$

حيث:

β_i : معامل بيتا للسهم (i).

Pim : معامل الارتباط بين العائد السوقي وعائد السهم i .

δ_i : الانحراف المعياري للورقة

δ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق .

δ_m^2 : تباين عائد السوق ويرمز له أيضا بالرمز **$\text{Var}(R_m)$**

4-1-2-المخاطر المتوقعة: يتم حسابها وفقا لعدة طرق إلا أن أكثرها شيوعا هي الانحراف المعياري المتوقع،

هذا الأخير الذي هو عبارة عن المتوسط المرجح للانحرافات المتوقعة عن العائد، و يحسب بالعلاقة التالية: =

$$\sum (R_i - R)^2 \cdot P_i$$

حيث:

Pi: إحتمال حدوث العائد R_i .

Ri العائد على الورقة المالية i .

R : متوسط العائد¹ .

4-2-قياس خطر المحفظة المالية: إن خطر المحفظة المالية أو درجة النقلب في عائدها لا يتوقف على

مخاطر الأوراق المالية المشككة لها، بل يتوقف أيضا على طبيعة الارتباط بين عوائد تلك الأوراق المالية.

وقد إعتد الإحصائيون على مقياسين لقياس درجة خطر محفظة الأوراق المالية و المتمثلان حيث يتم

حساب تغاير "coefficient de corrélation" و معامل الارتباط ، "covariance" في التغاير (معدل

عائد ورقتين مالييتين بطريقتين كما يلي):

$$\text{Cov}(a,b) = \frac{(\text{Ra}-\text{Ra})(\text{Rb}-\text{Rb})}{N - 1}$$

حيث:

(a) و **(b)** تغاير عائد الورقتين المالييتين **Cov(a,b)**:

(a) عائد الورقة المالية: **R**

(b) عائد الورقة المالية: **Rb**

N : عدد السنوات²

الفرع الثالث: التنويع يعتبر التنويع العامل الثالث الذي يحكم تكوين محفظة أوراق مالية ناجحة وذلك لأنه

يساهم في تخفيض مخاطرها.

أولاً: تعريف التنويع: يقصد بالتنويع المتعلق بتشكيلة الأوراق المالية ذلك التنويع الذي ينجم عنه

تخفيض المخاطر التي يتعرض لها العائد دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد، كما

يعتبر من أهم العوامل المعتمدة في السياسة الاستثمارية عموماً، إذ انه إذا لم يكن بالإمكان تجنب جميع

المخاطر فانه على الأقل يمكن تجزئتها وحصرها في نسبة مقبولة.

إن مبدأ التنويع لا يعني مجرد تنويع الأوراق المالية فحسب، وإنما ينبغي أن يضمن توزيع المخاطر للأموال

المستثمرة وذلك بتوزيع الاستثمارات على أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية المتنوعة تنويعاً نوعياً وجغرافياً³.

ثانياً: أسس التنويع: هناك عدة أسس للتنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ

الاستحقاق.

¹ - نفس المرجع السابق، ص 40، 39.

² - محمد صالح الحناوي ، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص 237.

³ - مركز التعليم المفتوح، نظرية إدارة المحافظ المالية، جامعة بنها، مصر، ص 11، على الموقع الإلكتروني:

http://bu.edu.eg/olc/images/8th-11%20(1).pdf، تاريخ الزيارة 2016.12.23، على الساعة 10:30.

2-1-تنويع جهة الإصدار: أي عدم الاقتصار على أوراق مالية صادرة عن شركة واحدة، وعدم الاقتصار على نوع واحد من الأوراق المالية، بالإضافة إلى التنويع الدولي، وفي هذا الصدد نميز بين التنويع الساذج وتنويع ماركويتز¹.

2-1-1-التنويع الساذج البسيط: يقوم أسلوب التنويع الساذج أو البسيط على فكرة أساسية مفادها، أنه كلما زاد تنويع الأوراق المالية التي تضمها المحفظة المالية كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها، إلا أن المغالاة

وآرشر "EVANS" في التنويع يؤدي إلى إحداث آثار عكسية وهذا ما بينه كل من أفانز، حيث توصلنا إلى إلى الآثار التالية²:

- صعوبة إدارة المحفظة المالية.

- تحمل تكاليف عالية نتيجة البحث الدائم عن استثمارات جديدة أكثر ضمانا.

- اتخاذ قرارات غير صائبة نتيجة كثرة الأوراق المالية.

- ارتفاع متوسط تكاليف الشراء وذلك لأن زيادة التنويع يعني شراء كميات قليلة من كل نوع من الأوراق المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسة.

2-1-2-تنويع ماركويتز: إذا كان التنويع الساذج يقضي بالاختيار العشوائي للأوراق المالية فان تنويع ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الأوراق المالية، وبالتالي فهو يعتمد على فكرة أساسية تقوم على أساس أن خطر المحفظة المالية لا يتوقف على مخاطر الأوراق المكونة لها فحسب وإنما أيضا على الترابط بين عوائد هذه الأوراق³.

2-2-تنويع تواريخ الاستحقاق: إن العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق و بين القيمة السوقية لأوراق المالية تشير إلى أن تقلب أسعار الفائدة يترتب على تقلبات أكبر من قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل، لذا فصاحب المحفظة تواجهه مشكلة توزيع مكونات المحفظة بين هذين النوعين من السندات، ولأجل ذلك

سنميز بين ثلاث أنواع من أساليب التنويع⁴:

2-2-1-الأسلوب الهجومي: أي قيام المستثمر بالتحول من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقا للاتجاهات المتوقعة، فإذا أشارت التوقعات إلى إرتفاع أسعار الفائدة فان المستثمر سيسارع لبيع السندات طويلة

الأجل ليعيد استثمار حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل وإذا تحققت التنبؤات فسوف يستخدم عائد استثماراته الجديدة ولن ينتظر حتى حلول استحقاقها، والعكس صحيح.

¹-سارة بوزيد ، مرجع سابق، ص 43.

²-ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، مرجع سابق، ص 270.

³-منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في الاستثمار**، منشأة المعارف للتوزيع، مصر ، الطبعة الثانية ، 2003 ، ص 82.

⁴-ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، مرجع سابق، ص 271، 272.

2-2-2- تدرج تواريخ الاستحقاق: أي توزيع مكونات المحفظة المالية بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة، حيث يقوم بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع على أساسه أوراقه المالية المقسمة إلى أجزاء متساوية، وبهذا يشكل محفظة تتكون من مجموعات أوراق مالية – وهذه الأوراق عبارة عن سندات -لا تستحق في نفس الوقت مما يؤدي إلى توفير مرونة في عملية التنويع.

2-2-3- التركيز على الأوراق قصيرة الأجل و طويلة الأجل: دون الاستثمار في الأوراق المالية المتوسطة الأجل، وهذا لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل مخصصة لمواجهة طلبات السيولة، أما الأوراق طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح، بينما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم لا في السيولة ولا في الأرباح.

3- علاقة التنويع بالمخاطر الكلية: لقد سبق تقسيم المخاطر الكلية إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وعليه سيتم التعرف على العلاقة الموجودة بين التنويع وكلا من المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة.

3-1 علاقة التنويع بالمخاطر المنتظمة: بما أن المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تصيب كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن الجهة المصدرة لها، لذا فإن من الصعب التخلص منها أو تخفيضها بتنويع مكونات المحفظة تنويعاً بسيطاً، إلا أنه من الممكن التخفيف منها وذلك عن طريق إتباع أسلوب ماركويتز، أي بتكوين محفظة أوراق مالية معامل الارتباط بينها سالب.

3-2- علاقة التنويع بالمخاطر غير المنتظمة: بما أن المخاطر غير المنتظمة تصيب شركة معينة أو قطاع معين أو نوع معين من الأوراق المالية، لذا فمن الممكن تجنبها عن طريق التنويع وعدم التركيز على إصدارات شركة واحدة أو نوع واحد من الأوراق المالية. هذا و تجدر الإشارة في الأخير إلى أن المحفظة المالية و تكوينها ما هي إلا مرحلة تمهيدية لمرحلة تابعة لها وهي إدارتها، هذه الأخيرة التي تنطلق من خلال عمليات البيع والشراء لمكونات المحفظة المالية¹.

¹ -سارة بوزيد، مرجع سابق، ص 43-45.

خلاصة الفصل الثاني :

ساهم التطور التقني الحاصل في تسيير البورصات في تحسين أدائها ونجاعتها والقيام بمهامها على أحسن وجه، وذلك من خلال دورها في تعزيز الشفافية وسرعة وصول المعلومات، وهو ما يخدم كل الفاعلين الاقتصاديين من مستثمرين ماليين ومؤسسات اقتصادية تسعى لتعظيم الأرباح. المعاملات والعمليات المالية التي تتم داخل البورصة من خلال الممارسة على الأدوات المالية ومشتقاتها من خلال عملية نقل الملكية (البيع/الشراء) هي عمليات ومعاملات خطيرة، حيث أنها تستوجب قدرا عاليا من المعرفة لأسرار سوق المال، وحرفية جيدة لإتمام هذه العمليات على أحسن وجه، لاسيما أن موضوع هذه المعاملات يكون في أغلب الأحيان أموالا طائلة، بحيث أن أدنى خطأ في تنفيذ أوامر العميل قد ينتج عنه خسائر كبيرة يصعب في أغلب الأحيان تداركها وتبعاً لذلك حدد المشرع القائمين على تنفيذ هذه المعاملات بحيث تم حكر التعامل في الأوراق المالية في البورصة على السماسرة والوسطاء الماليين المعتمدين.

تتميز الأوراق المالية المشتقة أو ما يعرف بالابتكارات المالية بكونها تقترب إلى المراهنة والمقامرة أكثر ما تقترب إلى الاستثمار بمعناه الحقيقي، فهي ابتكارات مالية من طرف متخصصين في المضاربة، والذين لا يبحثون إلا عن تعظيم الأرباح ولو بطرق بعيدة عن الاستثمار الحقيقي، وهو ما أدى إلى حدوث اختلالات مالية في منظومة البورصات والأجهزة البنكية، كنتيجة للاستعمال المفرط في اعتماد هذه الأدوات . ومن خلال الدراسة فإنه لا بد من التأكيد على ضرورة التسريع في تنشيط دور البورصة في الاقتصاد الجزائري، نظرا للدور الذي تلعبه في تنشيط الحياة الاقتصادية، والمساهمة في تحقيق حالة الراجح في قطاع المال والأعمال والاقتصاد ككل، ومن جهة أخرى تمكين المؤسسات الاقتصادية الجزائرية العمومية والخاصة من الحصول على التمويل اللازم، وهذا ما سنحاول التطرق إليه في الفصل الثالث من الدراسة.



الفصل الثالث

تمويل المؤسسات الاقتصادية
عن طريق بورصة القيم المنقولة
(الواقع، التجربة، الأداء)
دراسة حالة:

SONELGAZ _ALLIANCE- ROUBA



الفصل الثالث:

تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق بورصة القيم المنقولة (الواقع، التجربة، الأداء) دراسة حالة:

SONELGAZ – ALLIANCE- ROUBA

تمهيد:

- المبحث الأول: سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر
- المبحث الثاني: بورصة الجزائر وتنوع مصادر التمويل
- المبحث الثالث: نظرة حول أداء بورصة الجزائر 2014 - جوان 2017
- المبحث الرابع: دراسة حالة تجربة تمويل بعض شركات المساهمة المدرجة في البورصة
- خلاصة الفصل الثالث.

تمهيد الفصل الثالث:

يمكن للمؤسسة الاقتصادية خلال حياتها حتى وإن كانت ذات تسيير جيد أن تجد نفسها لسبب أو لآخر في حالة مالية حساسة، وعليه فاللجوء إلى القرض البنكي لتقادي العسر المالي وتجنب المخاطر ليس حلا دائما بسبب التكلفة المرتفعة للقرض المصرفي (معدل الفائدة، نفقات مصرفية، تأمينات، عمولات..). هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن الميزانية بوقع الديون تجعل المؤسسة لا تتصف بالاستقلالية المالية. وعلى هذا الأساس ورغم الصحة المالية للمؤسسة ومهما كان القطاع الذي تنمو فيه، فإن طرح القيم المتداولة للتفاوض في البورصة يمكن من تمويل نمو الشركة ويساهم كذلك في ارتفاع سيولة أسهم الشركة. وكذلك يمكن لشهرة المؤسسة الاقتصادية أن تزداد عندما تكون قيمتها مقبولة في البورصة، حيث أن الدخول والقبول في البورصة أي الإدراج فيها يقوي مصداقية الشركة اتجاه الغير، فتصبح معروفة أكثر لدى الجمهور.

وبحكم أن بورصة القيم المنقولة في الجزائر حديثة النشأة بداية التسعينات من القرن الماضي، وبغية التعرف على كيفية سيرها وعملها وتقييم أدائها خلال فترة الدراسة 2014-جوان 2017، وكذلك التعرف على آليات إدراج المؤسسات الاقتصادية الجزائرية داخل البورصة من أجل الحصول على التمويل اللازم، قسمنا هذا الفصل الأخير إلى النقاط في المباحث التالية:

- سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر
- بورصة الجزائر وتنويع مصادر التمويل
- نظرة حول أداء بورصة الجزائر 2014- جوان 2017
- دراسة حالة تمويل ALLIANCE-ROUBA- SONELGAZ

المبحث الأول: سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

تميزت سياسة تمويل المؤسسة الاقتصادية في الجزائر بالعديد من المميزات التي أثرت بشكل مباشر على الأداء الاقتصادي لها، كما تميز موضوع التمويل بطرحه لإشكالية مستمرة وذلك بسبب ضعف الخدمات المقدمة ومحدودية تكييفها مع متطلبات المؤسسات الاقتصادية، ومرت سياسة تمويل المؤسسة الاقتصادية في الجزائر بمرحلتين أساسيتين، أخذت كل مرحلة مضمونها من النهج الاقتصادي المتبع، ففي المرحلة الأولى الممتدة من سنة 1962 إلى سنة 1990 تميزت بتهميش دور مؤسسات التمويل، في حين أن عملية التمويل كنشاط حضيت بالأهمية البالغة نظرا لأن القرار المتعلق بالتمويل يتخذ بعيدا عن اهتمامات المؤسسة، كما أن الائتمان لم يكن يمنح حسب الفرص المتاحة لأن جميع المؤسسات تتحصل على التمويل اللازم مهما كانت وضعيتها المالية، وهذا بدوره ما أدى إلى ضعف النجاعة الاقتصادية للمؤسسات وتهميش دور المنظومة البنكية في ما يخص وظيفة التمويل.

أما المرحلة الثانية التي جسدها قانون النقد والقرض، فلقد تميزت بصفة عامة بإقصاء عامل اللامبالاة بالوضع المالية من طرف مؤسسات التمويل، كما تميزت أيضا بالدور الفعال لتدخل الدولة من خلال إنشاء مؤسسات تقي بالحاجيات المالية للمؤسسة الاقتصادية، واللجوء إلى عمليات التطهير المالي للمؤسسات كسياسة لتمويل العجز الدائم، وتحويل الديون إلى قيم مالية وإنشاء مؤسسات أخرى تسعى إلى تقريب المؤسسة الاقتصادية من مؤسسات التمويل، وهذه السياسة ترمي إلى تنويع مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية قبل سنة 1990

تميزت سياسة التمويل قبل سنة 1990 بتركيز القرارات المتعلقة بتمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية لدى المركز بعيدا عن اهتمامات البنوك، وذلك بهدف تركيز الرقابة وترشيد استخدام الائتمان البنكي، وحتى القانون البنكي 86-12 الذي كان يسعى إلى إضفاء قواعد الربحية والمردودية على أداء البنوك لم يتمكن من إقصاء قواعد التسيير الاشتراكية، وفي هذا الصدد سنحاول إبراز التوجيهات العامة المتعلقة بالجانب التمويلي للمؤسسة الاقتصادية خلال الفترة الممتدة من سنة 1962 إلى سنة 1990.¹

الفرع الأول: الإطار التنظيمي للتمويل خلال فترة الاقتصاد المخطط

عرف التشريع المتعلق بتمويل الاقتصاد الوطني عدة تحولات وحالة من عدم الاستقرار خلال السنوات الأولى من الاستقلال، وبعد استكمال السلطات العمومية لمراحل إنشاء الهياكل الوطنية للقطاع البنكي، شرعت في وضع المخططات التنموية التي تضمن تحقيق التنمية والعدالة الاجتماعية من خلال خلق أكبر

¹ Bouyakoub. A. les mécanismes financières et les entreprises publiques .in monnaie crédit et financement en Algérie 1962-1987. Document du cread . avril 1987. p 178

قدر ممكن من مناصب الشغل، ولتحقيق وضمان التمويل للمخططات التنموية وضعت النظام البنكي تحت سلطة البنك المركزي الجزائري، كما قامت السلطات العمومية بوضع القواعد المالية التي أجبرت من خلالها المؤسسات العمومية والبنوك على احترام مضمونها، وتتمثل تلك القواعد المالية في مايلي:

1- تعيين المحل الوحيد:

أجبرت جميع المؤسسات العمومية والهيئات ذات الطابع التجاري والصناعي على تركيز حساباتها (حساب الاستغلال وحساب الاستثمار) لدى بنك تجاري واحد، وهو البنك المتخصص في تمويل القطاع الذي تنتمي إليه تلك المؤسسة، وجميع عملياتها يجب أن تتم من خلاله، وتهدف هذه القاعدة إلى إحكام رقابة المركز على التدفقات النقدية للمؤسسة ومتابعة وضعيتها المالية عن قرب من جهة وإقصاء المنافسة بين البنوك من جهة ثانية، ما يلاحظ من خلال هذه القاعدة أنها تخدم الأهداف التي كان البنك المركزي يسعى إلى تحقيقها وهي الحفاظ على الملكية، الإنتاج، التوزيع، التسيير، الرقابة وكذا إقصاء المنافسة، إلا أنها تتضمن على خطر تركيز استخدامات البنك في قطاع واحد.

2- منح الائتمان ما بين المؤسسات:

في إطار تركيز حسابات المؤسسة لدى بنك واحد، فقد أجبرت جميع المؤسسات العمومية على عدم الإقراض والاقتراض في ما بينها، وكان الهدف من هذه القاعدة هو التمكن من تقدير الاحتياجات المالية الفعلية لكل مؤسسة، إلا أن هذه القاعدة أدت إلى توقف الدفع والتسوية ما بين المؤسسات، مما أدى إلى تجاوز مسحوبات المؤسسات لأرصدها الدائنة لدى البنوك.

3- تعريف نمط التمويل:

تم تعريف نمط التمويل من خلال المرسوم 70-93 الصادر في 31-12-1970 المتعلق بقانون المالية لسنة 1971، ومن خلاله تم تحديد المصادر التي يمكن للمؤسسة أن تلجأ إليها بهدف تلبية احتياجاتها إلى الأموال، والمتمثلة في ما يلي:¹

- المساهمات الخارجية التي تعقدها الخزينة العمومية أو المؤسسات أو البنوك الأولية.
 - الاعتمادات طويلة الأجل الممنوحة من موارد الإيرادات الجبائية التي تجمعها الخزينة على يد المؤسسات المالية المتخصصة.
 - القروض المتوسطة وطويلة الأجل القابلة لإعادة الخصم لدى البنك المركزي.
- ما يلاحظ من خلال هذا المرسوم أنه قد استبعد إمكانية لجوء المؤسسة للموارد الذاتية كآلية للتمويل.

4- منع التمويل الذاتي:

أجبرت جميع المؤسسات من خلال هذه القاعدة على إيداع أرباحها في حساب مجمد لدى الخزينة العمومية¹، وتحولت تلك المبالغ المودعة والمجمدة في سنة 1971 إلى سندات تجهيز تنتج فائدة سنوية

¹ المادة 26 من المرسوم 70-93 الصادر في: 31-12-1970، المتعلق بقانون المالية لسنة 1971

ثابتة قدرها 5%، وكان الهدف من منع التمويل الذاتي يتمثل في إبعاد المؤسسة من الخوض في المشاريع غير المخطط لها من طرف الدولة، وكذلك تعزيز دور الدولة في جمع الادخار طويل الأجل، إلا أنها أدت إلى تعقيد عملية تسيير المؤسسات بفعل إقصاء الاستقلالية المالية، وهو ما أدى بالسلطات العمومية إلى تدارك الوضع في سنة 1973، عندما سمحت للمؤسسة من استخدام أرباحها في تجديد الاستثمارات، كما عمقت من إمكانية لجوئها لمصادر ذاتية في سنة 1976، عندما سمحت لها أن تستخدمها في تمويل استثمارات التوسع، وفي ما يتعلق بهذه الأخيرة قامت الدولة بمنح تحفيز إضافي في سنة 1978، يتمثل في تخفيض الضريبة على أرباح الشركات إلى 40% في حالة استخدام الأرباح في نفس السنة التي تحققت فيها، إلا أن المتتبع للتنظيم الاشتراكي وتطور تسيير مؤسساته يلاحظ أن الإدارة غالبا ما تبتعد عن أخذ المبادرة، وهذا ما أدى إلى عدم فعالية هذا الإجراء.

5- قاعدة القرض المسترجع:

تم إقرار تمويل الاستثمارات المخططة من خلال القروض المسترجعة ابتداء من سنة 1971، وهي عبارة عن قروض يتم منحها سواء من طرف المؤسسات المالية المحلية أو الأجنبية، شرط الحصول على الموافقة المسبقة لوزارة المالية في هذه الحالة²، كما تم التمييز بين المشاريع الممولة من طرف الدولة وبين المشاريع التي تتكفل المؤسسات بتحقيقها وتمويلها، وتم تأسيس هذه القاعدة بهدف إضفاء منطوق الرشادة في استعمال القروض البنكية المخصصة لتمويل الاستثمارات المخططة، فالزام المؤسسة بضرورة الوفاء بديونها تجاه البنوك يمكن السلطات العمومية من الحكم على الوضعية المالية لمختلف المؤسسات، كما يؤدي بالمؤسسة إلى تبني مبدأ التسيير الصارم وتحمل مختلف المخاطر.

أسست قاعدة القرض المسترجع نظرا لتخصيص الدولة مبالغ ضخمة في المخططين الرباعي الأول والثاني، ولإنجاح تلك العملية كان من الضروري عليها تحسيس المؤسسات العمومية بتحقيق مردودية مقبولة للمشاريع المخططة، حتى تتمكن من استرجاع الأموال المقترضة.

وعلى الرغم من إقرار قاعدة القرض المسترجع إلا أن المؤسسات قد تراكمت ديونها على البنوك، وهو ما أدى إلى إدخال إصلاحات جديدة في سنة 1978 بهدف استرجاع القروض التي حل آجال استحقاقها ولم تسدد، ومع ذلك فقد بلغ حجم الديون في نهاية سنة 1981 مبلغ 125.240 مليون دينار، ولم تتمكن المؤسسات من الوفاء إلا بمبلغ 378 مليون دينار، وبلغت نسبة تسديد الديون المحلية 3%، وبنسبة 0.3% من الديون الأجنبية³، وتسبب ذلك في سيطرة القروض البنكية على الهيكل المالي للمؤسسات العمومية، مما استدعى تدخل الدولة من جديد من خلال قيامها بمسح الديون المترتبة على مؤسسات القطاع العام بعد إتمام عمليات إعادة الهيكلة، ويعتبر هذا الإجراء منطقي لأن إقرار قاعدة القرض المسترجع دون دراسة

¹ Bouyakoub. A. les mécanismes financières et les entreprises publiques .in monnaie crédit et financement en Algérie 1962-1987. Document du cread . avril 1987. p 179

² Ben halima .A . le système bancaire algérien .2eme édition . DAHLAB. ALGER.2001. P 17

³ Bouyakoub. A. les mécanismes financières et les entreprises publiques .in monnaie crédit et financement en Algérie 1962-1987. Document du cread . avril 1987. p 164

إمكانية المؤسسة وإشراكها في اتخاذ القرار المتعلق بالاستثمار والتمويل في ظل تدهور الوضعية المالية وضعف المردودية، لن يساعد على تحقيق تلك المساعي، فالمؤسسات العمومية كانت تتولى تمويل الاستثمارات المخطط لها على مستوى مركزي دون الأخذ بعين الاعتبار قدرتها على تحقيق ما خطط له، فنتج عن ذلك علاقة خطية بين تطور حجم الاستثمارات المحققة وزيادة الاختلال المالي¹، ولم يتم تدارك هذه الإشكالية في إصلاحات 1986 من خلال القانون البنكي²، الذي ركز على ضرورة متابعة المنظومة البنكية للقروض التي تمنحها والوضعية المالية للمؤسسات، من خلال اتخاذ التدابير اللازمة التي تضمن استرجاع القرض³، إلا أن القانون بدوره قد احتفظ بمصطلح التخطيط المسبق لكل نشاط بنكي⁴، وفي هذا الإطار لا يجب أن تخرج مهام المنظومة البنكية عن إطار ما يقره المخطط الوطني للقروض⁵.

الفرع الثاني: دور الخزينة العمومية وتنظيم نمط الاكتتاب

أجبرت الخزينة العمومية خلال السنوات الأولى من الاستقلال مختلف المؤسسات والتعاونيات الجزائرية على إيداع نسبة 30% من المبالغ المحتفظ بها لدى البنوك في حساب مجمد لديها دون أن تتعهد بدفع فوائد عنها، وفي مقابل ذلك يستفيد المودعين من مساعدات مالية من الحكومة، وفي سنة 1965 تم تخفيض نسبة الإيداع إلى 15% وتحويل أرباحها إلى الخزينة العمومية⁶، وكان ذلك الإجراء نتيجة لتطور مهام الخزينة العمومية التي أصبحت تعتبر كصندوق للودائع ومقرض رئيسي للاقتصاد، حيث كانت تساهم بنسبة 50% من التمويل سواء كان مباشرا للاقتصاد أو عن طريق ما تقدمه للبنك الجزائري للتنمية، وتحولت تلك الإيداعات سنة 1970 إلى سندات تجهيز.

تم إقرار الاكتتاب الإجباري في سندات الخزينة منذ سنة 1962، بهدف مواجهة إشكالية رفض البنوك الأجنبية لتمويل التنمية في الجزائر، وفي سنة 1970 وبهدف مواجهة كثرة الاحتياجات إلى الأموال الموجهة لتمويل الاستثمارات المخططة، قامت الخزينة بإعادة تنظيم المكتتبين، مدة الاكتتاب، ومعدلات الفائدة، ومرت عملية الاكتتاب الإجباري خلال الفترة 1962-1990 بخمسة مراحل أساسية هي:⁷

1. الفترة 1962-1970: وضعت الخزينة العمومية للاكتتاب خلال هذه الفترة سندات مدة استحقاقها ثلاثة سنوات، وأجبرت البنوك وبعض المؤسسات المالية كصناديق المعاشات على شرائها نظير دفعها لعائد ثابت يتراوح بين 2.75 و 3.25%.

¹ Bouyakoub A. le cycle d'investissement globale in monnaie crédit et financement en Algérie 1962-1987

document du cread. Avril 1987. p 354

² القانون 86-12 الصادر في 19 أوت 1986، المتعلق بنظام البنوك والقروض

³ المادة 11 من القانون 86-12

⁴ المادة 10 من القانون 86-12

⁵ المادة 26 من القانون 86-12

⁶ بخزاري ف، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص 88

⁷ Saker A. trésor et mobilisation de lépargne institutionnel . in monnaie crédit et financement en Algérie 1962-

1987. document du CREAD. Avril 1987. p 230

2. **الفترة 1971-1973:** في هذه المرحلة تحولت تسمية سندات الخزينة إلى سندات التجهيز دلالة منها على توجيهها لتمويل الاستثمارات المخططة التي تضاعفت قيمتها ابتداء من المخطط الرباعي الأول، كما تغيرت دائرة الوسطاء الماليين المكتتبين حيث تم إعفاء البنوك التجارية وتعميق عملية الاكتتاب لتشمل كل المؤسسات المالية الأخرى، ومختلف المؤسسات والهيئات ذات الطابع التجاري والصناعي. ولقد تم إعفاء البنوك التجارية من هذا الإجراء نظرا لكثرة اهتماماتها، خاصة الرقابة على الوحدات الإنتاجية وتتبع الوضعية المالية لمختلف المؤسسات، أما معدل الفائدة المطبق خلال هذه المرحلة فقد تم تثبيته عند 5% سنويا.

3. **الفترة 1974-1976:** تميزت هذه المرحلة بزيادة مدة الاكتتاب إلى 10 سنوات، ورفع معدل الفائدة إلى حدود 6%، مع الحفاظ على مختلف الوسطاء في دائرة الاكتتاب.

4. **الفترة 1976-1979:** قامت الخزينة العمومية بزيادة فترة الاستحقاق إلى 15 سنة ورفع معدل الفائدة إلى 7.5%، وذلك بهدف التحكم في زيادة نفقات الخزينة نتيجة لزيادة نسبة التوسع في الاستثمارات.

5. **الفترة 1979-1990:** تعمقت دائرة المكتتبين خلال هذه المرحلة لتشمل الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، لمدة أدناها 5 سنوات وبمعدل فائدة 7%، كما تم إعادة فرض الاكتتاب الإجباري على البنوك بما قيمته 5% من إجمالي الودائع المحصلة من الجمهور، وذلك بمعدل فائدة 5% على السندات ذات فترة الاستحقاق ثلاثة، مع منح امتياز تحفيزي بنسبة 0.5% سنويا عن كل سنة بعد السنة الثالثة إلى غاية 10 سنوات.

نتج عن فرض الاكتتاب الإجباري تحقيق الخزينة لفائض خلال الفترة 1979-1981 بقيمة 66 مليار دينار، أما خلال سنة 1985 وبعد تقادم أزمة المديونية الناتجة عن تراجع عائدات النفط فزادت مديونية الخزينة تجاه البنوك التجارية، حيث قدرت بما يزيد عن 6.68 مليار دينار، و 20.9 مليار دينار تجاه المؤسسات الاقتصادية¹، وذلك بعد إتمام عمليات إعادة الهيكلة المالية التي تمثلت في الوفاء بكافة ديون هذه الأخيرة تجاه البنوك تحت شعار حسن نية الدولة، أما في نهاية سنة 1989 فقد قدرت ديون الخزينة العمومية تجاه البنوك بمبلغ 10 مليار د ج.²

امتد الاكتتاب الإجباري المفروض من طرف الخزينة العمومية إلى سنة 1990، تاريخ إبعاد الخزينة العمومية من أعمال الوساطة، وأصبح البنك المركزي المسئول عن تداول القيم قصيرة الأجل المصدرة من طرف الخزينة العمومية أما القيم متوسطة وطويلة الأجل فيتم تداولها في سوق القيم المنقولة.

¹ SAKER A. étude du circuit monétaire du trésor .in monnaie crédit et financement en Algérie .1962-1987.

Document du CREAD .Avril 1987.p 125

² بن دعيبة ع ، التجربة الجزائرية في الإصلاحات الاقتصادية ، مداخل في الملتقى الوطني للدراسات والتحليل الخاصة بالتخطيط ، منشورة بمجلة مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت ، 1999، ص 421

الفرع الثالث: تأطير دور القطاع البنكي

انصب اهتمام السلطات العمومية خلال السنوات الأولى من الاستقلال إلى استكمال مراحل الاستقلال السياسي وتم ذلك من خلال إنشاء هياكل النظام البنكي برؤوس أموال ترجع ملكيتها للدولة، وبعد أن عجزت عن إرغام البنوك الأجنبية على تمويل التنمية في الجزائر وبهدف تخفيف العبء عن البنك المركزي في التمويل المباشر للاقتصاد، قامت السلطات العمومية بتأميم المؤسسات البنكية الأجنبية في جوان 1966.

توجهت سياسة الدولة بعد شروعها في وضع المخططات التنموية إلى التركيز على توجيه النشاط البنكي، أين قامت بوضع البنك الجزائري للتنمية تحت وصاية وزارة المالية مباشرة، أما البنوك التجارية فقد قامت بتوجيه نشاطها وأهداف السياسة الاقتصادية العامة للدولة وفي هذا الإطار تم تحديد مهامها، و إقرار آلية القرض المسترجع وتحديد مختلف الشروط البنكية.

أولاً- مهام البنوك التجارية:

إلى جانب المهام التقليدية للبنوك التجارية، أسندت لها السلطات العمومية مع مطلع عشرية السبعينات مهمة الرقابة المالية على المؤسسات العمومية والتعاونيات الفلاحية، حيث انصبت تلك العملية على مايلي:¹

- مراقبة العمليات الجارية للمؤسسات العمومية، وتمت هذه الرقابة عن طريق حساباتها الجارية لدى البنك المتخصص في تمويلها، وما سهل عليها القيام بتلك العملية هو فرض قاعدة التوطن الإجباري لجميع حسابات المؤسسات (حسابي الاستغلال والاستثمار)، ومنع الائتمان فيما بينها، هذا الأخير كان بمثابة آلية لتشجيع الائتمان البنكي ومن ثم تمكين المركز من تقدير الاحتياجات الفعلية لكل المؤسسات على مستوى كل بنك، ثم على مستوى النظام البنكي ككل.
- مراقبة تسيير نتائج المؤسسات ومستوى تقدم المشاريع المخططة، وتمت هذه العملية من خلال التخطيط المالي للحجم الإجمالي للائتمان البنكي الممنوح عن طريق التفاوض بين كل مؤسسة وبنكها حول خطة التمويل السنوية.

تميزت عمليات الرقابة المطبقة من طرف النظام البنكي على المؤسسات الاقتصادية العمومية بنقص الفعالية، ويرجع ذلك بالدرجة الأولى لكثرة التعقيدات الروتينية التي تمر بها عملية منح الائتمان، وغياب الدقة في تقدير الاحتياجات المالية للمؤسسات، بسبب عدم ربط عملية الائتمان بالمردودية، وتوحيد مختلف الشروط البنكية على مختلف المؤسسات التي تطلب الائتمان البنكي.

ثانياً- الشروط البنكية :

¹ BENMANSOUR M .perspectives pour la reforme du système bancaire in l'entreprise et la banque dans les mutations économiques en Algérie. Ouvrage collectif. OPU. Alger .1994. p90

همش دور البنوك التجارية في ظل الاقتصاد المخطط، كون مختلف القرارات تتخذ في المركز بعيدا عن اهتماماتها، واقتصر دورها على التسجيل المحاسبي للتدفقات المتأتية من البنك الجزائري للتنمية والممنوحة للمؤسسات العمومية، فكانت بذلك مجبرة على تطبيق ما يتم إملاءه من المركز، فأصبحت كصندوق بسيط للتمويل قصير الأجل، دون أن تكون لها سلطة المفاضلة بين المشاريع ووضع الشروط البنكية التي تضمن لها الربحية دون المساس بشرط المخاطرة كما هو معمول به حاليا، فالبنوك التجارية لا يمكن لها رفض منح الائتمان أو التوقف عن تمويل النشاط الاستغلالي للمؤسسات مهما كانت وضعيتها، ويؤكد في هذا الإطار¹، إن نشاط البنوك التجارية المملي عليها من طرف المركز شمل إجبارها حتى على دفع أجور العمال، خدمات الديون الخارجية والديون الجبائية تجاه مصلحة الضرائب.

على أساس اعتبار أن دور البنوك التجارية قد تم تقييده من طرف المركز، فإن الشروط البنكية المتمثلة في أسعار الفائدة الدائنة والمدينة قد تم تحديدها هي الأخرى من طرف المركز، مما أدى إلى إبطال مفعولها في تسيير الطلب على الائتمان، كما أنها لم تعكس الطلب الفعلي وتكلفته الحقيقية.

كانت معدلات الفائدة غير محفزة على الادخار، أين ظلت مثبتة في حدود 4.12%²، إلى غاية سنة 1983 أين تم رفعها إلى نسبة 5% بهدف تشجيع الادخار بعد تدهور مؤشرات الاقتصاد الكلي الناتجة عن تقادم أزمة عائدات النفط، أما سعر الفائدة المطبق على الائتمان البنكي فلم يتم توحيدده على مختلف القطاعات، ففي القطاع الفلاحي حدد سعر الفائدة على الائتمان قصير الأجل بنسبة 4.5% في سنة 1972، ثم خفض إلى نسبة 4% سنة 1974، في حين ارتفع السعر في القطاع الصناعي إلى 6% بعد أن كان في حدود نسبة 5%، وبقيت تلك المعدلات دون تغيير حتى سنة 1980، التي شهدت مراجعة لمختلف المعدلات، كانت أهمها تخفيض سعر الفائدة على الائتمان طويل الأجل إلى نسبة 2.5% وذلك بهدف تخفيض تكلفة الإنتاج الصناعي³، ثم تم رفعها إلى نسبة 5% خلال الفترة 1986-1989، وبعد صدور قانون التحرير التدريجي للأسعار ارتفعت إلى نسبة 10.5% في سنة 1991⁴.

ثالثا- التمويل البنكي للاقتصاد

لعب النظام البنكي دورا هاما في تمويل التنمية المبنية على دعائم الاشتراكية بما في ذلك البنك المركزي، خاصة خلال السنوات الأولى من الاستقلال وذلك بهدف الوقوف أمام إشكالية ندرة الأموال بسبب رفض البنوك الأجنبية تمويل الأنشطة ذات المردودية الضعيفة أو المنعدمة.

ومع تبني نظام التخطيط وضع النظام البنكي في مركز اهتمام القائمين على البلاد من أجل توفير السيولة اللازمة لتحقيق المشاريع الاستثمارية، وكل مؤسسة ترغب في الحصول على الائتمان البنكي تضع المشروع لدى الوزارة الوصية وفي حالة حصولها على الموافقة يتم تحويل الملف أليا إلى كتابة الدولة للتخطيط

¹ BENMANSOUR M. perspectives pour la reforme du système bancaire in l'entreprise et la banque dans les mutations économiques en Algérie. Ouvrage collectif. OPU. Alger. 1994. p 92

² GOUMIRI M. l'offre de monnaie en Algérie. ENAG. Alger. 1993. p 96

³ Bouyakoub. A. les mécanismes financières et les entreprises publiques. avril 1987. p 179

⁴ BENISSAD. M. E. Micro- entreprises et cadre institutionnel en Algérie. document de travail N° 85.OCDE. Mars.1993.p21

لدراسة مردوديته الاجتماعية والمالية ومدى تأثيره على التنمية، كما تقوم بالتنسيق مع وزارة المالية والبنك الجزائري للتنمية لتحضير برنامجا للتمويل إذا تعلق الأمر بقروض الاستثمار أما إذا تعلق الأمر بقروض الاستغلال فتقوم بها البنوك التجارية بنفسها، بعد أن تقدم لها المؤسسة العمومية مخططا تبرز فيه احتياجاتها إلى الأموال.

تعد الخطط المجمعّة على مستوى كل بنك ومن ثم على مستوى النظام البنكي ككل، بمثابة الآلية التي يتم من خلالها تحضير المخطط الوطني للائتمان البنكي، ومجموع الطلبات السنوية على الائتمان التي تظهر على مستوى خطط التمويل التقديرية تأتي مفصلة حسب كل باب (استغلال، استثمار) كما تأتي مفصلة إلى أربعة ثلاثيات مع تقسيم اعتمادات الثلاثي الأول إلى اعتمادات شهرية، وتم اعتماد مخططات التمويل التقديرية في ماي 1971، ويحق للبنوك أن تعدل هيكل وقيمة الاعتمادات التي تظهر في المخطط، إلا أن هذه الآلية المعتمدة في تقسيم الائتمان البنكي، أظهرت قصورها لأنها أظهرت فروقا كبيرة بين المخطط التقديري والمخطط الفعلي للائتمان، وذلك بسبب إلغاء القيود المفروضة على الخزينة العمومية التي أصبحت تلجأ إلى البنك المركزي وتطلب منه تسبيقات كلما دعت الضرورة إلى ذلك، وتتمثل تلك الضرورة في الوفاء باحتياجات المؤسسات العمومية حتى وإن زادت على المبالغ المثبتة في المخطط التقديري، بينما المؤسسات الخاصة فقد كانت مقصاة من التمويل البنكي، سواء بالنسبة للاستغلال أو الاستثمار ويرجع ذلك إلى عدة عوامل كعدم قدرتها على توفير الوثائق المحاسبية وشبه المحاسبية، وضعف قدرتها على منافسة القطاع العمومي الذي يتمتع بحق الأفضلية في الحصول على الائتمان البنكي.¹

تتمثل قروض الاستثمار في القروض متوسطة وطويلة الأجل القابلة لإعادة الخصم لدى البنك المركزي، وهي قروض مضمونة بحسن نية الدولة، وفي سنة 1978 لوحظ أن المؤسسات العمومية غير قادرة على الوفاء بهذا النوع من القروض، وكان من بين الأسباب في ذلك يرجع إلى عدم كفاية المدة على تحقيق الفوائض التي تضمن استرجاع القرض، فتم إلغاؤها وأصبحت قروض الاستثمار تتشكل من القروض طويلة الأجل فحسب، فانخفضت نسبتها إلى إجمالي القروض حيث سجلت نسبة 26.5% سنة 1980، في حين سجلت نسبتها 45% من إجمالي القروض خلال عشرية السبعينات وتعكس تلك الزيادة في النسبة الموجة التصنيعية الهامة التي انطلقت مع بداية المخطط الرباعي الأول.²

أما قروض الاستغلال فقد تمثلت أساسا في عمليات السحب على المكشوف التي سيطرت على التمويل قصير الأجل، وطرحت عدة مشاكل تمثلت أهمها في إضعاف الوساطة البنكية واكتساب ذهنية من طرف المؤسسات اعتبرت السحب على المكشوف ك رأس مال عامل لديها، نظرا لتلبية احتياجاتها إليه بسهولة وذلك نتيجة لتدخل الخزينة العمومية من خلال الضمانات التي تقدمها البنوك.³

¹ BENISSAD. M. E. Micro- entreprises et cadre institutionnel en Algérie. Mars.1993.p21

² RAHIEL H. Le financement par le système bancaire .in monnaie crédit et financement en Algérie 1962-1987.document du CREAD. Avril 1987. p 261

³ HAKIKI .F .La régulation monétaire en Algérie .in monnaie crédit et financement en Algérie 1962-1987. Document du CREAD. Avril 1987. p77

يبدو أن البنك المركزي قد تحول خلال السنوات الأولى من الاستقلال إلى بنك تجاري، وذلك من خلال مساهمته في تقديم قروض مباشرة للاقتصاد وذلك لمواجهة إشكالية تعارض الأهداف بين السلطات العمومية والنظام البنكي، حيث أن هذا الأخير كان يهدف إلى تحقيق الربحية دون الاعتبار بمساعي السلطات العمومية إلى تحقيق التنمية وتخفيض معاناة الشعب الجزائري، فكانت مساهمته قبل سنة 1968 أكثر من 11%، ثم انخفضت مساهمته في التمويل المباشر بعد انطلاق عملية التأميم خاصة بعد إنشاء البنك الوطني الجزائري BNA الذي ساهم في تخفيض العبء في تمويل القطاع الفلاحي . شهدت نسبة مساهمة البنك المركزي في التمويل المباشر للاقتصاد تناقصا بمعدل متزايد وذلك بسبب تثبيت تدخله في التمويل المباشر بمبلغ 335 مليون دينار في سنة 1974، ثم مبلغ 83 مليون دينار في سنة 1985، إلى أن استعاد دوره كبنك يمثل السلطة النقدية بموجب قانون النقد والقرض في سنة 1990.¹

المطلب الثاني: سياسة تمويل المؤسسة الاقتصادية بعد سنة 1990

كرس قانون النقد والقرض الصادر في 14 أبريل 1990 فكر منح الائتمان حسب الفرص المتاحة، وضرورة العمل بمبادئ الربحية والمردودية، محاولة منه لتغيير ذهنية المؤسسة الاقتصادية في اعتبار المؤسسة البنكية كمصدر غير منته من السيولة، وعلى هذا الأساس فقد ارتكزت سياسة التمويل على تدخل الدولة عن طريق العديد من الإجراءات بهدف تكييف المحيط المالي للمؤسسة مع المحيط الجديد الذي أصبح يتميز باحتدام المنافسة، والمناداة بالسياسة الرامية إلى التحرير الاقتصادي وإلغاء السياسات الحمائية.

الفرع الأول: إصلاح المنظومة المصرفية وتحسين العلاقة بين المؤسسة الاقتصادية والبنك

ساهم إصلاح النظام البنكي في إقصاء قواعد التسيير السابقة التي تجاوزها الزمن نظرا لارتكازها على تدخل الحكومة في إملاء مختلف الشروط المتعلقة بالنشاط البنكي، ويعد قانون النقد والقرض المحرك الأساسي لجعل النظام البنكي يعمل وفق قواعد السوق وتكريس مبادئه التي برزت بعد فصل الملكية عن الإدارة في مختلف المؤسسات العمومية سنة 1988، وإصدار قانون التحرير التدريجي للأسعار سنة 1989، بما في ذلك سعر الصرف الذي نتج عنه تخصيص الدولة لمبالغ ضخمة لمواجهة الخسائر المترتبة عنه والمتحملة من طرف المؤسسات الاقتصادية، كما اعتبر قانون النقد والقرض بمثابة الأداة التي تخدم توجه الدولة في تحسين المحيط المالي للمؤسسة الاقتصادية وتحسين العلاقة بينهما وبين مؤسسات التمويل، التي لم تعد كأداة للتمويل المستمر للاختلال المالي للمؤسسة، ومن هنا ركز قانون النقد والقرض على مايلي:

1- تأسيس سلطة وحيدة ومستقلة:

ركز قانون النقد والقرض على توحيد السلطة النقدية وتجسيدها في مجلس النقد والقرض الذي ينفرد بالإصدار النقدي²، وتقديم النصائح والمشورات للحكومة في كل مشروع نص قانوني أو تنظيمي يتعلق

¹ BULLETIN STATISTIQUE DE LA http://www.bank-of-algeria.dz/html/Situation_BA_AR.htm LE 15/10/2017

BANQUE D'ALGERIE.OCTOBRE 2017

² المادة 04 من القانون 90-10 الصادر في 14 أبريل 1990، المتعلق بالنقد والقرض

بالمسائل المالية أو النقدية¹، كما ينفرد بتسيير أدوات السياسة النقدية وإصدار الأنظمة المتعلقة بضمان السير الحسن والاستقرار للاقتصاد.

أما في ما يتعلق باستقلالية السلطة النقدية التي يمارسها بنك الجزائر فتتجسد من خلال :

- كيفية تعيين أعضاء مجلس النقد والقرض، حيث يعين المحافظ ونوابه بواسطة مرسوم من رئيس الجمهورية²، ولا يمكن إقالتهم إلا من خلال مرسوم صادر عنه، وذلك في حالة الأخطاء الفادحة أو العجز الصحي المثبت قانونا، أما الموظفين ومستخفيهم فيتم تعيينهم بواسطة مرسوم من رئيس الحكومة الوزير الأول حاليا، مما يمكنهم من ممارسة مهامهم بكل استقلالية عن الإدارات التي ينتمون إليها.

- صلاحيات مجلس النقد والقرض، منحت صلاحيات واسعة للمجلس، حيث نص القانون صراحة على أن المجلس يمارس السلطة النقدية على مختلف المؤسسات المالية العاملة في الجزائر من خلال الأنظمة المصرفية التي يمكن له إصدارها.

- اتخاذ القرارات الفردية، يتخذ المجلس قراراته المتعلقة بالتنظيم المصرفي بعد الحصول على استشارة الوزير المكلف بالمالية، وبعد ذلك تصبح القرارات نافذة مهما كان مضمونها، ولا يمكن للسلطة التنفيذية الممثلة في شخص وزير المالية أن تعترض عليها إلا بموجب مراجعة إبطال واحدة تقدم في أجل أقصاه ستون يوما أمام الغرفة الإدارية للمحكمة العليا³، ومن خلال هذه الأخيرة يلاحظ أن مجلس النقد والقرض صلاحيات واسعة في ما يتعلق بالمسائل النقدية، حتى أن المشرع ينفي التنسيق بين الطرفين، وهو ما تم تداركه في الأمر 03-11، وذلك من خلال الفصل بين مجلس النقد والقرض ومجلس الإدارة، أين أصبح الأول يضم كافة أعضاء مجلس الإدارة، مما سمح بتعزيز سبل التشاور⁴.

2- معالجة إشكالية تراكم عجز الدولة تجاه النظام البنكي :

بعد إلغاء نسبة الحد الأقصى لتمويل البنك المركزي لعجز الدولة في سنة 1965، والتي كانت محددة بنسبة 5% من الإيرادات العادية للدولة للسنة الماضية، أصبحت الخزينة العمومية تلجأ باستمرار إلى البنك المركزي لتلبية احتياجاتها إلى الأموال، إلى أن وصلت تلك المديونية إلى مستويات جد حرجة سنة 1989 أين قدرت بقيمة 110 مليار دج، و 10 مليار تجاه البنوك التجارية نتجت عن فرض الاكنتاب الإجباري عنها بقيمة 5% من إجمالي الودائع المحصلة من الجمهور.

وتدخل قانون النقد والقرض لمعالجة تلك الإشكالية من خلال إستراتيجيتين أساسيتين وهما:

¹ المادة 56 من القانون 90-10

² المادة 21-20 من القانون 90-10

³ المادة 48 من القانون 90-10

⁴ المادة 58 من الأمر 03-11 الصادر في 26 أوت 2003، المعدل والمتمّم لقانون النقد والقرض

- معالجة الديون المتركمة سابقا:تدخل القانون هنا من خلال إجبار الخزينة العمومية على تسديد كافة التزاماتها تجاه البنك المركزي في أجل أقصاه 15 سنة.¹
- وضع إستراتيجية في المستقبل: تتمثل هذه الإستراتيجية في وضع حد أقصى لتمويل البنك المركزي للخزينة العمومية بنسبة 10% من الإيرادات العادية للدولة للسنة الماضية²، وإرغامها على الوفاء بقيمتها في أجل أقصاه 240 يوم متتالية أو غير متتالية مع ضرورة الوفاء بها قبل نهاية كل سنة، كما فرض على البنك المركزي أن لا تتعدى قيمة العمليات التي يجريها على السندات العمومية نسبة 20% من الإيرادات العادية للدولة للسنة الماضية³.

اعتبرت إستراتيجية معالجة الدولة لإشكالية تراكم عجزها مبالغ فيها، نظرا لضعف الاقتصاد الجزائري على خلق فوائض في الآجال القصيرة، ويرى محافظ بنك الجزائر أن ذلك الإجراء كان خطيرا جدا، فلولا ذلك الانفراج في العائدات النفطية لما تمكنت الخزينة العمومية من الوفاء بكافة التزاماتها تجاه المنظومة البنكية⁴، ومنه لما تمكنت من تحسين ظروف ووضعية المؤسسات الاقتصادية بهدف تحسين العلاقة بينهما وبين البنوك التي بدورها أجبرت على تطبيق القواعد الاحترازية، التي تتحقق بمتانة مركزها المالي، فأصبحت البنوك التجارية تقوم بدراسات عميقة على ملفات القروض المقدمة من طرف المؤسسات العمومية، نتج عنها منح الائتمان بنسبة تقل عن الاحتياجات الفعلية للمؤسسة.⁵

3 - توسيع مصادر التمويل البنكي للمؤسسة الاقتصادية:

سمح قانون النقد والقرض بنشأة القطاع البنكي الخاص، حيث ظل ذلك النشاط محتكرا من طرف القطاع العام منذ الانتهاء من عمليات التأميم في سنة 1971، إلا أن القطاع الخاص لم يلعب الدور الحيوي في منافسة القطاع العام، وذلك نتيجة لضعف الضمانات المقدمة من طرف المؤسسات الاقتصادية، التي غالبا ما تتدخل الدولة في توفيرها، سواء بواسطة هيئات الدعم والمراقبة أو من خلال دور صناديق الضمانات، حيث منح صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة منذ نشأته إلى غاية 2010، 356 ضمانا لمشاريع استثمارية بقيمة 43 مليار دينار.

وعلى الرغم من توسيع شكل الملكية في القطاع البنكي إلا أنه لا زال يتميز بالضيق نظرا لقلّة عدد الوكالات الموزعة عبر التراب الوطني بالمقارنة مع الكثافة السكانية، حيث نجد وكالة لكل 29000 ساكن، وهي نسبة بسيطة جدا بالنظر إلى طبيعة الاقتصاد الجزائري الذي يعتمد بالدرجة الأولى على الاستدانة البنكية في التمويل.

تزامن إصلاح النظام البنكي المعزز لفكر اقتصاد السوق مع توجه الدولة لإصلاح المؤسسة الاقتصادية عن طريق العديد من الإجراءات كمخطط التصحيح الداخلي، عقود النجاعة والتأهيل، إلا أن النتائج بينت

¹ المادة 213 من القانون 90-10

² المادة 78 من القانون 90-10

³ المادة 77 من القانون 90-10

⁴ Evolution de la dette extérieur de l'Algérie 1990-1999.in Média bank. Journal interne de la banque d'Algérie.

Alger N° 46. Février /mars2000. p 12

⁵ Ben halima. A. le système bancaire Algérie. Textes et réalités. DAHLEB. Alger .1996. p16

أن هدف تقريب المؤسسة من البنك لم يتحقق رغم كل تلك الجهود المبذولة من جهة، وعدم قدرة الاقتصاد الجزائري على امتصاص السيولة العاطلة التي بحوزة البنوك من جهة ثانية، ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى ارتفاع تكلفة الائتمان البنكي وإجراءات الحذر المطبقة من طرف البنوك للوفاء بنسب القواعد الاحترازية¹، وفيما يتعلق بهذه الأخيرة فإن معظم البنوك التجارية لم تتمكن من تحقيقها في نهاية 2010، وعلى هذا الأساس يتضح أن البنوك التجارية عاجزة عن تمويل الأنشطة الخطرة كما هو الحال في مختلف الدول حتى المتطورة منها، لأن مواردها التي تتمثل أساسا في ودائع الجمهور لا تمكنها من الخوض في تمويل المشاريع الخطرة.

قبل سنة 1990 كانت القروض متوسطة وطويلة تمثل نسبة أقل من 20% من إجمالي القروض الممنوحة للاقتصاد، إلا أنه تم رد الاعتبار إلى هذه الأخيرة خاصة بعد سنة 1997، أين أصبحت تشكل في المتوسط نسبة تفوق 50% من إجمالي القروض الممنوحة للاقتصاد، وهو ما يعكس توجه الاقتصاد الوطني إلى تركيزه على معالجة الاختلالات الهيكلية وتجديد وتحديث معدات المؤسسات الاقتصادية، ولعل ذلك التوجه ظهر بوضوح في سنة 2010، أين شكلت نسبة القروض متوسطة وطويلة الأجل 60% من إجمالي القروض الممنوحة للاقتصاد.

الفرع الثاني: التطهير المالي كسياسة لتمويل العجز المالي

تظهر إشكالية تمويل المؤسسة الاقتصادية في الجزائر بوضوح من خلال عدم قدرة المؤسسة على الحصول على احتياجاتها اللازمة من الأموال، نظرا لوضعيتها المالية الصعبة وتراكم مديونيتها تجاه البنوك مما أثر على التوازن المالي وفرض تدخل الدولة عن طريق القيام بالعديد من عمليات التطهير المالي المتكررة خاصة تلك المطبقة في سنة 1991، وذلك رغم قيامها قبل ذلك بعمليات إعادة الهيكلة المالية في عشرية الثمانينات التي تمثلت في مسح ديون المؤسسات العمومية تجاه البنوك والتي تمت على أساس الضمانات الممنوحة من طرف الخزينة العمومية للبنوك تحت شعار حسن نية الدولة.

أولاً- أهداف التطهير المالي:

تسعى إجراءات التطهير المالي إلى تكييف علاقة المؤسسة مع المحيط المالي والاقتصادي الجديد، الذي أصبح يتميز بفرض علاقات الربحية والتجارية مع مختلف المؤسسات البنكية، كما تسعى إلى تأمين النشاط الإنتاجي للمؤسسات في أحسن الظروف²، وذلك من خلال تحسين الوضعية المالية للمؤسسات وزيادة رأسمالها العامل الذي يمكنها من توفير السيولة اللازمة ويرفع من قدرتها على التمويل الذاتي.

ولكي تضمن السلطات العمومية حسن سير العملية قامت بإنشاء صندوق تطهير المؤسسات العمومية حساب التخصيص الخاص رقم 302-63، وجاء في المادة الأولى من المرسوم التنفيذي رقم 91-75 الصادر في 19 مارس 1991، يحدد كليات سير حسابات التخصيص الخاص رقم 302 الذي عنوانه

¹ Instruction n° 74-94 du 29 novembre 1994 relative a la fixation des règles prudentielles de gestion des banques et établissements financiers.

² YOUNSI M. L'assainissement financier des entreprises .in l'entreprise et la banque .dans les mutations économiques en Algérie. Ouvrage collectif. O P U .Alger .1994. p40

صندوق تطهير المؤسسات العمومية، حيث أن الدولة قبل إصدار المرسوم التنفيذي المتعلق بتطهير المؤسسات، قامت في سنة 1988 بتجميع المؤسسات العمومية في أربعة مجموعات، تمثل المجموعة الأولى المؤسسات ذات الأصول الصافية الموجبة ورأس المال العامل الموجب، المجموعة الثانية تمثل المؤسسات ذات صافي الأصول الموجبة ورأس المال العامل السالب، وهاتين المجموعتين مرتا مباشرة إلى الاستقلالية دون تدخل الدولة ماليا، أما المجموعة الثالثة فهي مجموعة المؤسسات ذات الأصول الصافية السالبة ورأس المال العامل الموجب، وتعتبر المجموعة الأخيرة عن المؤسسات ذات الأصول الصافية ورأس المال العامل السالبين، ومن خلال ذلك التقسيم يتحدد الهدف من إجراءات التطهير المالي بالنسبة للمجموعتين الثالثة والرابعة في زيادة رأس المال وتحقيق التوازن المالي لهما.¹

ثانيا - إجراءات تطهير المؤسسات العمومية:

ترجمت إجراءات التطهير المالي للمؤسسات العمومية من خلال شراء السحب على المكشوف المترتب عنها تجاه البنوك، تعويض خسائر الصرف وتجميد الديون قصيرة الأجل تجاه البنوك.

اشترط المشرع في الديون التي يمكن أن تشتريها الخزينة العمومية، أن تكون مجسدة في قيم منقولة تصدرها المؤسسات المدينة وتكتبها البنوك أو المؤسسات المالية الدائنة وتأخذ هذه القيم شكل الالتزامات أو سندات المساهمة القابلة للتداول الحر طبقا لأحكام المادة 150 من القانون رقم 89-26 الصادر في 31 ديسمبر 1989 والمتعلق بقانون المالية لسنة 1990، أما الديون التي بحوزة البنوك والمؤسسات المالية على ذمة المؤسسات العمومية الاقتصادية التي أعيدت هيكلتها والتي لم تكن محل توزيع بين المؤسسات المتفرعة عنها فيمكن للخزينة العمومية أن تشتريها بناء على تقديم البنوك والمؤسسات المالية المحلية لشهادة موقع عليها من رؤساء تلك المؤسسات توضح مصدرها، نوعها وتثبت دقة مبلغها وصحته، وقدرت المبالغ المخصصة لوفاء بتلك العمليات بـ 250مليار دج²، والمؤسسات المستفيدة من إجراءات التطهير المالي هي مؤسسات ذات وضعية مالية غير مريحة، وتم تقسيمها إلى:

1- **المؤسسات المنحلة:** هي مؤسسات نشأت عن تقسيم الشركات الكبرى في سنة 1980 بفعل عملية إعادة الهيكلة العضوية، ولم توزع عنها حصة من إجمالي الديون المترتبة على الشركة المقسمة، وتم تطهير هذا النوع من المؤسسات من خلال شراء الخزينة العمومية للديون المترتبة عنها تجاه البنوك مقابل إصدارها لسندات مدتها 20 سنة وبمعدل فائدة 5%.

2- **المؤسسات غير المستقلة:** هي مؤسسات لم تتمكن من تحقيق الاستقلالية بفعل وضعيتها المالية واختلال توازنها المالي المعبر عنه بالخزينة السالبة، وتم تجميع المكشوفات المترتبة عنها إلى غاية 31 ديسمبر 1990، والمقدرة بـ 158.9 مليار دج مع تحديد الحد الأقصى للسحب على المكشوف من 6 إلى 9 أشهر من رقم الأعمال السنوي، وتم توحيد الحد الأقصى للسحب على المكشوف في سنة 1994 بالنسبة

¹ BRAHIMI A. l'économie algérienne .O P U. Alger .1991. p 435

² DJERIDI M .Assainissement redressement des entreprises publiques .in l'entreprise et la banque d'ans les mutations économiques en Algérie .ouvrage collectif. O P U. Alger1994. p30

لجميع المؤسسات، وذلك بهدف تقليل الاعتماد عليه من طرف المؤسسات الاقتصادية وعدم اعتباره كرأس مال عامل لديها.

وبعد تجميع المكشوفات المترتبة على تلك المؤسسات تم تحويلها إلى قروض متوسطة وطويلة الأجل مع منح المؤسسة فترة تأجيل لمدة سنتين كأقصى أجل بمعدل الفائدة السائد في السوق، أما باقي الديون الأخرى فقام صندوق تطهير المؤسسات العمومية بدفع الفوائد المترتبة عنها بعد تجميدها لمدة سنتين على الأكثر، بمعدل فائدة متفق عليه بين بنك الجزائر وممثل عن وزارة المالية، وذلك حسب وضعية كل مؤسسة، وبعد انتهاء فترة تجميد السداد المترتب على المؤسسة، تتدخل الخزينة مجددا بشراء ذلك الدين.

3- المؤسسات المستقلة: حدد المرسوم التنفيذي 91-27 لوزارة الاقتصاد، مرحلتين لتنفيذ إجراءات تطهير المؤسسات المستقلة التي تدهورت وضعيتها المالية بعد أن منحت لها الاستقلالية، أين يتم في المرحلة الأولى التي تنتهي في 31 مارس 1991، تحديد حقوق البنوك على هذه المؤسسات إلى غاية 31 ديسمبر 1990، حيث بينت نتائج تقييم تلك الحقوق تراكم مديونية ضخمة على مختلف المؤسسات بما في ذلك المؤسسات المستقلة، كما تم في المرحلة الأولى من معالجة إشكالية وتطهير ديون المؤسسات المستقلة تحديد المستوى المناسب من القروض القصيرة الأجل بمبلغ يتراوح من 6 إلى 9 أشهر من رقم الأعمال وذلك تبعا للوضعية المالية للمؤسسة، كما تم في هذه المرحلة تحويل قيمة الديون المترتبة على المؤسسات قبل 31 ديسمبر 1990 إلى قروض متوسطة وطويلة الأجل بسعر الفائدة السائد في سوق الإقراض، أما في المرحلة الثانية الممتدة من سنة 1991 إلى غاية 31 ديسمبر 1994، فقد تم شراء جزء من مكشوفات المؤسسات من خلال إصدار سندات مساهمة لصالح البنوك وإعادة تكوين رأس مال المؤسسات وإصدار ضمانات على جزء من القروض من طرف صناديق المساهمة.

أما فيما يخص عملية تقييم سياسة التطهير المالي فقد اعتبرت الإجراءات المتعلقة بالتطهير المالي بمثابة العملية الأساسية لنجاح عمل المنظومة المصرفية كما حددها لها قانون النقد والقرض، لأن تلك الديون المترتبة على المؤسسات العمومية تجاه البنوك كانت ديون غير عاملة وتمثل ما يقارب 65% من إجمالي أصول البنوك خلال سنة 1990¹، ويعتبر تراكم المكشوفات التي حل تاريخ استحقاقها دون أن تسدد من أهم عوامل العجز المالي لدى المؤسسات الاقتصادية بالإضافة إلى خسائر تقلبات سعر الصرف ففي سنة 1979 وصل حجم المكشوفات المتراكمة على شركة sonacome أكثر من 6.3 مليار أي ما يعادل 7.5 مرة من عجز السنة المالية، ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى سيطرة السحب على المكشوف على التمويل القصير الأجل للمؤسسة العمومية من جهة، وعدم وجود إجراءات التسوية عند توقف المؤسسة عن الدفع من جهة ثانية.

شرعت الدولة بوضع العديد من برامج التطهير المالي لخزينة المؤسسات العاجزة فور صدور النصوص المنظمة للعملية سنة 1990، مما كلف خزينة الدولة 4.3% من الناتج الداخلي الخام السنوي للفترة

¹ النشاشيبي ك، وآخرون، الجزائر تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق، تقرير صندوق النقد الدولي، واشنطن، 1998، ص66

1991-2001، حيث كلفت سنة 1992 لوحدها صندوق التطهير المالي 42.5 مليار دينار، منها 21.2 مليار موجهة لتغطية خسائر الصرف بالنسبة للبنوك و 9 مليار لتعويض خسائر الصرف للمؤسسات الاقتصادية، كما قامت الدولة في نفس المرحلة بتحويل 194.9 مليار دج إلى سندات بمعدل فائدة 6%، إلا أن تلك النسبة قد اعتبرت جد ضعيفة بالنسبة للبنوك¹، لأنها لا تغطي الآثار التضخمية لسعر الفائدة لتلك المرحلة، أما في الفترة 1995-1998 فقامت الدولة باستبدال 187 مليار دج من الديون اتجاه المؤسسات العمومية المشكوك في تحصيلها إلى سندات مدتها 12 سنة، وتحويل ما قيمته 89.8 مليار دج لقروض قصيرة الأجل إلى قروض متوسطة وطويلة الأجل شرط أن تتم تصفية الوحدات المتعثرة لتلك المؤسسات، أين مثلت تلك القروض نسبة 14% من إجمالي القروض الممنوحة للاقتصاد خلال سنة 1997²، ومع بداية سنة 2000 تضمن برنامج التطهير المالي، تطهير 1300 مؤسسة عمومية، مما كلف خزينة الدولة أكثر من 1250 مليار دج.

على الرغم من ضخ الدولة لمبالغ ضخمة من أجل مساعدة المؤسسة الاقتصادية بعد استقرار مؤشرات الاقتصاد الكلي في نهاية سنة 1999، إلا أن مختلف المؤسسات العمومية لا زالت تعاني من العجز المالي، حيث قدرت ديون المؤسسات العمومية مع نهاية سنة 2009 بأكثر من 300 مليار دج، كما تم إحصاء أكثر من 150 مؤسسة عمومية غير ناجعة، وهو ما استدعى تدخل الدولة من جديد لتطهير 12 مؤسسة منها، بمبلغ 333 مليار دج منها 106 مليار دج لتسوية عمليات السحب على المكشوف، و 204 مليار دج لتمويل استثماراتها وفي نفس السياق قامت بتطهير الديون المترتبة على 77.479 فلاح تجاه بنك الفلاحة والتنمية الريفية والصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، كما قدم مجلس مساهمات الدولة تقريرا إل الحكومة يطلب تدخلها لتطهير قائمة من المؤسسات العمومية في سنة 2010، من مختلف القطاعات كقطاع البناء والأشغال العمومية، والنقل والفلاحة.

لقيت سياسة تطهير المؤسسات العمومية العديد من الانتقادات مع نهاية 2009، واستدل على ذلك أنه بالرغم من مجهودات الدولة في تطهير خزينة المؤسسات العمومية خلال الفترة 1991-2007 التي كلفت 1.4 تريليون دينار، إلا أنها قد فشلت في تحسين الوضعية المالية للمؤسسة وإنقاذها، وهو أيضا ما دعي وزارة المالية إلى إعلانها عن وقف ضخ الأموال لتطهير المؤسسات العمومية، إلا بالنسبة لتلك التي تتميز بوزن نسبي في السوق الداخلي مثل شركة الخطوط الجوية، الشركة الوطنية للسيارات الصناعية، وشركة صيدال.

الفرع الثالث: تمويل تأهيل المؤسسة الاقتصادية

كما سبق وأن ذكرنا لم يختلف دور الدولة في الفترة 1962-1990 من حيث مساهمتها في تمويل المؤسسة الاقتصادية سواء كانت عمومية أو خاصة، وفيما يتعلق بتمويل برامج التأهيل فقد نتجت عن عمليات

¹ YOUNSI M. L'assainissement financier des entreprises. in l'entreprise et la banque. dans les mutations économiques en Algérie. Ouvrage collectif. O P U. Alger. 1994. p 41

² النشاشيبي ك، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 68

الشراكة الثنائية بين الجزائر والاتحاد الأوروبي، بهدف خلق منطقة تبادل حر على مشارف سنة 2017، وانصب التمويل المتعلق بالتأهيل في الإعانات والقروض المتوسطة وطويلة الأجل الممنوحة بشروط مخفضة من طرف البنوك المحلية والأجنبية خاصة بنك الاستثمار الأوربي، وكانت هذه القروض تمنح قبل سنة 1995 للدول المستفيدة دون فرض شروط كنتك المتعلقة بالإصلاحات الهيكلية والتحرير الاقتصادي، وبعد أن أبرمت الجزائر الاتفاق الثالث مع صندوق النقد الدولي، اشترطت الجهات الداعمة تحقيق شروط للاستفادة من عمليات التأهيل منها ما يتعلق بالمؤسسة، ومنها ما يتعلق بالاقتصاد الكلي كالإلغاء الحواجز الجمركية في مرحلة العمل بالاتفاق، مع إمكانية تعديل مخطط التحرير بالنسبة للمنتجات التي تعاني من بعض الصعوبات، على أن لا تتعدى مهلة التمديد 12 سنة.

وفر قانون المالية لسنة 2000، الإطار المؤسسي والتشريعي لتأهيل المؤسسات الاقتصادية عن طريق إنشاء صندوق ترقية المنافسة الصناعية، أين تولى تغطية المساعدات المالية المباشرة للمؤسسات الصناعية أو الخدمية المرتبطة أنشطتها بالصناعة، وذلك بهدف تغطية المصاريف المتعلقة بالعناصر التالية:¹

- التشخيص الاستراتيجي الشامل ووضع مخطط التأهيل.
- الاستثمارات المادية وغير المادية.
- تحسين نوعية المنتج للوصول إلى المعايير الدولية للجودة.
- نفقات البحث والتنمية.
- إعادة تهيئة المناطق الصناعية ومناطق النشاط.

وفي إطار برنامج التعاون بين وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة وبرنامج الأمم المتحدة للتنمية PNUD في سنة 2000، تم تخصيص 11.4 مليون دولار لتأهيل 21 مؤسسة مستفيدة، منها 5 مؤسسات عمومية، كما استفادت 31 مؤسسة صناعية في سنة 2001 من 150 مليون دج في إطار إعداد دراسات التشخيص ومخططات التأهيل والتكوين.

أما فيما يتعلق ببرنامج التعاون الأورو متوسطي EDPME، والذي كانت انطلاقته الفعلية مع بداية سنة 2002، فقد كلف 62.9 مليون أورو، تم تمويلها من طرف اللجنة الأوروبية بقيمة 57 مليون أورو، وساهمت الحكومة بمبلغ 3.4 مليون أورو، تدخل هذا البرنامج في دعم ثلاثة مجالات أساسية، كانت نتاجها في نهاية البرنامج 2007 كما يلي:

- 1- الدعم المالي المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية سواء عن طريق عمليات التشخيص، أو التأهيل، أين تم تحقيق 716 عملية للتأهيل، ومن خلال عينة شملت المؤسسات التي استفادت من عمليات التأهيل (التشخيص، التشخيص المسبق، أو التأهيل)، وجد أن تلك المؤسسات تحسنت على المستوى التنظيمي والإداري، إلا أن معظم أصحاب تلك المؤسسات يرون أن هدف ترقية القدرة التنافسية لازالت غير محققة.

¹ YOUNSI M .L'assainissement financier des entreprises .in l'entreprise et la banque .dans les mutations économiques en Algérie. Ouvrage collectif. O P U .Alger .1994. p 39-40

2- تسهيل الحصول على الائتمان البنكي بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عن طريق الدعم المقدم من طرف صناديق الضمانات (صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة FGAR، صندوق ضمان قروض الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة CGCI)، أين تم في هذا الإطار تحقيق 56 عملية تأهيل، ومنح 106 ضمان من طرف FGAR بدعم من البرنامج.

3- الدعم المالي لتحسين محيط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات الصغيرة والمتوسطة، كوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، منظمات أرباب العمل، غرف التجارة والصناعة، وكانت الحصيلة الإجمالية للبرنامج في هذا الإطار إلى غاية سنة 2007 في حدود 131 عملية.¹

وتأتي الجزائر بذلك في المراتب الأخيرة بالمقارنة مع الدول المتوسطة المستفيدة، ونظرا لضعف تلك النتائج سواء على مستوى المبالغ المصروفة أو على مستوى النتائج المتعلقة برفع تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية، تم إبرام اتفاقية MEDA2 بين الجزائر واللجنة الأوروبية في مارس 2008، دخلت حيز التنفيذ في ماي من نفس السنة بغلاف مالي قدره 45 مليون أورو، بالإضافة إلى تمويل برنامج مشترك بين وزارة الصناعة ووزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية في سنة 2009 لتأهيل 20.000 مؤسسة، بهدف تعزيز سبل التشاور والتنسيق بين الوزارتين لتحقيق نتائج أفضل من تلك المحققة في البرامج السابقة.

وتجدر الإشارة إلى أن تدخل الدولة في إطار سياسة تقديم الدعم المالي لا تعبر عن ضعف الاقتصاد، بل دليل أن أكبر الاقتصاديات في العالم كالولايات المتحدة الأمريكية لم تتوقف عن تقديم الدعم المالي والفني للمؤسسات بهدف الارتقاء بها إلى مستويات جيدة من التنافسية وتحقيق أهداف أخرى كتخفيف العبء على الدولة في مجال النفقات الاجتماعية والحفاظ على العمالة، إلا أن إشكالية التمويل تبرز من خلال تكرار واستمرار الدولة في تقديم الدعم لمؤسسات تظهر أنها غير قادرة على الاستمرار في ظل ظروف ملائمة كتخفيف الدولة لضغوطات السوق وتنويع مصادر التمويل.

المبحث الثاني: بورصة الجزائر وتنويع مصادر التمويل

ارتكزت سياسة التمويل بعد سنة 1990 على تنويع مصادر التمويل الخارجي الذي كان مقتصرًا قبلها على التمويل البنكي، وفي هذا الإطار أخذت الدولة بعين الاعتبار لدور التمويل بالأموال الخاصة. فأمام متطلبات نظام اقتصاد السوق الحر سارعت الجزائر إلى تزويد نظامها المالي بسوق للأوراق المالية يسمح لها بتحقيق فوائد جمة للاقتصاد الوطني كإعادة إحياء النسيج الاقتصادي لمجموع المؤسسات الوطنية وتأهيلها نحو الفعالية عن طريق فتح رأسمال المؤسسات العمومية والخاصة المنظمة في شكل شركات

¹ وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سابقا (وزارة الصناعة)، Rapport d'activité l'année 2007، ص 36

و، ضمان تمويل مباشر للاستثمار عن طريق الادخار العمومي والحصول على وسيلة لضمان سيولة الادخار للاستثمار على المدى الطويل.



شكل 1-3 موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz 18/11/2017 bourse d'Alger

المطلب الأول: تقديم ونشأة بورصة الجزائر

في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988 دخلت فكرة إنشاء هذه البورصة التي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990، ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

أ- المرحلة التقريرية (1990-1992): نص المرسوم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990: على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها من طرف الشركات العمومية وسمح باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى.¹

وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء "شركة القيم المتداولة"، وفي شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بـ 320.000 دج موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية²، وفي نفس السنة 1992 ونظرا إلى بعض الصعوبات تم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما غير اسمها إلى "بورصة الأوراق المالية" كما صدر سنة 1991 المرسوم التنفيذي رقم 169-91 الذي ينظم العمليات على

¹ يوسف مسعداوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ دروس وتمارين محلولة، دار الخلدونية، القبة، الجزائر، 2016، ص 208
² DEBBOUB Youcef. Le nouveau mécanisme économique en Algérie. OPU. Alger. 2000. p 15

القيم المنقولة ،والمرسوم رقم 170-91 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها.

ب- **المرحلة الابتدائية 1993-1996**: بموجب المرسوم التنفيذي رقم 08-93 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

ج- **مرحلة الانطلاق الفعلي 1996-2000**: مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها ،وتم اختيار الوسطاء وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 المتمثلة في القرض السندي لشركة سونطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها.

الفرع الأول:مراحل إنشاء بورصة الجزائر

المرحلة الأولى 1990-1992: في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق، ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء شركة القيم المنقولة SVM ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول المتقدمة، ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، وقدر رأسمالها بـ320.000دج ،ويدير الشركة مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة¹.

المرحلة الثانية ابتداء من 1992: في فبراير من عام 1992 تم رفع رأسمال الشركة إلى 932.000دج، كما أن اسم الشركة تغير وأصبح بورصة الأوراق المالية، ولقد عرفت البورصة في بداية إنشائها صعوبات ومشاكل ناتجة عن ضعف رأسمالها، بالإضافة إلى عدم ظهور ملامحها بشكل واضح، أو عدم تحديد الدور الذي يجب أن تلعبه، غير أن هذه الصعوبات بدأت تتلاشى بشكل تدريجي بصدور مجموعة من القوانين والمراسيم المتعلقة ببورصة القيم، التي تم إصدارها لتنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، بالإضافة إلى تحديد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها، بالإضافة تحديد الهيئات المختصة بتنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وهكذا تم إنشاء بورصة الجزائر واعتبر آنذاك قصر المعارض بالجزائر العاصمة مقرا لها.²

الفرع الثاني: تعريف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم ،المعروفة اختصارا بـSGBV في 27 شارع العقيد عميروش الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأسمال قدره 475.200.000دج ،وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتحقق انجازها في 25 ماي 1997، وتمثل الشركة إطارا منظما

¹ شمعون شمعون ،البورصة ،بورصة الجزائر، أطلس للنشر ، الجزائر، بدون سنة النشر، ص79
² يوسف مسعداوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ لروس وتمارين محلولة، مرجع سبق ذكره، ص212

ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها.

وقد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

أ- المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:¹

البنوك الوطنية:

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

شركات التأمين الوطنية:

- الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR
- الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR
- الشركة الجزائرية للتأمين SAA
- الشركة الجزائرية للتأمين CAAT
- الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA
- البنك الخاص يونيون بنك UB

ب- المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

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

الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP BANQUE

ج- مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة

التالية:²

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة.

¹ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر WWW.SGBV.DZ visite le 21/11/2017 à 20.45

² الموقع الرسمي لبورصة الجزائر WWW.SGBV.DZ visite le 21/11/2017 à 20.45

- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير .
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
- ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB .

الفرع الثالث: مجلس الإدارة ولجنة التداول لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة

أ- مجلس الإدارة:

يتكون مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من البنوك الستة المساهمين الوسطاء في عمليات البورصة وهم:

الرئيس : السيد سمير تمرابط قائم بالإدارة يمثل المساهم البنك الوطني الجزائري BNA.

الأعضاء:

السيد لزهو لطرش قائم بالإدارة يمثل المساهم البنك الخارجي الجزائري BEA

السيد نور الدين بوغريرة قائم بالإدارة يمثل المساهم القرض الشعبي الجزائري CPA

السيد محند بوراي قائم بالإدارة يمثل المساهم الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP BANQUE

السيد سعيد لالماش قائم بالإدارة يمثل المساهم بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR BANQUE

السيد طارق مالوفي قائم بالإدارة يمثل المساهم بنك التنمية المحلية BDL

المدير العام: السيد يزيد بن موهوب.

ب- لجنة التداول:

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

وشكلت لجنة التداول وفقا للقرار رقم 01 لمجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المنعقد بتاريخ 19 مارس 2001.

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

وتسيير لجنة التفاوض بالتعاون مع مسؤولي قاعة التداول لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة حصص التداول في البورصة وسلوك الوسطاء في عمليات البورصة القائمين بالتداول في البورصة .

ويتضمن التشكيل الجديد للجنة التداول بعد اجتماعها يوم 3 فبراير 2010 الأعضاء الآتيين أسمائهم:

عن القرض الشعبي الجزائري السيدة راضية آيت عبي بصفتها عضوا ،والسيدة لمياء شرابي بصفتها عضوا مستخفا.

عن بنك التنمية المحلية السيد خالد ميرش بصفته عضوا.

عن البنك الجزائري الخارجي السيدة كنزة مايدي بصفتها عضوا ،والآنسة نسبية شرفاوي بصفتها عضوا مستخفا.

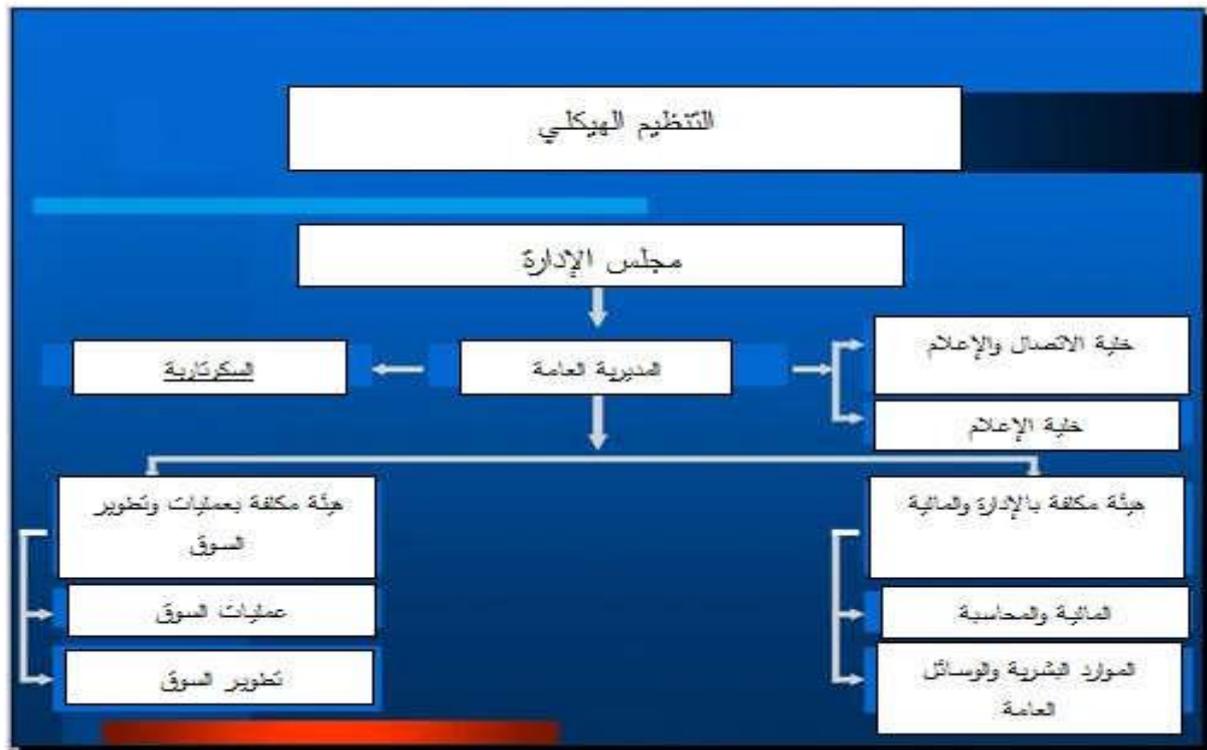
عن الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط السيدة فلة المقراني بصفتها عضوا.

عن البنك الوطني الجزائري السيدة نادية أحمد عوامر بصفتها عضوا .

وبصفته رئيسا السيد بلقاسم بطوش (من شركة تسيير بورصة القيم المنقولة) ،وبصفتها نائبا للرئيس السيدة حفصة بدوي من الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط.

الفرع الرابع: الهيكل التنظيمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة

شكل رقم 2-3 الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=144> 2017/11/18

المطلب الثاني: سير عمل بورصة الجزائر وشروط الإدراج داخل البورصة

سنتكلم في هذا المطلب حول سير عمل بورصة الجزائر، والأسواق الموجودة داخل البورصة ،قواعد التداول ،شروط القبول وكذلك مواقيت وطريقة التسعير .

الفرع الأول: سير عمل بورصة الجزائر

أولا: أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوق سندات رأس المال وسوق لسندات الدين

1- تتكون سوق سندات رأس المال من:

- السوق الرئيسية الموجهة للشركات الكبرى ويوجد حاليا، خمسة شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي:

• مجمع صيدال: الناشط في قطاع الصيدلاني

• مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة.

• أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات

• أن سي أ - روية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

• مؤسسة بيوفارم : الناشطة في قطاع الصيدلاني.

- وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة لتنظيم المستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

2- تتكون سوق سندات الدين من:

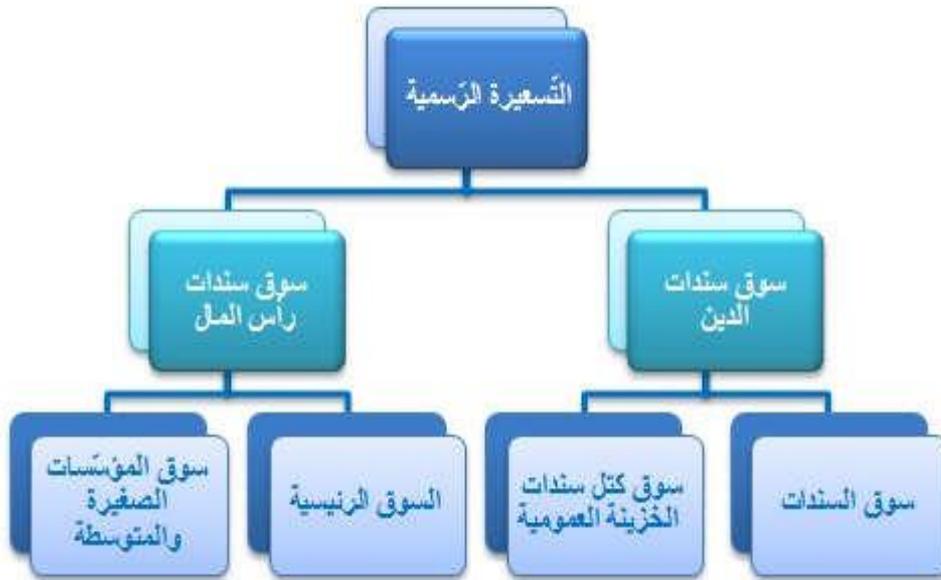
- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة .

- وسوق كتل سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.

- وسوق كتل سندات الخزينة العمومية OAT المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية ، وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصى حاليا 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري ، ويتم التداول على سندات الخزينة التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة و شركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصص في قيم الخزينة" بمعدل خمسة حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:

شكل رقم 3-3 التسعيرة الرسمية لبورصة القيم



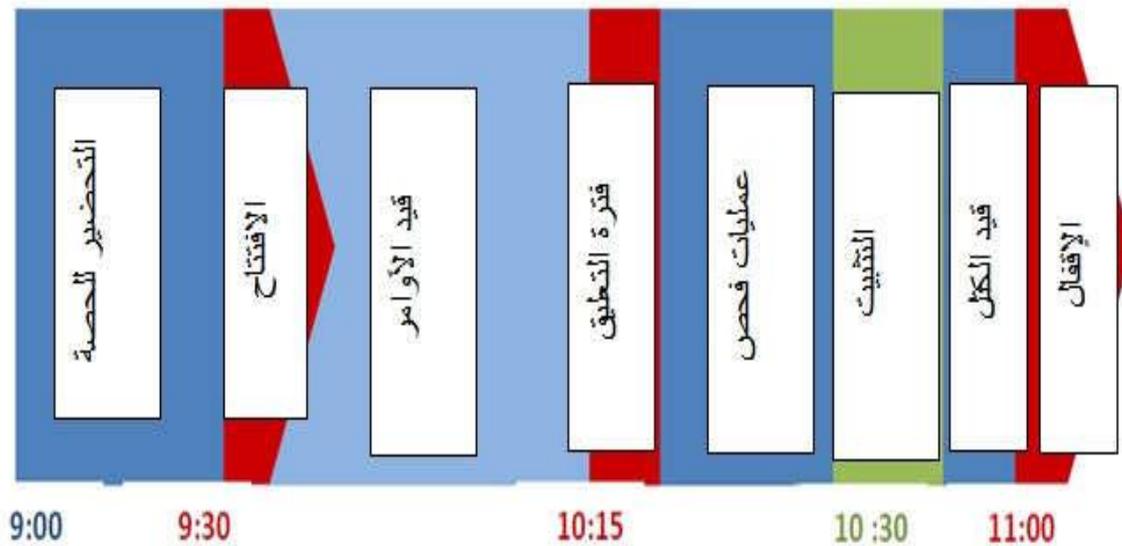
المصدر: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=144> 2017/11/25

ثانيا: مواقيت وطريقة التسعير

بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه، تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة يومي الاثنين والأربعاء من 9.30 إلى 11.00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، وتتم عملية التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام الكتروني للتسعير، بطريقة التسعير الثابت. ويتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير:

- عدم تضخيم حجم السندات المتبادلة.
 - تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع.
 - تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.
- في ختام الحصة يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقا للسعر المحدد في السوق، ويمكن تلخيص مسار حصة التداول على النحو التالي:

شكل رقم 3-4 مسار حصة التداول



المصدر: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147> 2017/11/24

ثالثا: نظام التسوية والتسليم (الجزائرية للتسوية)¹

تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقا فورية، وهو ما يعنى أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره، كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه. وبعد إقفال الحصة تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى مواقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها.

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

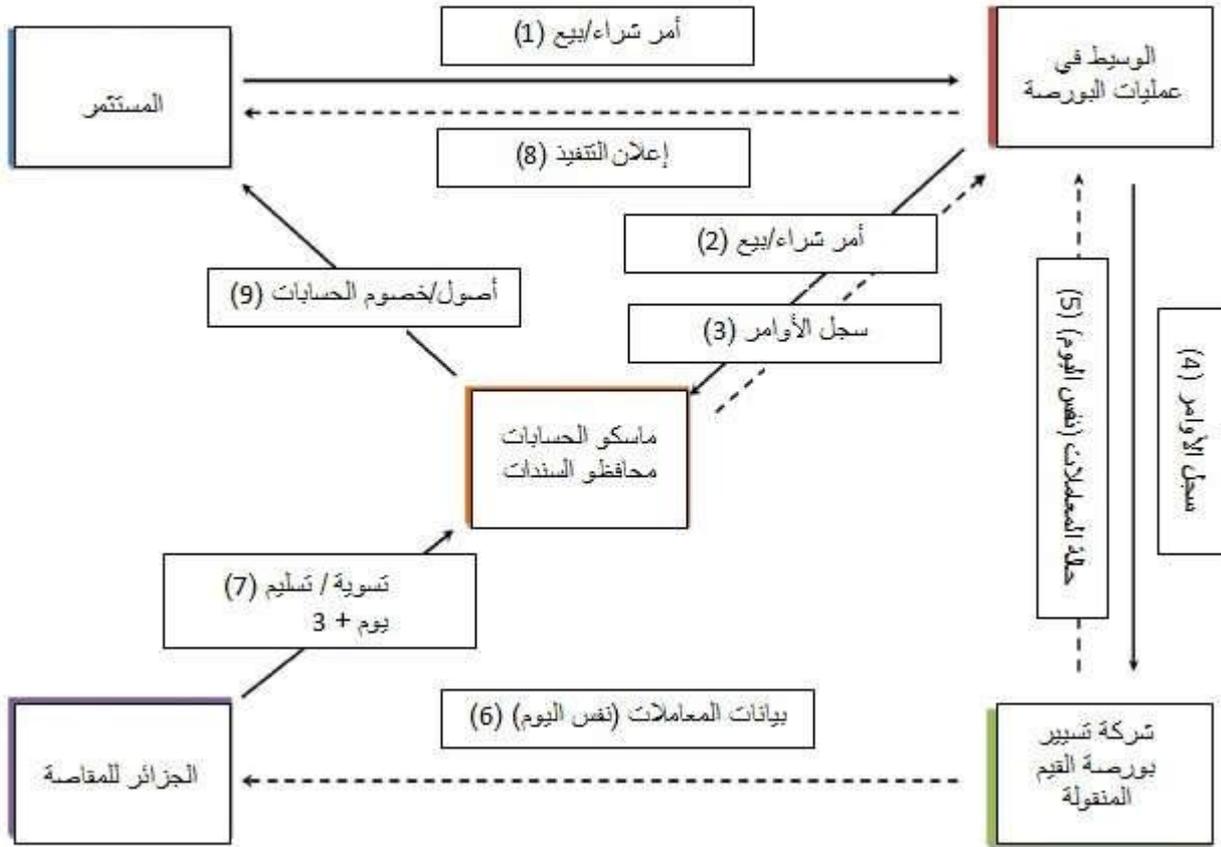
ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة، إذ صارت تسجل في حسابات السندات وتدار من قبل ماسكي الحسابات -محافظي السندات TCC.

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

ويبين الشكل التالي عملية شراء و/أو بيع السندات في البورصة:

¹ <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148> 2017/11/20

شكل رقم 3-5 عملية شراء و/أو بيع السندات في البورصة



المصدر: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148> 2017/11/20

الفرع الثاني: الإطار العام لقبول القيم المنقولة للتداول في بورصة الجزائر

إن طرح الأوراق المالية للاكتتاب في السوق الأولي، يحتم على المؤسسة المصدرة لهذه الأوراق تحقيق مجموعة من الشروط التي تحددها "لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة" COSOB من أجل قبول قيمها المنقولة للتداول في البورصة¹.

استنادا إلى ما جاء في دليل "لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة" دليل المستثمر الصادر في نوفمبر 1997، فإن الفكرة المعمول بها في القاعدة العامة المتعلقة بقبول القيم المنقولة هي:

- أن تقدم الشركة طلب القبول لدى "لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة" COSOB "وأن يخضع مشروع المذكرة الإعلامية لتأشيرة اللجنة، علما أن طلب القبول يكون مرفقا بملف يكون محتواه المفصل محددًا من طرف لجنة Cosob.

¹ لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم-دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية -أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص 70

- على الشركة أن تعين وسيطا في عمليات البورصة IOB يكون مكلفا بالمساعدة في تحضير ملف القبول وبمتابعة عملية الدخول (العرض العمومي للبيع).
- يحدد القانون العام مدة أدناها 60 يوما من التاريخ المتوقع للتسعير، وذلك لتسليم طلب القبول وهي مدة كافية تعمل فيها " لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة" على تفحص الملف والتأكد من استثناء الشروط.

كما تمتلك "لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة" سلطة تقديرية لرفض طلب القبول إذا توقعت أن دخول الشركة إلى البورصة سيخل بالسير الحسن للسوق.

شروط القبول:

حدد المرسوم التنفيذي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعايير التالية لكي تقبل أسهم الشركات المساهمة في البورصة:

- نشر المراكز المالية المصادق عليها لثلاثة السنوات السابقة للسنة التي قدم خلالها طلب القبول.
- تحقيق ربح خلال السنة المالية السابقة للسنة التي قدم خلالها طلب القبول.
- الأسهم يجب أن تكون محررة تحريرا كاملا (بمعنى أن تدفع قيمتها بالكامل)
- ضمان تحويل الأوراق المالية.

فيما يتعلق بالأسهم:

- يجب أن لا يقل رأسمال الشركة عن 100.000.000 دج .
- يجب أن تطرح الشركة 20% على الأقل من رأسمالها للاكتتاب لدى الجمهور.
- يجب أن تكون الأسهم المعروضة على الجمهور موزعة على 300 مساهم على الأقل يوم الدخول إلى البورصة.

فيما يتعلق بالسندات:

- مبلغ القرض يجب أن يكون مساويا على الأقل لـ 100.000.000 دج.
 - يجب أن يكون عدد الحائزين للسندات 100 حائز على الأقل يوم الدخول إلى البورصة.
- عندما تستوفي الشركة شروط القبول، يجب عليها أن تحضر ملف القبول الذي يكون محتواه المفصل محددًا من طرف لجنة COSOB.

أولاً: شروط قبول المؤسسات للإدراج في البورصة¹

أ- في السوق الرسمي:

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم SPA
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين 5.000.000 دج.

¹ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر 20.45 à 21/11/2017 visite le WWW.SGBV.DZ

- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.

- أن تقدم تقريراً تقيماً لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين من غير محافظ الحسابات للشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة.

- أن تكون قد حققت أرباحاً في السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفها اللجنة من هذا الشرط.

- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.

- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للمؤسسة، وإن لم يوجد ذلك فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سندات في البورصة.

- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات .

- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.

- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.

- الطرح للاكتتاب العام لسندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأسمال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.

- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على 150 مساهماً كحد أدنى في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

ب- في سوق السندات:

تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال وسندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين، باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساوياً على الأقل لخمسمائة مليون ، 500.000.000 دج وذلك يوم الإدراج.

ج- سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة:

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتبليتها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيضها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين لمدة خمسة سنوات مستشاراً مرافقاً يسمى بـ"مركي البورصة".

- تفتح رأس مالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة.

- تطرح للإكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع على ما يقل عن خمسين 50 مساهما أو ثلاثة مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج.
- تنشر كشوفها المالية المصدقة للعامين الماضين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط، وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني للإدخار.
- لذلك لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني للإدخار.

ثانيا: مزايا الإدراج في البورصة¹

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا منها:

- رفع رأس المال وتعزيز الأموال الخاصة: مهما كانت طبيعة طموحات الشركة مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة...) وأيضا زيادة أو تحسين قدرتها على الإنتاج وتخفيض ديونها... فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل لا ينضب.
 - تنويع مصادر التمويل: يجب على الشركة أو المؤسسة تنويع مصادر تمويلها بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة، وبالتالي يمكن للشركة ما إن يتم إدراجها في البورصة من التزود في السوق من الأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها.
 - توسيع نطاق المساهمين: تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها، وهي تسمح أيضا بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم.
 - تعزيز الشهرة: تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها وشهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.
- وبالإضافة إلى الفوائد المباشرة للإدراج في البورصة تتيح هذه العملية عدة إمكانيات نذكر منها:
- تهيئة الموارد البشرية: فالشركة التي تتدرج بالبورصة تخصص بشكل عام جزءا من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها، وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية.
 - تحقيق استدامة الشركة ومراقبتها الاحتياطية: تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضا استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار، كما تضمن الرقابة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة.

¹ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر 20.45 le 21/11/2017 visite le WWW.SGBV.DZ

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

الفرع الثالث: المتدخلون في السوق (بورصة القيم)

يتكون هيكل بورصة الجزائر من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة إدارة بورصة القيم المتداولة، والمؤتمن المركزي على السندات.

أولاً: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

تأسست هذه اللجنة بمقتضى المرسوم رقم 10-93 سنة 1993 وتمتعت هذه اللجنة بالاستقلالية الإدارية والمالية.

تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولاسيما من خلال الحرص على:¹

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة
 - السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة
- ومن أجل تمكينها من تحقيق مهامها، خولت هذه اللجنة بالسلطات التالية:

- السلطة التنظيمية
- سلطة الإشراف والمراقبة
- السلطة التأديبية والتحكيمية

وتتشكل لجنة COSOB من رئيس يعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات، وستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.

خولت للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB من أجل إنجاز مهامها بالسلطة التنظيمية، وسلطة الإشراف والمراقبة والسلطة التأديبية.

أ- السلطة التنظيمية: تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية الخاصة بـ

- التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للإدخار وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية.
- اعتماد الوسيط في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها.
- شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة.
- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند.
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية /تسليم السندات.

¹ محمد براق، واقع التنمية وبورصات القيم المتداولة في العالم دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 1999، ص 377

- تسيير محفظة القيم المنقولة

وتخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتنتشر في الجريدة الرسمية.

ب- سلطة المراقبة والإشراف: وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن على وجه الخصوص

- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق.

- قيام الشركات باللجوء العلني للإدخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها.

- السير الحسن للسوق.

ج- السلطة التأديبية والتحكيمية:

تنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين 02 منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين 02 من القضاة يعينهم وزير العدل.

وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية يرتكبه الوسيط في عمليات البورصة وكل إنتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

وأما في المسائل التحكيمية فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشئة بين:

- الوسيط في عملية البورصة

- الوسيط في عملية البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV

- الوسيط في عملية البورصة وزبائنهم

- الوسيط في عمليات البورصة والجهات المصدرة.

ثانيا: المؤتمر المركزي على السندات (الجزائر للمقاصة)

هو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسيط المعتمدون (05بنوك) و ثلاث الشركات المصدرة للقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث تحدد المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة بـ 2.000.000 دج¹.

تم تحديد دور المؤتمر المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 ويعنى المؤتمر المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية:²

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسك الحسابات حافضي السندات.

- مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسيط الماليين

- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة (توزيعات الأرباح، زيادة رأسمال..)

- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقا للمعايير الدولية ISIN الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية.

¹ لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، الاستعلام عن المؤتمر المركزي على السندات، تقرير 2004، الجزائر، ص03
² VISITE LE 26/11/2017 <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=153/> SGBV

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية /التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق..).

ثالثا: الوسطاء في عملية البورصة IOB

حدد المرسوم التشريعي رقم 93/10 المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وضع الوسطاء في عمليات البورصة ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة.¹

وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنها الجهة التي تمنحهم الإعتماد. ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على إعتماد اللجنة.

ويتضمن سوق المال في الجزائر حاليا تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية وبنكين خاصين وشركة خاصة، وهم كالتالي:

- بنك التنمية المحلية BDL - مديرية الخزينة والأسواق DTM
- البنك الخارجي الجزائري BEA - مديرية الخزينة والأسواق DTM
- البنك الوطني الجزائري BNA - مديرية المالية والأسواق المالية DFMF
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR - مديرية الخزينة وأسواق رأسمال DTMC
- بي أن بي باريبا الجزائر PNB BARIPAS - إدارة الأصول والخصوم والخزينة وأسواق رأسمال.
- بنك التوفير والاحتياط CNEP BANQAUE - مديرية المالية DF
- القرض الشعبي الجزائري CPA - مديرية تسيير القيم المنقولة DGVM
- سوسيتي جنيرال الجزائر SOCIETE GENERALE ALGERIE
- تل ماركتس TELL MARKTS

وتتمثل مهام الوسطاء في عملية البورصة في (حسب المرسوم التشريعي 10/93):

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة.
- التداول في السوق لحساب زبائنهم
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض .
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل.
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه
- وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية وإرشاد المستثمرين.

المطلب الثالث: عملية إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر وتكلفتها الجبائية

الفرع الأول: عملية الإدراج في البورصة¹

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة وهي:

- مرحلة ما قبل الإدراج

- مرحلة الإدراج

- مرحلة ما بعد الإدراج

أولاً: مرحلة الإدراج

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

1- القرار بإجراء العملية :

تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للإدراج، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنها من تفعيل هذه العملية.

2- الإعداد القانوني للشركة والأسهم:

إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأن الشركة كثيراً ما تلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

3- تقييم الشركة:

يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في الشركة، ويعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع وإصدار الأسهم.

4- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرفق البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة

والمتوسطة:

ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومراقبتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدراج أو الإدخال إلى البورصة.

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

¹ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر 20.45 à 21/11/2017 visite le WWW.SGBV.DZ

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

5- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية:

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

6- إيداع ملف طلب القبول:

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

- طلب القبول
- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرحت بالإصدار.
- مشروع المذكرة الإعلامية.
- مشروع الدليل.
- معلومات عامة عن الجهة المصدرة
- معلومات عن التمويل
- معلومات اقتصادية ومالية
- الوثائق القانونية
- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.

7- تأشير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها :

تملك لجنة عمليات البورصة ومراقبتها COSOB شهرين 02 لدراسة الملف وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

8- الانضمام إلى المؤتمر المركزي:

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

9- حملة التسويق:

سعى لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة، التلفزيون، والصحف...) وتوزيع الدلائل والمذكرات الاعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

10- بيع السندات:

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

11- كشف النتائج:

في حالة استقاء شروط الإدراج في التسعيرة يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتنتشر نتائج العملية للجمهور، وإذا حدث العكس فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

12- تسوية العملية:

يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية وذلك في غضون ثلاثة أيام من أيام العمل إبتداء من تاريخ الكشف عن النتيجة.

ثانيا: مرحلة الإدراج

وهذه هي المرحلة التي تبدأ فيها قيد السند في التسعيرة وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. تنتشر شركة تسيير بورصة القيم إعلانا في النشرة الرسمية SGBV للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعيرة الأولى للسند وسعر إدخال السند، كما تنتشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

ثالثا: مرحلة ما بعد الإدراج

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

- عقد السيولة: يسمح للشركات من أجل ضبط أسعار الأسهم بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة، ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة، والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات وانتظام تسعيرتها.

- نشر المعلومات: ما إن يتم تسعيرة السند في البورصة حتى تصبح الجهة المصدرة ملزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه إن كان معروف التأثير بشكل كبير على سعر السندات.

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

الفرع الثاني: التكلفة والجباية المترتبة على عملية الإدراج في البورصة أولاً: التكلفة¹

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

- حجم العملية
- أسلوب الإدراج في البورصة والسوق المختارة
- حجم الجهد المبذول في الاتصالات المالية.

وهي تشمل:

- الرسوم المدفوعة للمتدخلين في البورصة وهم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB ، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV، والمؤتمن المركزي، والوسطاء أو الوسيط في عمليات البورصة (قائد الفريق) IOB.
- عمولات وأتعاب المرافقة والتوظيف والاستشارات المالية والقانونية.
- مصاريف الإشهار والاتصال.

وفيما يلي مصاريف دخول إلى البورصة حسب الموقع الرسمي لبورصة القيم المنقولة SGBV.DZ :

الرسوم والمصاريف	الهيئة
تقدر الرسوم المدفوعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بـ 0.07% من مبلغ الإصدار أو من العرض العلني على أن تتجاوز 5.000.000 دج .	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتأشيرة المذكرة الإعلامية COSOB
تقدر نسبة العمولة التي تقاضاها شركة تسيير بورصة القيم بـ 0.05% من المبلغ الاسمي المقبول ولا يجوز أن يتعدى مبلغ هذه العمولة 2.500.000 دج	شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV
التسجيل الأولي 400.000 دج التسجيل الإضافي 100.000 دج استبدال وتعديل 100.000 دج	مصاريف تسجيل السند في التسعيرة.
200.000 دج بالنسبة للأسهم 30.000 بالنسبة للسندات	مصاريف البقاء في التسعيرة
الجزء الثابت: 1.000.000 دج الجزء المتغير: 100.000 دج لكل حصة مكونة من 100 أمر للمعالجة	مصاريف تنظيم العرض العلني للشراء
تقدر نسبة المصاريف بـ 0.01% من رأس المال الاجتماعي يكون الحد الأدنى للأموال المحصلة هو 20.000 دج والحد الأقصى 200.000 دج.	المؤتمن المركزي على السندات
مصاريف تتعلق بالخدمات التي يقدمها الوسيط في عمليات البورصة.	الوسيط في عمليات البورصة IOB (القائد)
حسب لجنة التوظيف	المرافق والبنوك الأخرى التي تشكل نقابة التوظيف

¹ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر 20.45 le 21/11/2017 visite le WWW.SGBV.DZ

جدول رقم 3-1 مصاريف ورسوم الدخول إلى البورصة

من إعداد الطالب بناء على المعلومات من الموقع الخاص بالبورصة الجزائرية SGBV.DZ

ثانيا: المزايا الجبائية من دخول البورصة

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

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

- وفقا للقانون رقم 13-08 المؤرخ في 27 صفر عام 1435 الموافق لـ 30 ديسمبر 2013 المتضمن قانون المالية لسنة 2014:

المادة 66: تستفيد الشركات التي تسعر أسهمها العادية في البورصة من تخفيض على الضريبة على أرباح الشركات يساوي معدل فتح رأس مالها في البورصة لمدة 05 سنوات، وذلك ابتداء من أول يناير سنة 2014.

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

المادة 73: تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات الماثلة والأوراق الماثلة للخرينة المسعرة في البورصة في مدة 05 سنوات ابتداء من أول يناير 2013 بدون تغيير في القيمة المنقولة.

المبحث الثالث: نظرة حول أداء بورصة الجزائر 2014- جوان 2017

سنتطرق في هذا المبحث لدراسة أداء السوق المالي أو سوق رأس المال لبورصة الجزائر خلال السنوات 2014، 2015، 2016، إلى غاية جوان 2017 وذلك بالاعتماد على النشرات الفصلية التي تصدر عن صندوق النقد العربي لأداء أسواق الأوراق المالية العربية وذلك بالتركيز على بورصة الجزائر، وكذلك الاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة الجزائر والتي تصدرها هذه الأخيرة كل شهر.

المطلب الأول: أداء بورصة الجزائر خلال سنة 2014

لقد شهد نشاط التداول لبورصة الجزائر ارتفاعا خلال شهر ديسمبر 2013 حيث بلغت قيمة المعاملات 2.186.375 دج مسجلة بذلك ارتفاعا قدره 25.33% مقارنة بالشهر الماضي أين سجلت التداولات ما قيمته 1.744.425 دج .

وفيما يخص التداولات المسجلة في مختلف أقسام القيم المنقولة والمسجلة في التسعيرة الرسمية لاحظنا أن: قسم الأسهم: سجل ارتفاعا من حيث القيمة المتداولة الإجمالية للسندات قدره 2.40% مشكلا بذلك 81.70% من القيمة الإجمالية المتبادلة في قاعة تداول بورصة الجزائر.

قسم السندات: سجل قسم السندات قيمة تداول خلال شهر ديسمبر 2013 قدرها 4.000.000 دج وهو ما يمثل نسبة 18.29% من القيمة الإجمالية المتبادلة في قاعة تداول بورصة الجزائر.¹

الفرع الأول: أداء بورصة الجزائر لـ 2014

استمرت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر بالتراجع خلال نهاية 2014، فقد انخفض مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 5.4%، وفيما يتعلق بالقيمة السوقية سجلت هذه القيمة ارتفاعا طفيفا بالعملة المحلية، فيما تراجعت قيمتها بالدولار الأمريكي، وقد ساهم في ذلك التراجع في سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار خلال هذه الفترة، والمقدر بنحو 5.7%، حيث أظهرت البيانات تحسنا طفيفا في القيمة السوقية مقومة بالدينار الجزائري بنحو 35 مليون دينار جزائري، إلا أن هذه القيمة (مقومة بالدولار الأمريكي) سجلت تراجعا بنحو 5.7 مليون دولار، ووصلت إلى 110.7 مليون دولار بنهاية شهر ديسمبر 2014.

وفيما يتعلق بنشاط التداول، عرف هذا النشاط بعض التراجع، ووصلت قيمة الأسهم المتداولة إلى نحو 210 ألف دولار بنهاية سنة 2014 بالمقارنة مع نحو 230 ألف دولار المستوى المسجل خلال الربع الذي سبقه من نفس السنة 2014، فيما شهد عدد الأسهم المتداولة استقرارا نسبيا نحو 30 ألف سهم.²

الفرع الثاني:التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق لسنة 2014

من خلال تقرير صندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2014 نلاحظ أن الناتج المحلي الإجمالي قد سجل نموا حقيقيا بنسبة 2.9% عن العام الجاري 2014، وهي نسبة أقل من تلك المتحققة عن العام

¹ التقرير الشهري لبورصة الجزائر ديسمبر 2013، الصادر عن بورصة القيم المنقولة SGBV، الجزائر، ص1
² صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2014، العدد 79، ص79-80

الماضي والمقدرة بنحو 3.1%، ويعزى ذلك إلى التراجع المسجل في الإيرادات النفطية خاصة خلال نهاية السنة.

وفيما يتعلق بالمالية العامة، أظهرت الأرقام في التقرير أن العجز المسجل في الميزانية نهاية عام 2014 قد قفز بشكل كبير وليسجل نحو 854.5 مليار دينار، مقابل عجز بنحو 149.1 مليار دينار عن العام السابق أي سنة 2013، وقد ساهم التراجع الحاد في أسعار النفط العالمية خلال نهاية 2014 تفاقم في هذا العجز، ومما جدير بالذكر أن الإيرادات النفطية تشكل نحو 60% من إيرادات الميزانية.

وفيما يتعلق بالدين الخارجي، ويشير التقرير نفسه أن حجم هذا الدين قد سجل تراجعاً بنهاية العام 2014 ليبلغ نحو 4.71 مليار دولار، مقابل 5.23 مليار دولار سنة 2013.

وعلى الصعيد النقدي والمصرفي، استمر الأداء الإيجابي للقطاع المصرفي خلال نهاية 2014، حيث أظهرت البيانات الرسمية أن مجموع أصول البنوك العاملة في الجزائر قد سجلت نمواً خلال هذه الفترة بنحو 4.9%، وتبلغ نحو 12016 مليار دينار جزائري بنهاية ديسمبر 2014، كما سجلت الودائع لأجل نمواً بنسبة 2.9% خلال نفس الفترة من 2014، وتبلغ نحو 4080 مليار دينار، وسجل الائتمان المقدم للقطاع الخاص نمواً بنحو 7.1% خلال الفترة نفسها من هذا العام، ووصل رصيده إلى نحو 3275 مليار دينار بنهاية ديسمبر 2014.

وفيما يتعلق بالقطاع الخارجي، تظهر البيانات الرسمية التي تحصلنا عليها من تقرير صندوق النقد العربي أن فائض الميزان التجاري للجزائر قد تراجع بأكثر من 53%، ويليغ نحو 4.63 مليار دولار بنهاية العام 2014، مقارنة مع فائض بنحو 9.94 مليار دولار تم تحقيقه العام الماضي 2013، حيث تراجعت صادرات الجزائر بنحو 3% لتبلغ 62.95 مليار دولار عن 2014، فيما سجلت الواردات عن ذات الفترة ارتفاعاً بنحو 6% ووصلت إلى 58.32 مليار دولار، يذكر أن الصادرات النفطية للجزائر شكلت نحو 96% من إجمالي الصادرات وذلك عام 2014.

ومن أهم التطورات التنظيمية والتشريعية، ألزمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، شركات الوساطة والمهنيين المرخص لهم بتوفير مذكرة للعملاء والمستثمرين تتضمن جميع المعلومات التي تعتبر مفيدة لقرار الاستثمار في الأوراق المالية والمنتجات المالية، كما يجب تقديم المذكرة إلى اللجنة قبل نشرها بفترة لا تقل عن 30 يوم على أن يتم تحديث المعلومات الواردة في المذكرة حسب الضرورة وذلك بإدخال التطورات الجديدة المتصلة بالمنتجات المعروضة، ويجب إخطار اللجنة بأي تغيير جوهري على المذكرة بحيث تتمكن اللجنة من إعادة النظر في المذكرة حتى بعد إصدارها وطلب تعديل أو إلغائها.¹

و من جانب آخر وقعت بورصة الجزائر والبورصة المصرية على اتفاقية تفاهم مشترك ويتجلى الهدف من هذه المذكرة في سعي كل البورصتين أوصل التعاون وتبادل الخبرات.

¹ صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2014، العدد 79، ص 80-81

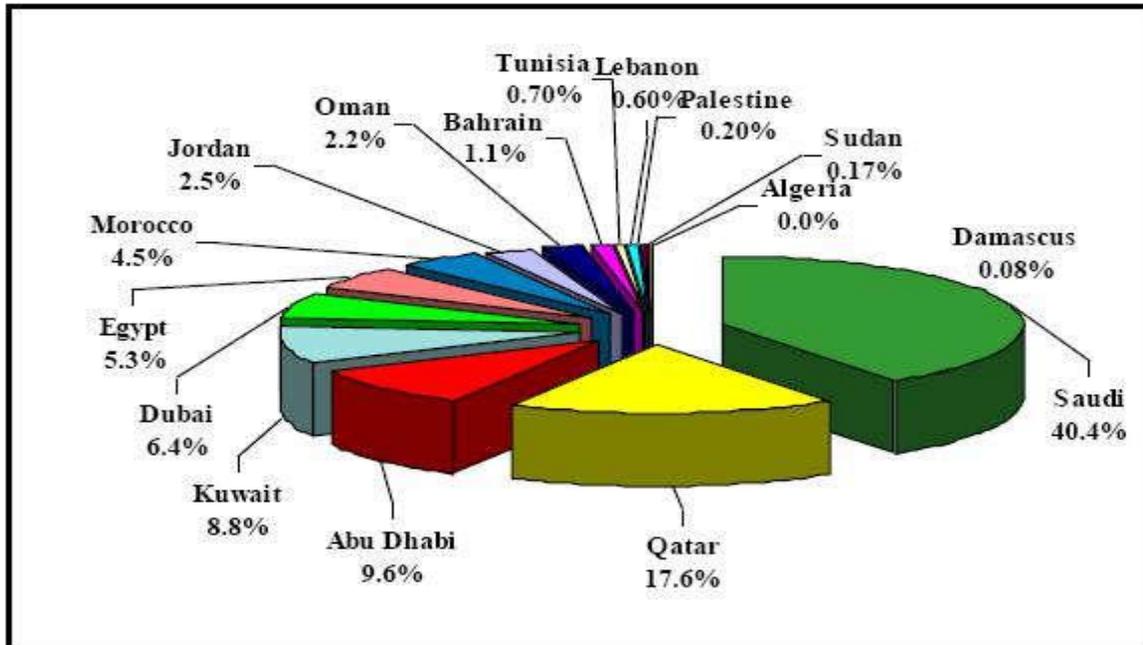
الفرع الثالث: بعض المؤشرات المالية الخاصة ببورصة الجزائر لـ2014
شكل 3-6 مؤشرات بورصة الجزائر لـ2014 (نشرة صندوق النقد العربي)

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
	2014	2014	2014	2014	2014	2013	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,735	9,646	9,788	9,735	9,689	9,889	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	110.7	112.0	116.5	110.7	116.4	124.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	6,311	6,211	6,344	18,866	18,765	20,896	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	71.8	72.1	75.5	214.5	225.5	263.4	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	11.1	12.1	10.3	33.5	31.5	34.3	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	24	24	24	عدد أيام التداول
Average daily trading	8.97	9.02	9.44	8.94	9.40	10.98	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.06	0.06	0.06	0.19	0.19	0.21	محل دوران السهم (%)
New Issues							الإصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	110.7	112.0	116.5	110.7	116.4	124.7	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	80.8	82.5	84.6	80.8	85.4	90.2	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	-2.1	-2.5	-0.9	-5.3	-4.8	3.2	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	87.9	86.1	84.0	87.9	83.2	79.3	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-2.1	-2.5	-0.9	-5.7	-5.0	2.9	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2014، العدد 79، ص 82

شكل رقم 3-7 أوزان الأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي لـ 2014
الوزن في

Market	المؤشر المركب للصندوق Weight in AMF index	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي) Market Capt. (million \$)	عدد الشركات المدرجة في المؤشر Companies listed in Index	السوق Market	الترتيب Rank
Saudi	40.40	345,948.699	76	السعودية	1
Qatar	17.59	150,647.811	34	قطر	2
Abu Dhabi	9.55	81,728.989	37	أبو ظبي	3
Kuwait	8.78	75,183.513	78	الكويت	4
Dubai	6.44	55,134.418	25	دبي	5
Egypt	5.26	45,017.587	76	مصر	6
Morocco	4.50	38,509.810	42	المغرب	7
Jordan	2.47	21,120.903	69	الأردن	8
Oman	2.18	18,684.872	104	عمان	9
Bahrain	1.07	9,152.676	24	البحرين	10
Tunisia	0.70	5,969.110	36	تونس	11
Lebanon	0.60	5,175.532	11	لبنان	12
Palestine	0.20	1,725.563	21	سوق فلسطين	13
Sudan	0.17	1,487.357	21	سوق الخرطوم	14
Damascus	0.08	642.349	13	سورية	15
Algeria	0.01	115.272	2	بورصة الجزائر	16



المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2014، العدد 79، ص 102

المطلب الثاني: أداء بورصة الجزائر خلال سنة 2015

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاع خلال شهر ديسمبر قدر بـ 121.76%، حيث بلغت قيمة المعاملات 9.086.280 دج مقارنة بالشهر الماضي (نوفمبر 2015) أين سجلت التداولات ما قيمته 4.097.265 دج، كذلك انتقل حجم التداول من 9.466 (أسهم وسندات) في شهر نوفمبر إلى 21.623 في شهر ديسمبر 2015 مسجلا بذلك نسبة ارتفاع قدرها 128.42%.

فيما يخص التداولات المسجلة في مختلف أسواق القيم المنقولة المحققة في التسعيرة الرسمية لاحظنا أن:

- السوق الرئيسي لشهر ديسمبر 2015 عرف تطورا مقارنة بالشهر الماضي من حيث القيمة الإجمالية للتداول قدر بنسبة 121.76% مشكلا بذلك القيمة الإجمالية في قاعة تداول بورصة الجزائر.¹

- أما سوق سندات الشركات فلم يسجل أي تداول لشهر ديسمبر 2015، وشهر ديسمبر كعينة لبقية الأشهر لأن صدور تقارير بورصة الجزائر شهريا.

الفرع الأول: أداء بورصة الجزائر لـ 2015

استمرت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر بالتراجع خلال نهاية 2015، هذا التراجع الذي بدأت منذ ما يزيد عن 20 شهرا، فقد انخفض مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 0.8% بنهاية الربع الرابع لـ 2015 مقارنة بنسبة انخفاض بلغت نحو 6.7% كان قد سجلها خلال الربع الأخير من سنة 2014. وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، سجلت هذه القيمة تراجعا طفيفا حيث تراجعت قيمتها، لتبلغ نحو 90.6 مليون دولار بنهاية ديسمبر 2015 مقابل 91.5 مليون دولار بنهاية الربع الثالث من نفس السنة. وفيما يتعلق بنشاط التداول تراجعت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع من 2015 لتبلغ نحو 124 ألف دولار بالمقارنة مع 145 ألف دولار خلال الربع الذي سبق، كما سجل عدد الأسهم المتداولة انخفاضا ليبلغ نحو 33.1 ألف سهم مقابل 34.4 ألف سهم تم تداولها في الربع السابق.²

الفرع الثاني: التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق لسنة 2015

فيما يتعلق بالتطورات التنظيمية والتشريعية اصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، نظام جديد خاص بالوسطاء في عمليات البورصة IOB، ويتضمن القانون شروط اعتماد الوسطاء وواجباتهم ومراقبتهم.

وفيما يخص التطورات النقدية والمصرفية، تظهر البيانات المتوفرة أن النشاط المصرفي قد استمر بالتحسن خلال الربع الثالث من سنة 2015، مقارنة مع الربع السابق، حيث أظهرت الأرقام الرسمية، ارتفاعا لودائع لأجل الخاصة بالقطاع الخاص بلغت نسبته 3.6% خلال هذا الربع الثالث من 2015، ويليها رصيدها نحو 3050 مليار دج بنهاية سبتمبر 2015، كما شهدت القروض والتسهيلات الائتمانية المقدمة للقطاع الخاص، ارتفاعا خلال نفس الربع وبنسبته 3.5%، وتصل قيمتها إلى نحو 3507 مليار دج، وفي المقابل

¹ تقرير بورصة الجزائر الشهري، ديسمبر 2015، الصادر عن بورصة القيم المنقولة SGBV، الجزائر 2015، ص 2

² صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2015، العدد 83، ص 76

سجلت صافي موجودات المصارف الجزائرية انكماشاً بنحو 1.1%، ووصل صافي هذه الموجودات إلى نحو 12177 مليار دج، بنهاية الربع الثالث من سنة 2015، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى تراجع الودائع. وبخصوص القطاع الخارجي تظهر الأرقام المتحصل عليها من تقرير صندوق النقد العربي أن الميزان التجاري للجزائر قد سجل عجزاً بنحو 12.82 مليار دولار عن الأشهر التسعة الأولى من سنة 2015، مقارنة مع الفائض بنحو 2.93 مليار دولار عن نفس الفترة لسنة 2014، حيث تراجعت الصادرات الإجمالية بشكل كبير لتبلغ نحو 26.88 مليار دولار عن الأشهر التسعة الأولى من سنة 2015 مقارنة مع 47.93 مليار دولار عن نفس الفترة من العام 2014، كذلك تراجعت قيمة الواردات لتبلغ نحو 39.7 مليار دولار مقابل 45 مليار دولار لسنة 2014.

الفرع الثالث: بعض المؤشرات المالية الخاصة ببورصة الجزائر لـ2015

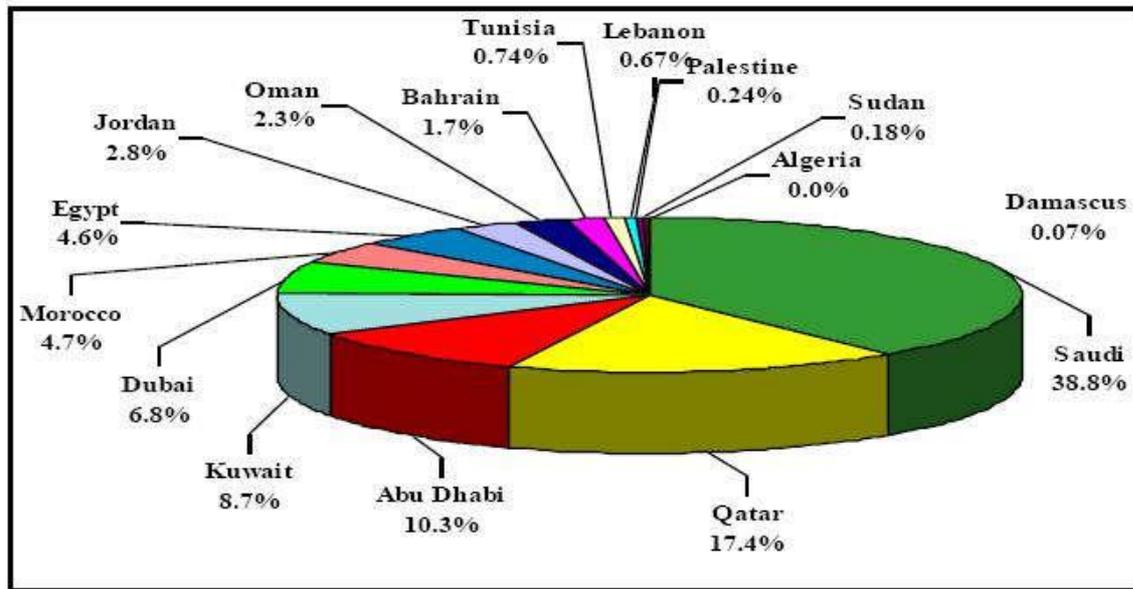
شكل 3-8 بعض مؤشرات بورصة الجزائر لسنة 2015 (حسب صندوق النقد العربي)

	2015		2015		2014		
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3		الربع الرابع Q4
Number of Listed Companies						عدد الشركات المدرجة	
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر	
Market Capitalization						القيمة السوقية	
Algerian Dinar (Million)	9,702	9,707	9,710	9,702	9,718	9,735	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	90.6	89.6	90.9	90.6	91.5	110.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						أحجام التداول	
Algerian Dinar (000)	4,411	4,421	4,412	13,244	15,376	18,866	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	41.2	40.8	41.3	123.7	144.8	214.5	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	11.0	11.1	11.0	33.1	34.4	33.5	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	24	25	24	عدد أيام التداول
Average daily trading	5.15	5.10	5.16	5.15	5.79	8.94	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.05	0.05	0.05	0.14	0.16	0.19	معدل دوران السهم (%)
New Issues						الإصدارات الأولية	
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
Local Indices						المؤشرات المحلية	
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index						مؤشر صندوق النقد العربي	
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	90.6	89.6	90.9	90.6	91.5	110.7	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	66.3	65.6	66.5	66.3	66.9	80.8	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	1.1	-1.4	-0.5	-0.8	-6.7	-5.3	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates						أسعار الصرف	
Exchange rate (end of period)	107.1	108.3	106.8	107.1	106.2	87.9	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	1.1	-1.4	-0.5	-0.8	-7.1	-5.7	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2015، العدد 83، ص 77

شكل 3-9 أوزان الأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي لـ 2015

Market	الوزن في المؤشر المركب للصندوق Weight in AMF index	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي) Market Capt. (million \$)	عدد الشركات المدرجة في المؤشر Companies listed in Index	السوق Market	الترتيب Rank
Saudi	38.78	298,434.603	76	السعودية	1
Qatar	17.37	133,630.718	34	قطر	2
Abu Dhabi	10.32	79,414.616	37	أبو ظبي	3
Kuwait	8.73	67,203.838	78	الكويت	4
Dubai	6.77	52,077.073	25	دبي	5
Morocco	4.74	36,508.203	42	المغرب	6
Egypt	4.63	35,640.116	76	مصر	7
Jordan	2.77	21,334.255	77	الأردن	8
Oman	2.28	17,505.782	104	عمان	9
Bahrain	1.68	12,959.578	28	البحرين	10
Tunisia	0.74	5,704.680	36	تونس	11
Lebanon	0.67	5,184.594	11	لبنان	12
Palestine	0.24	1,812.725	21	سوق فلسطين	13
Sudan	0.18	1,402.757	21	سوق الخرطوم	14
Damascus	0.07	568.783	13	سورية	15
Algeria	0.01	104.300	2	بورصة الجزائر	16



المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2015، العدد 83، ص 96

المطلب الثالث: أداء بورصة الجزائر خلال السنة 2016

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر انخفاضا خلال شهر ديسمبر قدر بـ 88.77%، حيث بلغت قيمة المعاملات 5.387050 دج، مقارنة بالشهر الماضي نوفمبر 2016 أين سجلت قيمة التداول ما قيمته 47.987.730 دج، وكذلك انتقل حجم التداول من 82.935 (سهم) في شهر نوفمبر 2016 إلى 10.667 سهم في شهر ديسمبر.¹

الفرع الأول: أداء بورصة الجزائر لـ 2016

تراجعت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر خلال الربع الأخير من سنة 2016، وذلك بعد أن سجلت هذه المؤشرات بعض التحسن خلال الربع السابق (جويلية، أوت، سبتمبر)، فقد انخفض مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 0.7% بنهاية الربع الرابع لسنة 2016 قابله ارتفاع بنسبة 0.6% كان قد سجلها خلال الربع السابق من نفس السنة.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية وانعكاسا للتحسن في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة تراجعا طفيفا، لتبلغ نحو 88 مليون دولار بنهاية الربع الرابع لسنة 2016.

وفيما يتعلق بنشاط التداول ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع من سنة 2016 لتبلغ نحو 122 ألف دولار بالمقارنة مع 197 ألف دولار خلال الربع الذي سبقه من نفس السنة، فيما عرف عدد الأسهم المتداولة تحسنا ليبلغ نحو 122 ألف سهم مقابل 47 ألف سهم تم تداولها خلال الربع السابق لسنة 2016.²

الفرع الثاني: التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق لـ 2016

فيما يتعلق بالتطورات التنظيمية نشرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB، وثيقة حول وظائف وشروط التأهيل وتسجيل مسؤول الامتثال لدى وسطاء البورصة.

وبخصوص القطاع الخارجي تظهر الأرقام أن الميزان التجاري للجزائر قد سجل عجزا بنحو 17.8 مليار دولار عن عام 2016، مسجلا زيادة بنحو 4.8% بالمقارنة مع العجز المسجل خلال العام الماضي، حيث تراجعت الصادرات الإجمالية للجزائر بشكل ملموس لتبلغ نحو 28.9 مليار دولار عن عام 2016 مقارنة مع 34.7 مليار دولار عن العام 2015، كذلك تراجعت قيمة الواردات نحو 46.7 مليار دولار لتسجل تراجع بنحو 9.7% وذلك في نفس فترة المقارنة.³

¹ تقرير بورصة الجزائر الشهري، ديسمبر 2016، الصادر عن بورصة القيم المنقولة SGBV، الجزائر 2016، ص 2

² صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية (تقرير)، الربع الرابع 2016، العدد 87، ص 71

³ صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية (تقرير)، الربع الرابع 2016، العدد 87، ص 72

الفرع الثالث: بعض المؤشرات المالية الخاصة ببورصة الجزائر لـ 2016

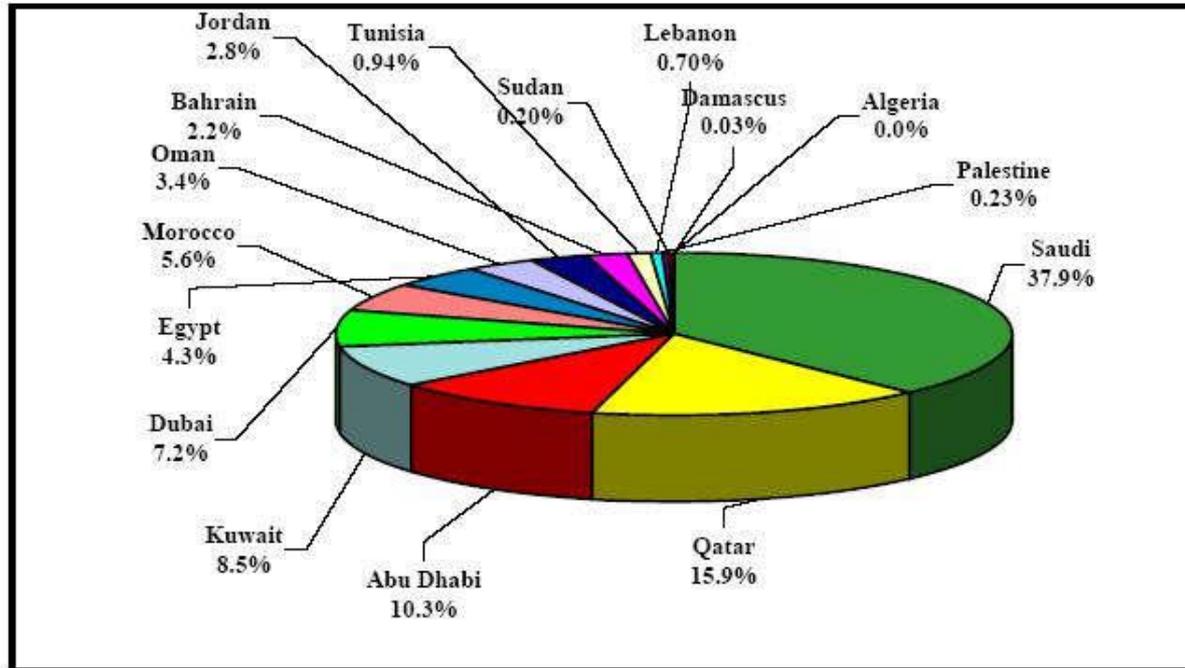
شكل 3-11 بعض مؤشرات بورصة الجزائر لسنة 2016 (حسب صندوق النقد العربي)

	2016			2015			
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,716	9,795	9,764	9,716	9,723	9,702	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	88.0	88.3	89.0	88.0	88.7	90.6	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	7,220	8,990	6,230	22,440	21,548	13,244	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (000)	65.4	81.0	56.8	203.3	196.6	123.7	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (000)	3,023.2	2,044.2	1,034.2	6,101.6	46.6	33.1	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	8	8	8	24	24	24	عدد ايام التداول
Average daily trading	8.18	10.13	7.10	8.47	8.19	5.15	متوسط التداول اليومي (ألف)
Turnover ratio (%)	0.07	0.09	0.06	0.23	0.22	0.14	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الإصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة التفتيرية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	88.0	88.3	89.0	88.0	88.7	90.6	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	64.40	64.10	64.80	64.40	64.86	66.33	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	0.47	-1.09	-0.09	-0.71	0.64	-0.84	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	110.4	110.9	109.7	110.4	109.6	107.1	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.5	-1.1	-0.1	-0.7	0.6	-0.8	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2016، العدد 87، ص 73

شكل 3-12 أوزان الأسواق العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي لـ 2016

Market	المؤشر المركب للصندوق Weight in AMF index	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي) Market Capt. (million \$)	عدد الشركات المدرجة في المؤشر Companies listed in Index	السوق Market	الترتيب Rank
Saudi	37.91	307,086.331	75	السعودية	1
Qatar	15.91	128,846.594	34	قطر	2
Abu Dhabi	10.30	83,401.540	37	أبو ظبي	3
Kuwait	8.48	68,732.466	73	الكويت	4
Dubai	7.15	57,884.875	25	دبي	5
Morocco	5.57	45,119.110	36	المغرب	6
Egypt	4.27	34,612.003	76	مصر	7
Oman	3.38	27,414.062	103	عمان	8
Jordan	2.76	22,379.042	94	الأردن	9
Bahrain	2.16	17,499.453	28	البحرين	10
Tunisia	0.94	7,598.696	45	تونس	11
Lebanon	0.70	5,655.863	11	لبنان	12
Palestine	0.23	1,871.576	21	سوق فلسطين	13
Sudan	0.20	1,585.811	21	سوق الخرطوم	14
Damascus	0.03	280.497	13	سورية	15
Algeria	0.01	104.300	2	بورصة الجزائر	16



المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2016، العدد 87، ص 92

المطلب الرابع: أداء بورصة الجزائر إلى غاية جوان 2017

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر ارتفاع خلال شهر جوان قدر بـ 382.21%، حيث بلغت قيمة المعاملات 27.818.390 دج، مقارنة بالشهر الماضي ماي 2017 أين سجلت التداول ما قيمته 5.768.915 دج .

كذلك انتقل حجم التداول من 7.249 سهم في شهر أفريل إلى 26.754 سهم في شهر جوان 2017 مسجلا بذلك نسبة ارتفاع قدرها 269.07%¹.

الفرع الأول: أداء بورصة الجزائر

ارتفعت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر خلال الربع الثاني من سنة 2017، وذلك للربع الثاني على التوالي، فقد سجل مؤشر الصندوق لهذه البورصة ارتفاعا بنسبة 1.5% بنهاية الربع الثاني لسنة 2017، قابله ارتفاع أيضا بنسبة 0.4% كان قد سجلها خلال الربع السابق.

أما فيما يتعلق بالقيمة السوقية وانعكاسا للتحسن في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة ارتفاعا لتبلغ نحو 90.4 مليون دولار بنهاية جوان 2017 مقابل 88.9 مليون دولار بنهاية مارس من هذا العام 2017.

أما فيما يتعلق بنشاط التداول، ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الثاني من سنة 2017 لتبلغ نحو 177.9 ألف دولار بالمقارنة مع 175.4 ألف دولار خلال الربع الذي سبقه، كما عرف عدد الأسهم المتداولة ارتفاعا ليبلغ نحو 100 ألف سهم مقابل 65.3 ألف سهم تم تداولها خلال الربع السابق أي شهر جانفي وفيفري ومارس سنة 2017.²

الفرع الثاني: التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق المالي إلى غاية جوان 2017

فيما يتعلق بالتطورات التشريعية والتنظيمية، أصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها نظامين متعلقين بشركات تسيير صناديق الاستثمار، الأول متعلق بالضمانات التي يجب على شركة تسيير صناديق الاستثمار تقديمها فيما يتعلق بتنظيمها ووسائلها التقنية والمالية والمهارات المهنية كذلك، أما الثاني فهو متعلق بقواعد الأخلاقيات الأساسية التي يجب أن تلتزم بها شركة تسيير صناديق الاستثمار.

أما فيما يتعلق بالقطاع الخارجي تظهر الأرقام المتحصل عليها من تقرير صندوق النقد العربي إلى غاية جوان من هذه السنة 2017 أن العجز في الميزان التجاري للجزائر قد سجل تراجعا كبيرا ليبلغ نحو 4.84 مليار دولار، مقارنة بعجز بنحو 10.57 مليار دولار عن ذات الفترة من العام الماضي 2016، حيث تظهر الأرقام ارتفاع الصادرات الإجمالية للجزائر عن الأشهر الست الأولى من سنة 2017، بنحو 4.8 مليار دولار لتصل إلى نحو 18.1 مليار دولار، فيما تراجعت قيمة الواردات عن ذات الفترة بنحو 3.8% لتبلغ نحو 23 مليار دولار وذلك مقارنة مع نفس الفترة من العام الماضي.³

الفرع الثالث: بعض المؤشرات المالية الخاصة ببورصة الجزائر إلى غاية جوان 2017

¹ تقرير بورصة الجزائر الشهري، جوان 2017، الصادر عن بورصة القيم المنقولة SGBV، الجزائر 2017، ص 2
² صندوق النقد العربي، تقرير حول أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثاني 2017، العدد 89، ص 69
³ صندوق النقد العربي، تقرير حول أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثاني 2017، العدد 89، ص 70

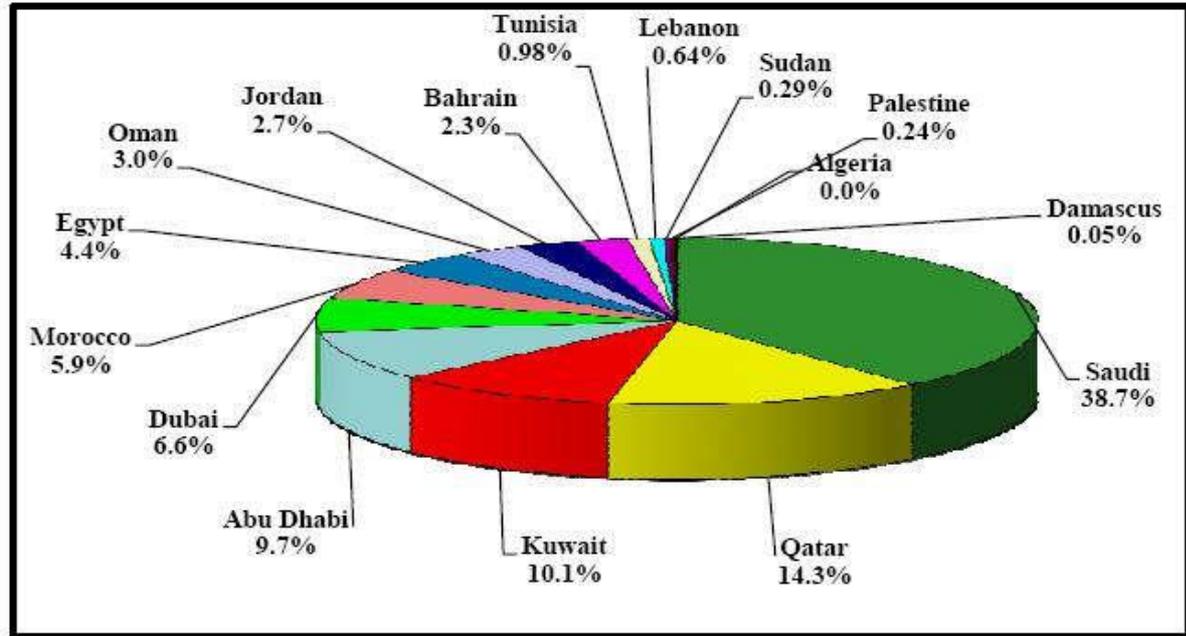
شكل 3-13 بعض مؤشرات بورصة الجزائر إلى غاية جوان 2017 (حسب صندوق النقد العربي)

	يونيو June	مايو May	أبريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Number of Listed Companies							عدد الشركات المدرجة
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization							القيمة السوقية
Algerian Dinar (Million)	9,792	9,779	97,788	9,792	9,777	9,683	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	90.4	89.9	892.1	90.4	88.9	87.8	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume							أحجام التداول
Algerian Dinar (000)	6,422	6,402	6,452	19,276	19,294	23,349	بالدينار الجزائري (آلف)
In US Dollar (000)	59.3	58.8	58.9	177.9	175.4	211.7	بالدولار الأمريكي (آلف)
Traded Shares (000)	33.1	33.4	33.5	100.0	65.3	43.2	عدد الأسهم المتداولة (آلف)
Number of trading days	8	8	8	24	24	24	عدد ايام التداول
Average daily trading	7.41	7.35	7.36	7.41	7.31	8.82	متوسط التداول اليومي (آلف)
Turnover ratio (%)	0.07	0.07	0.01	0.20	0.20	0.24	معدل دوران السهم (%)
New Issues							الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices							المؤشرات المحلية
ASE Local index	-	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index							مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	90.4	89.9	892.1	90.4	88.9	87.8	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	65.6	65.6	65.5	65.6	64.6	64.4	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	-0.1	0.2	1.4	1.5	0.4	-1.8	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates							أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	108.3	108.8	109.6	108.3	110.0	110.3	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.4	0.7	0.4	1.5	0.4	-1.8	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

المصدر صندوق النقد العربي، تقرير حول أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثاني 2017، العدد 89، ص 71

شكل 3-14 أوزان الأسواق المالية العربية المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي إلى غاية جوان 2017

Market	الوزن في المؤشر المركب للصندوق Weight in AMF index	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي) Market Capt. (million \$)	عدد الشركات المدرجة في المؤشر Companies listed in Index	السوق Market	الترتيب Rank
Saudi	38.74	318,031.209	75	السعودية	1
Qatar	14.29	117,320.012	34	قطر	2
Kuwait	10.10	82,903.075	73	الكويت	3
Abu Dhabi	9.74	79,993.412	37	أبوظبي	4
Dubai	6.61	54,282.474	25	دبي	5
Morocco	5.89	48,387.424	36	المغرب	6
Egypt	4.42	36,328.567	76	مصر	7
Oman	3.00	24,668.250	103	عمان	8
Jordan	2.68	22,006.784	94	الأردن	9
Bahrain	2.31	18,960.930	28	البحرين	10
Tunisia	0.98	8,039.224	45	تونس	11
Lebanon	0.64	5,282.740	11	لبنان	12
Sudan	0.29	2,365.424	21	سوق الخرطوم	13
Palestine	0.24	1,932.810	21	سوق فلسطين	14
Damascus	0.05	446.367	13	سورية	15
Algeria	0.01	104.300	2	بورصة الجزائر	16



المصدر صندوق النقد العربي، تقرير حول أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثاني 2017، العدد 89، ص 90

المبحث الرابع: دراسة حالة تجربة تمويل بعض شركات المساهمة المدرجة في البورصة

سيتم من خلال هذا المبحث التطرق إلى تقديم شركة أليانس وشركة رويبة وكذلك شركة سونلغاز التي تمت عليها الدراسة التطبيقية وكذلك رؤوس أموال هذه الشركات وكيف تم إدراجها في البورصة، بالإضافة إلى منتجات وخدمات هذه الشركات.

المطلب الأول: تقديم ودراسة شركة المساهمة أليانس للتأمينات الجزائرية ودخولها للبورصة

الفرع الأول: تعريف شركة أليانس للتأمينات الجزائرية

شركة أليانس للتأمينات هي شركة مختلطة ذات رأس مال أغلبيته أجنبي ذات أسهم، تأسست في جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 95-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995 والصادر عن وزارة المالية، والمتعلقة بفتح سوق التأمينات بعد الحصول على موافقة الجهات المختصة (أي الحصول على الاعتماد) تحت رقم 122/05، انطلق نشاط الشركة سنة 2006، بواسطة القيام بجميع عمليات التأمين وإعادة التأمين.¹ كما أن شركة أليانس تعتبر أول مؤسسة اقتصادية خاصة تدخل إلى البورصة، فأليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأس مال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين، وتم رفع رأسمالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009، وشهد العام 2010 زيادة في رأس المال ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري، وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للدخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 30/10/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين. وفيما يلي نبذة تاريخية:

2004: التأسيس الإداري أليانس للتأمينات برأسمال قدره 500 مليون دج تعمل في مجال التأمينات.

2006: الانطلاق الفعلي للنشاط وانطلاق برامج التنمية التجارية.

2007: مضاعفة رقم الأعمال بثلاث مرات مقارنة بـ 2006 .

2008: تحسين سياسة الاتصال.

2010: انطلاق عملية الدعوة العلنية للدخار ،نشر تخطيط موارد المؤسسة ،توسعة الشبكة التجارية بما يفوق 200 وكالة، أليانس للتأمينات تصبح الشبكة الأولى الخاصة التي تسعر أسهمها في بورصة الجزائر .

2011: إمضاء عقد التصفية مع القرض الشعبي الجزائري، انطلاق المخطط الاستراتيجي "أليانس الجديدة 2015".

2012: وضع لجان الإدارة ،تجسيد المخطط الاستراتيجي مع تجديد النمو²

¹ محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ، دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الباحث، عدد 12، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة قسدي مبراح، ورقلة الجزائر، 2013
² التقرير السنوي لسنة 2013، الصادر عن شركة أليانس للتأمينات ، 2014، ص 10

جدول 3-02 بطاقة فنية لشركة أليانس للتأمينات

أليانس للتأمينات	اسم الشركة
خليفاتي حسان	الرئيس المدير العام
شركة ذات أسهم برأس مال اجتماعي 2.205.714.180 دج بما يعادل 5.804.511 سهم بقيمة اسمية قدرها 380 دج.	رأس المال الاجتماعي
العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 31% من رأسمالها الاجتماعي.	طبيعة العملية والكمية المعروضة
عرض عمومي لبيع 1.804.511 سهم بقيمة اسمية 380 دج للسهم وبسعر إصدار 830 دج للسهم	العملية المنجزة
من 02 نوفمبر إلى 01 ديسمبر 2010	تاريخ العرض
التأشيرة رقم 02-2010 بتاريخ 08 أوت 2010	تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
07 مارس 2011	تاريخ الدخول إلى البورصة وأول تسعيرة فيها
www.alianceassurances.com	الموقع الإلكتروني
contact@alianceassurances.com مركز الأعمال القدس، جناح Imno البوابة 14 الطابق 7، الشراكة، الجزائر العاصمة Tel 213 21 34 46 46	للاتصال

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على site web وعلى وثائق الشركة

كما تقدم الشركة خدمات ومنتجات تأمينية حسب الطلب وحاجة سوق التأمين كما يلي:

- **التأمينات الموجهة للأفراد والمخصصة لـ:**
 - السيارات بما فيها المساعدة
 - الحوادث الفردية (حياة / وفاة)
 - المخاطر المتعددة للسكنات
 - السفر - الكوارث الطبيعية - الصحة والاحتياط.
- **التأمينات المهنية**
 - السيارات (أسطول صغير أو كبير)
 - المخاطر المتعددة المهنية (بما فيها المسؤولية وضمانات أخرى)
 - تأمين المجموعة
 - نقل البضائع برا وبحرا وجوا
 - أضرار المياه

• التأمين على الأخطار الصناعية (الشركات الكبيرة)

- حرائق ومخاطر ملحقة
- تحطم الآلات
- المسؤولية المدنية العامة
- المسؤولية المدنية المهنية
- تأمين أنظمة الإعلام الآلي الصغيرة
- أسطول السيارات أكثر من 25 سيارة
- اضطرابات واحتجاجات شعبية

• التأمينات على البناء والأعمال الهندسية

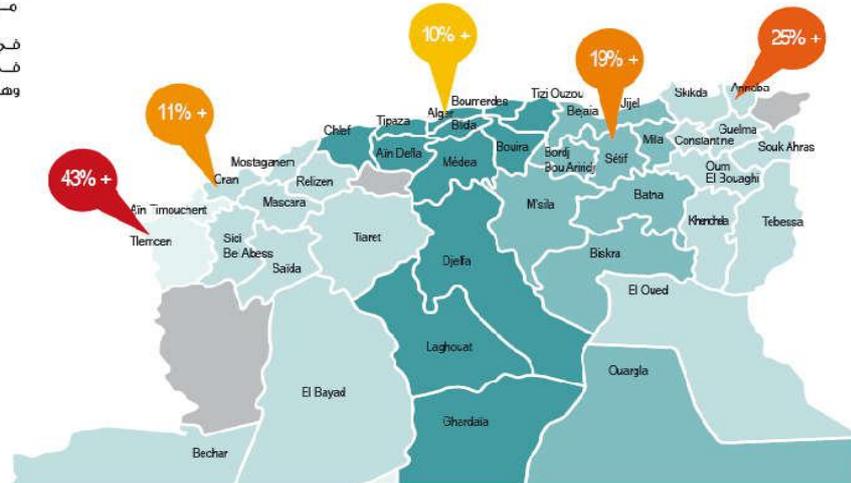
- المسؤولية المدنية للمصمم (مكاتب الدراسات وهيئات المراقبة والمهندسين)
- المسؤولية المدنية لمنجز المشروع (المشرف على الانجاز ،مقاولون رئيسيون أو مناولون)
- جميع أخطار الورشات في الهندسة المدنية وكل أخطار تركيب الآلات والتجهيزات
- جميع أخطار شاحنات الورشات
- الحوادث الفردية للعاملين في الورشات
- المسؤولية المدنية للوفاة.

أما بالنسبة لفروع شركة أليانس للتأمينات الجزائرية عبر الوطن فقد استطاعت الشركة بفضل جودة الخدمات التي تقدمها من احتلال الصدارة من ما مكنها من توسيع مجالها الجغرافي ،فقد تمكنت في ظرف وجيز من استحداث فروع لها عبر الوطن.

شكل رقم 3-15 فروع شركة أليانس للتأمينات الجزائرية عبر الوطن

يتواجدنا في 42 ولاية ويحصد أكثر من 380 000 زبون، تعتبر أليانس للتأمينات رائداً من بين شركات التأمين الخاصة.

في 2012، لم تتوالى الشركة في الإستثمار في شبكة وكالاتها للتقرب من زبائنها وهي تحصى اليوم 203 تمثيل تجاري.

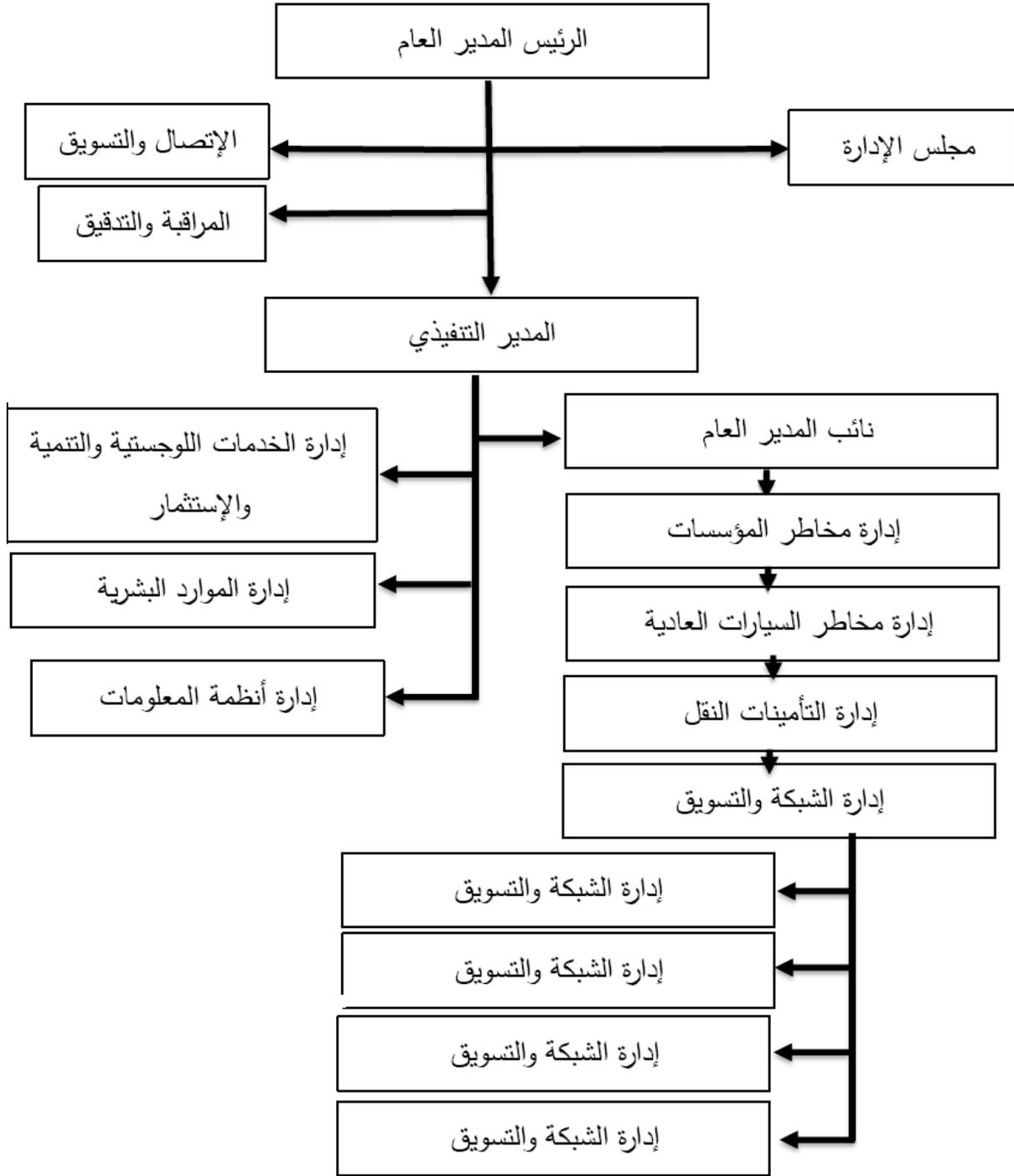


المصدر: التقرير السنوي 2013 لشركة أليانس للتأمينات

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لشركة أليانس للتأمينات

يوضح الشكل الموالي الهيكل التنظيمي للشركة:

شكل رقم 3-16 الهيكل التنظيمي لشركة أليانس للتأمينات



المصدر: www.allianceassurance.com.dz.organisation.html organisation d'entreprise

visite le 20/12/2017

الفرع الثالث: واقع شركة أليانس وتجربة دخولها إلى البورصة

بدأت شركة أليانس للتأمينات الجزائرية عملها برأس مال مرتفع نوعا ما، هذا ما شجعها بالدخول إلى البورصة فقد عبرت أليانس عن التزامها فيما يخص الاقتصاد الوطني والسوق المالية¹.

أولاً: مراحل الدخول في بورصة الجزائر والحصول على التمويل

أعلنت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB موافقتها على السماح لشركة "أليانس للتأمينات" بالدخول إلى البورصة في إطار رفع رأسمالها عن طريق اللجوء العلني للادخار العام الموجه للجمهور العريض وذلك كأول شركة جزائرية في مجال تخصصها.

وقالت بورصة الجزائر في بيان لها، إن لجنة عمليات البورصة وضعت تأشيرتها على المذكرة الإعلامية التي تقدمت بها شركة التأمينات "أليانس" من أجل رفع رأسمالها الاجتماعي بنسبة 175% من 800 مليون دينار إلى 2.2 مليار دج خلال فترة شهر لرفع 1.4 مليار دج من السوق المالية من خلال اكتتاب 1.8 مليون سهم جديد بقيمة إسمية تقدر بـ 200 دج للسهم الواحد على أن يتم طرح تلك الأسهم لتداولها من قبل المؤسسات والهيئات والجمهور العريض مقابل 830 دج للسهم، وأعلنت لجنة عمليات البورصة عن تقسيمها للأسهم الجديدة إلى خمسة أقسام، تتضمن القسم الأول 20% من إجمالي الأسهم حصة موجهة للأشخاص الطبيعيين من جنسية جزائرية، و 30% للمؤسسات بالإضافة إلى 30% أخرى موجهة للأشخاص المعنويين الخاضعين للقانون الجزائري، وتعنى هذه الشريحة جميع المؤسسات الأجنبية الخاضعة للقانون الجزائري، مقابل حصة مقدرة بـ 10% موجهة للأعوان العاملين للتأمينات الذين يستفيدون من تخفيض بـ 10% على سعر السهم، وهي نفس الحصة التي تم تخصيصها للعمال الأجراء في الشركة ومختلف فروعها على المستوى الوطني.

وكشفت لجنة عمليات البورصة أن هذه الخطوة تتدرج في سياق الاستجابة للشروط التنظيمية الخاصة بالإجراءات الجديدة لقانون التأمينات، فضلا عن رغبة الشركة في إنجاز إستراتيجيتها الجديدة في مجال النمو من خلال إعادة تموقعها في سوق التأمينات الجزائرية التي يتوقع أن تسجل نسب نمو تفوق 10% خلال 5 سنوات القادمة وخاصة في مجال التأمين على الأشخاص وفي مجال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.²

وأوضح الرئيس المدير العام لشركة "أليانس للتأمينات" السيد حسن خليفاتي، في تصريح لـ "الشروق العدد: 4353 بتاريخ: 2010/08/13"، أن عملية الاكتتاب في الأسهم التي تم إصدارها سيتم على مستوى شبانيك البنوك الجزائرية العمومية والخاصة خلال مدة الاكتتاب التي ستمتد طيلة شهر كامل (أكتوبر)، وأضاف خليفاتي أن فتح رأسمال شركة أليانس عن طريق البورصة في أول عملية من شركة خاصة في الجزائر، هو تعبير عن الثقة الكاملة في السوق المالية وبورصة الجزائر على وجه الخصوص التي توجهت نحو القطاع الخاص وقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

¹ التقرير السنوي 2013 لشركة أليانس للتأمينات، ص 3

² Cite web. Société alliance.dz .rapport annuel DFC 2011.pp. visite le 08/08/2016

وقال رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السيد : إسماعيل نورالدين، في تصريح له :إن دخول شركة أليانس إلى بورصة الجزائر عن طريق إصدارها لأسهم ،هو أول عملية منذ 2000 ،واصفا العملية بالظاهرة الصحية جدا في السوق المالية الجزائرية ،مؤكدًا أن خدمات التأمين وخدمات البنوك مطلوبة جدا في الأسواق المالية وهي الأساس في بورصات العالم وهو ما يعتبر مؤشرا جيدا في بورصة الجزائر، وواضح نفس المصدر أن التنظيم الجديد لبورصة الجزائر يسمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالدخول إلى بورصة الجزائر للحصول على التمويل اللازم لعملياتها ،شريطة الحصول على الرعاية من قبل شركات أو هيئات معترف بها من طرف البورصة ،وعلى رأس هيئات الرعاية توجد البنوك والمؤسسات المالية أو شركة مختصة في الخدمات المالية أو الوسطاء المعتمدين في عمليات البورصة ،وأشار مدير لجنة COSOB إلى وجود طلب هائل على التمويل عن طريق البورصة بسبب الشروط التي تفرضها البنوك في إقراض زبائنها بالإضافة إلى تواضع خدمات الاستثمار في الجزائر على مستوى البنوك، وهذا حسب مقال الصحفي عبد الوهاب بوكروح لجريدة الشروق اليومي ، العدد 4353 الصادر بتاريخ 13 أوت 2010 الذي جاء بعنوان أليانس للتأمينات أول شركة تفتح رأسمالها في بورصة الجزائر.

ثانيا: تطور رأس مال شركة أليانس للتأمينات الجزائرية

بدأت شركة أليانس مزاوله نشاطها برأس مال أولى قدره 500 مليون دج، منذ بداية تأسيسها سنة 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين ثم تمت زيادة رأس مال الشركة إلى 800 مليون في أواخر سنة 2009.

وفي سنة 2010 زاد رأس مالها إلى 2.2 مليار دينار جزائري، ليصل إلى 2.5 مليار دينار سنة 2016 وهذه الزيادة جاءت من خلال إطلاق عملية الاكتتاب العام، وجاءت هذه الخطوة امتثالا لأحكام الأمر 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 المعدل والمكمل للمرسوم رقم 95-344 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995، والمتعلق بالحد الأدنى لرأس مال شركات التأمينات.

وفيما يلي جدول يبين تغيرات رأس مال الشركة منذ تأسيسها 2005 إلى غاية 2016

جدول 3-03 تغيرات رأس مال شركة أليانس منذ 2005-2016

السنة	قيمة رأس المال دج
2008-2005	500.000.000
2009	800.000.000
2014-2010	2.205.714.180
2016-2015	2.500.000.000

المصدر : site web/allianceassurance.Dz/notice d'information بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة

ثالثا: إدراج شركة أليانس للتأمينات في البورصة الجزائرية

نتيجة لرغبة الشركة في رفع رأس مالها إلى 2.5 مليار دينار لجأت الشركة إلى عملية الاكتتاب العام تمهيدا لإدراج حصة من أسهمها في بورصة الجزائر، حيث تمت فترة الاكتتاب من 02 نوفمبر 2010 إلى غاية 01 ديسمبر 2010 وتأتي هذه العملية بعد منح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الضوء الأخضر من خلال موافقتهم يوم 02 أوت 2010 تحت رقم 2010/002، وقد حدد سعر الاكتتاب بـ 830 دج للسهم الواحد وتأتي هذه الخطوة وفقا لقرار 09-375 المؤرخ في 16/11/2009، حيث وافقت الجمعية العامة لشركة أليانس للتأمينات الجزائرية بالجمعية غير العادية في 21 جويلية 2010 على زيادة رأس مال الشركة والمقترح من اجتماع مجلس الإدارة بتاريخ 20/07/2010.

وتعتبر شركة أليانس أول مؤسسة من القطاع الخاص تدخل إلى البورصة، ولقد بلغت الأموال التي تم رفعها بمقدار 1.4 مليار دينار.

وتسعى شركة أليانس إلى تحقيق جملة من الأهداف، حيث اعتبر الرئيس المدير العام فتح رأس مال الشركة عن طريق البورصة عملية تاريخية بالنسبة للشركة والسوق المالي، كما أكد بأن هناك أهداف إستراتيجية ستحقق من وراء العملية الأولى من نوعها في تاريخ السوق المالية الجزائرية ومن بين الأهداف التي ذكرها:¹

- رفع رأس مال الشركة تطبيقا لشروط قانون التأمينات لسنة 2009.
- اقتسام الثروة الناجمة عن العملية من خلال إعطاء فرصة جديدة للجزائريين لتوظيف أموالهم عن طريق وسائل جديدة للدخار.
- المساهمة في تفعيل بورصة الجزائر من قبل المتعاملين العموميين والخواص.
- زيادة حصة الشركة في السوق.
- ابتكار منتجات جديدة.
- توظيف مهارات جديدة وتحسين نظام الحوافز وقياس الأداء.
- زيادة التواصل مع المساهمين.

رابعا: تحليل بعض المؤشرات حول تطور نشاط شركة أليانس

من خلال هذا الجزء سنتناول تحليل تطور كل من عدد الوكالات وعدد الموظفين بالإضافة إلى هامش التأمين كما يلي:

أ- تطور عدد الوكالات عبر الوطن:

جدول 04-3 تطور عدد وكالات شركة أليانس للتأمينات عبر الوطن 2007-2016

السنة	عدد الوكالات	نسبة التغطية الوطنية
2007	70	52.18% (25 ولاية)
2008	79	60%
2009	89	35 ولاية
2010	105	40 ولاية
2011	111	40 ولاية
2012	111	40 ولاية
2013	165	42 ولاية
2014	165	42 ولاية
2015	172	42 ولاية
2016	172	42 ولاية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية الصادرة من الشركة 2007-2016

نلاحظ من خلال هذه التقارير زيادة مستمرة في عدد وكالات الشركة وكذلك في نسبة التغطية الوطنية حيث كانت نسبة التغطية تقدر بـ 52.18% من التراب الوطني أي 25 ولاية سنة 2007، وأصبحت تغطي 42 ولاية سنة 2016.

وقد يكون هذا التوسع الجغرافي راجع لاهتمام المؤسسة بالجانب الاجتماعي ما أكسبها مكانة هامة داخل المجتمع، ومنحها صورة إيجابية، فحصلوا على رضا المجتمع مكنها من التوسع عبر مختلف ولايات الوطن وهذا راجع أيضا لتوفيرها خدمات تأمينية جديدة، وكذلك دخولها للبورصة سنة 2010 مما زاد من عدد الزبائن لديها لأن تسعير الشركة داخل البورصة يزيد من مصداقية المؤسسة وفي قوائمها المالية كذلك، وهذا التوسع الجغرافي للشركة يسمح بتحقيق ميزة تنافسية للشركة من خلال المشاركة في تقديم نوعية واحدة من المنتجات والخدمات عبر عدة مناطق من الوطن.¹

ب- تطور عدد الموظفين داخل شركة أليانس للتأمينات

جدول 05-3 تطور عدد الموظفين لشركة أليانس 2007-2016

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد العمال	248	290	310	351	413	417	411	419	422	425

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية الصادرة من الشركة 2007-2016

من خلال هذه التقارير نلاحظ زيادة في عدد الموظفين منذ سنة 2007 إلى غاية 2012 بنسبة 40.52% أما في سنة 2013 نلاحظ انخفاض في عدد الموظفين خروج 6 موظفين ،وفي سنة 2014 تم ارتفاع في عدد الموظفين مع إدخال 8 موظفين جدد حيث بلغت قيمة العمالة 419 موظف ،كما نلاحظ أن هناك زيادة مستمرة في عدد العمال حيث بلغ 422 موظف سنة 2015، ليصل إلى 425 موظف سنة 2016، أما بخصوص العام الحالي 2017 فنحن في انتظار التقرير السنوي 2017. وترجع هذه الزيادة في حجم العمالة إلى زيادة حجم نشاط الشركة من خلال توسعها الجغرافي كما نلاحظ أن هذه الشركة نجحت في الحفاظ على مواردها البشرية وفي جلب المزيد من الطاقات البشرية وخاصة بعد دخول هذه الشركة للبورصة فقد انتقل عدد العمال من 351 عامل إلى 425 عامل ،وهذا نتيجة مسؤولية الشركة تجاه موظفيها من خلال تكوينهم وتطويرهم وهذا ما جعل موظفي الشركة يشعرون بأهميتهم داخل المؤسسة وبانتمائهم لها وهذا ما حفزهم على أداء أفضل.

ج- تطور هامش التأمين لشركة أليانس للتأمينات

جدول 3-06 تطور هامش التأمين لشركة أليانس للتأمينات 2007-2016

السنة	قيمة هامش التأمين د ج
2007	529.119.298.57
2008	698.732.426.34
2009	1.225.223.615.00
2010	1.198.664.530.91
2011	1.018.713.878.92
2012	1.881.839.662.39
2013	1.963.765.966.07
2014	1.860.262.437.34
2015	1.945.751.131.00
2016	2.001.549.582.06

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية الصادرة من الشركة 2007-2016 وكذلك : TCR 2007-2016

من خلال هذه التقارير نلاحظ تزايد في هامش التأمين من سنة 2007 إلى غاية سنة 2009 ثم انخفض سنتي 2010 و 2011 ليصل إلى 1 مليار دج، ثم ارتفع سنة 2012 إلى 1.8 مليار دج ليصل إلى 2 مليار سنة 2016، وهذا راجع لإتباع المؤسسة لسياسة تسويقية سنة 2012 للتعريف بمنتجاتها وخدماتها ،كما عرضت منتجات جديدة، وزيادة هامش التأمين يفسر زيادة عدد زبائن الشركة ،حيث تمكنت الشركة من جذب عدد أكبر من الزبائن لضمانها للجودة المقدمة والتزامها بالتأمين على الضرر في حالة وقوعه بالممتلكات.

الفرع الرابع: تحليل أداء شركة أليانس للتأمينات قبل وبعد إدراجها في البورصة

من خلال هذا الفرع سنتناول دراسة تحليلية لكل من رقم الأعمال المحقق وكذلك العائد على الأصول بالإضافة للعائد على حقوق المساهمين.

أولاً: تطور رقم الأعمال

جدول 3- 07 تطور رقم الأعمال الخاص بشركة أليانس للتأمينات 2007-2016

السنة	قيمة رقم الأعمال دج
2007	932.397.343.44
2008	1.675.932.000.00
2009	2.851.860.992.17
2010	3.300.000.000.00
2011	3.904.000.000.00
2012	3.700.000.000.00
2013	4.150.000.000.00
2014	4.427.547.019.00
2015	4.851.632.000.00
2016	5.011.815.009.00

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية الصادرة من الشركة 2007-2016 وكذلك: TCR 2007-2016

نلاحظ من خلال هذه التقارير ارتفاع في رقم الأعمال منذ سنة 2007 وإلى غاية سنة 2014، حيث كان يقدر بـ 932 مليون دج سنة 2007، ووصل إلى 3.9 مليار دج سنة 2011، ثم انخفض إلى 3.7 مليار دج سنة 2012، ثم ارتفع مجددا سنتي 2013 و 2014 ليبلغ 4.42 مليار دج، وتراجع رقم أعمال شركة أليانس سنة 2012 بنسبة 4.87% مقارنة بنسبة سنة 2011 وهذا راجع إلى توقيف فرع التأمينات على الأشخاص، حيث فرض المرسوم رقم 07/95 من القانون رقم 06/04 على شركات التأمين الفصل بين التأمين على الأضرار والتأمين على الأشخاص وبذلك تأثر رقم الأعمال سلبيا بهذا القانون لأن 70% من النقص في رقم الأعمال يعود لهذا النوع من التأمين.

وعملت الشركة على استدراك هذا النقص من خلال تنويع أفضل للمحفظة وكذلك الزبائن خلال سنة 2013 و 2014.

ونلاحظ كذلك ارتفاع في رقم أعمال الشركة منذ سنة 2007 إلى غاية سنة 2016، حيث كان يقدر بـ 932 مليون دج سنة 2007 ووصل إلى 3.9 مليار دج سنة 2011، ليتراجع سنة 2012 بنسبة 4.87% مقارنة بسنة 2011، ليرتفع مجددا سنتي 2013 و 2014 ليبلغ 4.41 مليار دج هذا وتمكنت الشركة خلال سنة 2015 من تسجيل ناتج أرباح خام قدره 444 مليون دج وربح صافي قدره 363 مليون دج، والشئ الذي يترجم ارتفاع في رقم الأعمال بنسبة 2.15% مقارنة بسنة 2014، كما شهدت الشركة نموا وتطورا لقيم أعمالها بنسبة 0.11% ما يعادل 4.431 مليار دج، في حين شهدت سوق التأمين للأضرار خارج التأمين عن الأشخاص نسبة نمو تناهز 0.2% لرقم أعمال إضافي قدره 193 مليون دج، ليصل المجموع إلى 118 مليار دج.

كما أعلنت الشركة عن نسبة إستثنائية تقدر بـ 56% من توزيع ناتجها الصافي بالنظر إلى الاستخدامات الدولية (لا تفوق 30%) بأرباح أسهم قابلة للتوزيع بـ 35 دج عن كل سهم بعنوان سنة 2015 محتفظة بذلك بمصلحة مساهميها.

في هذا السياق فإن الشركة ومن خلال مجلس الإدارة تبرز اهتمامها بمساهميها الذين لم يتوانون في الاستثمار بكل ثقة في مؤسسة خاصة وفتية ونشطة وذلك في بيئة سوق صعبة.

في الواقع أدى تآكل سوق السيارات في الشركة تحقيق الاستقرار في رقم أعمالها عن طريق تغيير بنية حافظتها الخاصة بالزيائن وبمنتجاتها المتنوعة.

وفي نفس الوقت قامت بتحسين تسيير عملياتها في نطاق ثابت وهو ما أتاح لها أحسن كفاءة داخلية، ومن أجل ضمان التسيير الفعلي القائم على تطوير وتفعيل خدمات الشركة باشرت الشركة "أليانس للتأمينات" في سياسة تسيير فعالة للأحكام التنظيمية بهدف زيادة الربحية المالية (النتيجة العمالية + الدخل المالي لهذه الاستثمارات) ، لهذا فإن الجمعية العامة المنعقدة بفندق الواحات في 2016/06/05 المبرمجة والمنظمة للقانون والنصوص التي تحكمها بناء على استدعاء تم بموجب قرارات مجلس الإدارة بتاريخ 2016/04/25، وافقت على توزيع 35دج للسهم الواحد عن السنة المالية المنتهية 2015/12/31 وبتبنيها لقرار الإبقاء على مستوى عالي من أرباح الأسهم (7% من الدخل بناء على متوسط سعر السهم بـ 500دج).

وبهذا فإن الشركة ترغب في تشجيع المساهمين الذين وضعوا ثقتهم فيها وفي تأكيد انتظام سياسة توزيع مداخنها وبناء على ذلك سيحصل كل مساهم على مقابل نقدي بمبلغ 35دج عن السهم الواحد وسيتم دفع هذه الأرباح قبل 2016/06/15 أي قبل انتهاء السداسي الأول من سنة 2016.

ثانيا: تطور العائد على الأصول

بالاعتماد على التقارير السنوية لسنة 2009، 2008، 2007، وكذلك TCR للسنوات 2011، 2012، 2013 إلى غاية 2016، والتي يمكن الإطلاع عليها في الملاحق، وبعد حساب العائد على الأصول والذي يساوي صافي الربح بعد الضريبة إلى إجمالي الأصول تم وضع النتائج في الجدول التالي:

جدول 3-08 تطور العائد على الأصول لشركة أليانس للتأمينات 2007-2016

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
العائد على الأصول %	16.75	6.34	8.78	3.38	5.49	3.55	5.16	4.82	5.00	5.30

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية الصادرة من الشركة 2007-2016

نلاحظ من خلال هذا الجدول انخفاض نسبة العائد على الأصول من سنة 2007 حيث كان يبلغ 16.75% ونزل إلى حدود 3.38% نهاية 2010، ثم ارتفع إلى نسبة 5.49% سنة 2011 ثم انخفض سنة 2014 إلى 4.82%، ليرتفع مجددا بنسبة 5% في سنة 2015 أما في سنة 2016 بلغ نسبة 5.3% وهذا دليل على ضعف كفاءة الشركة في تحقيق عائد على كل الأموال المتاحة لها وهذا حسب النسبة المدروسة.

ثالثا: العائد على حقوق المساهمين

دائما وبالاعتماد على LES RAPPORTS ET LES BILANS ET TCR للسنوات 2007-2016 والتي تم إدراجها ضمن الملاحق وبعد حساب العائد على حقوق المساهمين والذي يساوي صافي الربح بعد الضريبة إلى حقوق المساهمين تم وضع النتائج في الجدول التالي:

جدول 3-09 تطور العائد على حقوق المساهمين لشركة أليانس للتأمينات 2007-2016

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
العائد%	41.81	22.23	34.92	8.07	18.52	10.58	14.30	12.98	13.01	13.50

المصدر: من إعداد الطالب بناء على النسبة المالية في التقارير المالية للشركة

من خلال حساب نسبة العائد على حقوق المساهمين للسنوات 2007-2016 نلاحظ تذبذبا في نسبة العائد على حقوق المساهمين حيث ترتفع لسنة وتتنخفض في السنة الموالية وهذا طيلة الفترة 2007-2016، وهذا يدل على قدرة المؤسسة على توليد عائد على الأموال المستثمرة من قبل المساهمين ويدل كذلك على نقص كفاءة قرارات الإدارة لأن الإدارة الكفؤة تعمل على زيادة هذه النسبة دائما.

رابعا: تحليل الملائمة والتمويل الذاتي لدى شركة أليانس قبل وبعد دخولها للبورصة

بالاعتماد على القوائم المالية المستخرجة من التقارير المالية لشركة التأمين أليانس الموجودة في الملاحق¹، تحصلنا على القوائم المالية لسنوات 2006 إلى غاية 2017 السداسي الأول، وكذلك تحصلنا على النسب المالية التالية:

جدول 3-10 النسب المالية الخاصة بالتمويل من 2006-2014 لشركة أليانس للتأمينات

النسب	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
التمويل الذاتي	0.79	0.69	0.48	0.49	0.76	0.66	0.72	0.78	0.80
تمويل الأصول الثابتة	3.25	2.15	1.31	1.28	1.61	1.06	1.36	1.35	1.24
الاستقلال المالي	0.65	0.56	0.35	0.34	0.42	0.30	0.34	0.36	0.37

المصدر: من إعداد الطالب بناء على النسبة المالية في التقارير المالية للشركة

أ- التمويل الذاتي: ويحسب بالعلاقة التالية الأموال الخاصة/رأس المال الدائم، وبشكل عام هذه نسب جيدة لأن جميع السنوات تقريبا لديها نسب تفوق 50% باستثناء العامين 2008 و 2009، وخلاف ذلك فقد كانت شركة أليانس للتأمينات طوال هذه الفترة وخاصة بعد دخولها للبورصة وفتح الاكتتاب العام كانت الأولى في

¹ Cite web www.allianceassurane.de/html_visite_le_20/12/2017 les rapports annuels 2009-2014

نسبة التمويل الذاتي، بمتوسط 70% من السنوات 2010 حتى 2014، مقابل متوسط معدل 60% من السنوات 2006 إلى غاية 2009.

ب- تمويل الأصول الثابتة: وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية الأموال الخاصة/الأصول الثابتة، فقد شهدت هذه النسبة انخفاضا ملحوظا من عام 2006 إلى 2007 بسبب الزيادة في الأصول الثابتة، لاسيما مرافق الإنتاج، أما تسع السنوات الباقية وخاصة بعد دخول شركة أليانس للتأمينات إلى البورصة تمكنت من الحصول على نسبة تمويل الرأسمالية أكبر من 1، وهذا يعني أنها تمول جميع أصولها الرأسمالية بمساعدة مواردها الثابتة، وتمول كذلك هامشا كبيرا من الأصول غير الثابتة.

ج- الاستقلال المالي: ويحسب بالعلاقة الأموال الخاصة/مجموع الخصوم وهو مستقر عمليا باستثناء انخفاض طفيف في السنوات من 2006 إلى 2009، بحيث سوف يتحسن في السنوات اللاحقة، لكنها على العموم أكبر من 20% لكل السنوات، مما يعني أكثر من 20% التزامات شركة أليانس تتكون من الأسهم.

المطلب الثاني: تقديم ودراسة شركة المساهمة أن سي أ رويبة للصناعات الغذائية ودخولها للبورصة الفرع الأول: تعريف شركة رويبة للصناعات الغذائية أولا: النشأة والتطور

تأسس المعمل الجزائري الجديد للمصبرات (NCA) la nouvelle conserverie Algérienne ،مؤسسة عائلية تابعة للقطاع الخاص تم إنشائها من طرف "الأخوة عثمانى" في 02ماي 1966، وهي من أهم المؤسسات الجزائرية الرائدة في قطاع المشروبات حاليا وفي قطاع المصبرات سابقا، ووصل عدد عمالها سنة 2015 إلى 499 عاملا، يقدر رأس مالها الاجتماعي بـ 849.195.000.00 دج، تقوم هذه المؤسسة بتسويق جميع منتجاتها بعلامة rouiba نسبة للمنطقة التي توجد بها. هي إذا شركة عائلية رائدة في عصائر الفواكه في الجزائر تأسست عام 1966 تحت اسم "شركة ذات مسؤولية محدودة، جديد تعليب الجزائر"، وقد تم تسجيل أن سي أ رويبة في السجل الوطني لمركز التجارة NRC تحت رقم: B9916/000008627 المؤرخة في 31 ماي 2011¹، وهي شركة عرفت كيف تعيد تجديد نفسها مع المحافظة على نفس المهنة وهي تحويل الفاكهة إلى عصير.

ويعتبر المعمل الجزائري الجديد للمصبرات أحد أهم المؤسسات الرائدة والمهمة في الجزائر، في مجال الصناعة الغذائية خاصة فيما يتعلق بقطاع المشروبات، من حيث مساهمته في تغطية احتياجات السوق المحلي، وهذا من خلال السياسات المحكمة التي اتبعتها والخيارات الإستراتيجية المستمرة طوال مدة نشاطها، خاصة فيما يتعلق بالخيارات المتعلقة بالتعبئة والتغليف وتوجيه المنتجات، وكانت سنة 1999 بمثابة المنعرج في حياة المؤسسة وهذا بسبب التطورات الحاصلة في السوق الجزائرية، والتي دفعت بمسؤولي المؤسسة إلى استعمال أحدث وأتقن العبوات المستعملة في العالم في مجال التصبير، لتعليب

¹ صديقي خضرة، واقع تطبيق الحوكمة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة مؤسسة أن سي أ رويبة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تسيير الموارد البشرية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2015، ص 159

بعض منتجاتها والتي كثر عليها الطلب مثل عصير الفواكه، كما لا ننسى أن الشركة كانت متخصصة في إنتاج معجون الطماطم والهريسة والمربيات تحت العلامة التجارية "روبية"¹ وفيما يلي جدول يلخص أهم التطورات في تاريخ المؤسسة "روبية" :

جدول 3-11 أهم الأحداث من خلال التطور التاريخي لمؤسسة "روبية"

التاريخ	الحدث
1966	إنشاء المؤسسة وكانت تعمل في مجال تصنيع المعلبات الغذائية (الطماطم، الهميسة، المربي)
1984	بدأت العمل في مجال المشروبات والعصائر
2000	حصلت المؤسسة على شهادة ISO 9002 وهي أول مؤسسة في الجزائر تتحصل على شهادة ISO.
2003	غيرت شكلها القانوني وأصبحت شركة مساهمة، بدأت في نشر تقرير سنوي يسمح لها بالتواصل الفعال بين المساهمين والعاملين والمستثمرين والعائلة.
2005	دخول صندوق الاستثمار الخاص الإقليمي المعروف باسم (إفريقيا أنفست) في رأس مال المؤسسة.
2006	- ارتفع رأس مال الشركة من 109.472.000.00 إلى 152.044.000.00 دج مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية وهي شركة رأس المال الاستثماري غير المقيمة "أفريسيفست المحدودة" - تمديد فترة حياة الشركة لمدة 99 سنة.
2007	حصول المؤسسة على شهادة ISO 14001
2008	- تم تغيير الاسم السابق للشركة من "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية" إلى " أن سي أ روبية ش ذ أ " - رفع رأس مال الشركة من 792.195.000 دج إلى 849.195.000 دج . - الحصول على الجائزة الوطنية للبيئة والمحيط.
2009	تحديث شعار العلامة التجارية للمؤسسة مع اعتماد طرق جديدة في التعبئة والتغليف
2010	الانتهاء من وضع خطة عمل المعتمدة منذ 2008 حيث سمحت بمضاعفة رقم الأعمال بين سنة 2007 و 2010 واعتماد برنامج تنمية يتمحور حول تعزيز الحوكمة في المؤسسة باعتماد مدونة لقواعد الحكم الراشد وإنشاء لجنة تدقيق ولجنة تعويضات مع دراسة إمكانية توسيع الصادرات نحو البلدان المغاربية وتقديم طلب للدخول لبورصة الجزائر .
2011	صدر قرار مجلس الإدارة في 27 ماي 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه

¹ بورصة الجزائر VISITE LE 30/09/2017 WWW.SGBV.DZ

	الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير 2012.
2012	حصول المؤسسة على شهادة ISO 26000
2013	<ul style="list-style-type: none"> - حصول المؤسسة على شهادة ISO22000 - الحصول على موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للدخول إلى البورصة. - في أبريل من نفس السنة شرعت المؤسسة أن سي أ-روبية في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 25% من رأس المال، أي ما يعادل 849.195.200 دج موزعة على 8.491.950 سهم. - في يونيو من نفس السنة وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أ-روبية في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013، وقدر مبلغ الإدراج بـ 400 دج .

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية RAPPORT ANNUEL و WWW.NCAROUBA.DZ SITE WEB

ثانيا: أهداف المؤسسة أن سي أ روية

تنتج مؤسسة روية أربعة أنواع من العصائر: la gamme mon énergie-la gamme excellence- la gamme light- la gamme fruits mixés. حيث تنتج حوالي 498 مليون لتر سنويا ما يعادل أكثر من نصف ما تنتجه السوق المغربية (التي تنتج 955 مليون لتر)، وإضافة إلى انتشار منتجات مؤسسة روية في السوق المحلية الجزائرية تصدر هذه المؤسسة منتجاتها إلى 11 دولة افريقية منها) تونس، المغرب، وليبيا) إضافة إلى بعض البلدان الأوروبية وكندا.¹ ومن أهداف المؤسسة:

- تطوير القدرات الإنتاجية بغية الاستجابة للنمو السريع الذي عرفه قطاع العصائر المعلبة.
 - تحسين الطاقة التخزينية للمؤسسة
 - تعزيز القدرة التسويقية للمؤسسة
 - تطوير الصادرات وخاصة في المنطقة المغربية
 - ترقية سياسة الجودة الشاملة بالاستجابة للمعايير الدولية
 - أن تكون مؤسسة مواطنة وقائدة لسوق العصائر والمشروبات غير الغازية في المغرب العربي ككل
- entreprise citoyenne.
- ضمان تأمين عائد استثمار مقبول ودائم لشركائها.

¹ www.ncarouiba.dz visite le 02/11/2017

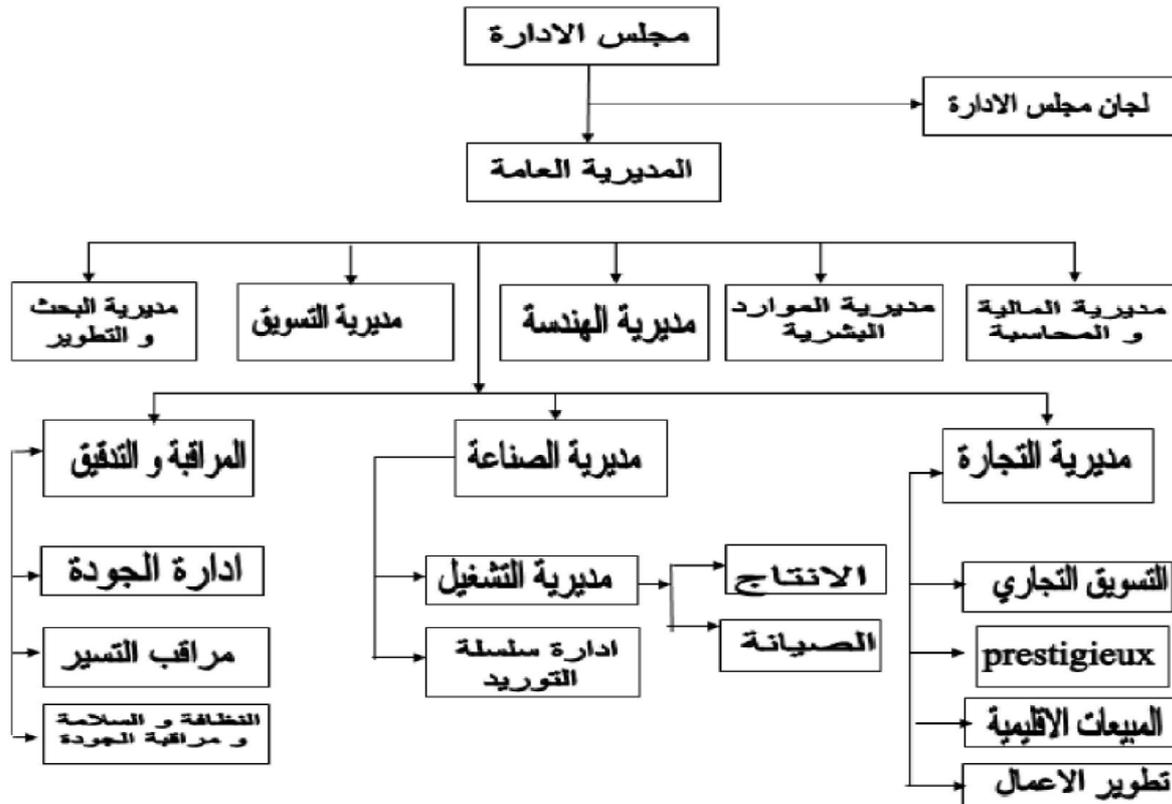
كما أن مؤسسة رويبة تسعى إلى جعل المنتجات متوفرة وبأسعار معقولة ومقبولة لجميع المستهلكين وبالطريقة الأكثر كفاءة.¹

وتجدر الإشارة إلى أن مؤسسة أن سي أ رويبة هي أول مؤسسة صناعية خاصة تلتزم بميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر وكان هذا سنة 2009 كون مديرها العام يعد رئيس فريق العمل المكلف بتحرير ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، من خلال الكلمة التي ألقاها بإحدى الملتقيات أنه "لم يكن باستطاعة المؤسسة أن تدير النمو السريع إذا لم تقم بتنفيذ سياسة حوكمة رشيدة للمؤسسات تركز على الشفافية وإستراتيجية التواصل المنظم مع مختلف أصحاب المصالح بما فيهم العائلة".

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة أن سي أ رويبة

إن الهيكل التنظيمي عبارة عن مجموعة المهام والمسؤوليات التي تختلف من مؤسسة إلى مؤسسة أخرى فمما لا شك فيه أن السير الحسن لأي مؤسسة يستلزم وجود هيكل تنظيمي مناسب يضمن التوازن بين المسؤوليات واحترام الصلاحيات وعدم التداخل فيما بينها وهذا ما حرصت عليه مؤسسة "أن سي أ رويبة" من خلال هيكلها التنظيمي والذي يسمح لها بمواكبة التغيرات الاقتصادية السريعة وإعطائها نوع من المرونة والفعالية وتحقيق أهدافها المسطرة والمتمثلة في توسيع نشاطها وذلك من أجل تغطية جميع مناطق التراب الوطني والتوجه نحو التصدير بالإضافة إلى تلبية حاجيات الزبائن كما ونوعا.

شكل 3-17 الهيكل التنظيمي لمؤسسة "أن سي أ رويبة"



المصدر: صديقي خضرة، مرجع سبق ذكره، ص 166

¹ نفس المرجع السابق ونفس تاريخ الزيارة.

لتحقيق تسيير جيد يجب توفير التنظيم المحكم بين كل الوحدات، ولذلك يجب على الوحدة أن تقوم بتحديد المهام والمسؤوليات وتوضيح نشاطها وتوزيعه على وحداتها وأفرادها والعمل على تحسين الاتصال والعلاقة السلمية مع أطراف التعامل، وتتمثل مهام بعض مديريات الوحدة في ما يلي:

1- مديرية المالية والمحاسبة:

مهام الإدارة المالية والمحاسبية تتمثل في إعداد ومتابعة الميزانيات واستخراج الانحرافات وتسجيل العمليات المحاسبية وتتكون من مصلحتين:

1-1 مصلحة المحاسبة: وهي مكلفة بـ:

- السهر على تطبيق قواعد المحاسبة وتطابق تعليمات المخطط الوطني للمحاسبة.
- المراقبة والتحقق في عمليات الجرد
- إعداد ميزانية الحسابات وجدول حسابات النتائج
- ضمان تحليل وشرح أرصدة الحسابات

2-1 مصلحة المالية: وهي مكلفة بـ

- المشاركة في التظاهرات المالية وتحديد الموازنات السنوية
- ضمان ووضع الميزانيات على المستوى المالي
- تقييم وتحليل الفروقات المحصل عليها
- ضمان معالجة جميع العمليات الخاصة بالخزينة
- تسوية وضعية الخزينة وضمان العلاقات مع البنك
- إعداد الإجراءات المحاسبية والسهر على تطبيقها

2- مديرية التسويق: ومهمتها تركز على

- متابعة عملية بيع المواد على مستوى نقاط البيع
- ترويج منتج المؤسسة
- الاتصال بزبائن المؤسسة ومتابعة المستحقات لديهم

3- مهام مديرية التجارة:

- رسم سياسة التجارة للوحدة
- تحليل سياسة ترويج المنتجات وتحسين صورة المؤسسة
- التحكم في شبكة التوزيع

4- مديرية البحث والتطوير:

- إعداد المشاريع التطويرية
- تطوير جودة المنتجات والتغليف
- إبرام اتفاقيات البحث مع مخابر البحث الأجنبية

الفرع الثالث: إدراج مؤسسة nca روية في بورصة الجزائر

قامت مؤسسة nca rouiba بتقديم مذكرة إعلامية إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للحصول على تأشيرة لرفع رأس مالها عن طريق اللجوء العلني للدخار الموجه إلى الجمهور العريض ودخولها بورصة الجزائر، وكان دخولها إلى البورصة وفق شروط قدمت من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كما بيناه سابقا.

ونالت المؤسسة الترخيص بتاريخ 06 فيفري 2013 لتصبح بذلك ثاني مؤسسة خاصة في الجزائر تدخل بورصة الجزائر بعد شركة أليانس للتأمينات، حيث طرحت المؤسسة 25% من رأسمالها الاجتماعي للبيع. والقيمة الإجمالية للأسهم المعروضة من طرف المؤسسة قدرت بـ 850 ألف دج موزعة على قرابة 2.2 مليون سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 100 دج للسهم الواحد، بينما قدر سعر التنازل أو البيع للسهم بـ 400 دج، وقسم العرض إلى قسمين:

1- مخصص لموظفي المؤسسة (ما يعادل 4% من الأسهم المعروضة)

2- 96% مخصص للمستثمرين الجزائريين المقيمين (الطبيعيين والمعنويين)

كما اعتمدت على (بي أن بي باريبا الجزائر) كوسيط في عملية البورصة.

جدول 3-12 بطاقة فنية لشركة روية

أن سي أ روية شركة ذات أسهم	اسم الشركة ونوعها
سليم عثمانى	رئيس مجلس الإدارة
849.195.000 دج موزعة على 8.491.950 سهم بقيمة اسمية قدرها 100 دج.	رأس مال اجتماعي
العرض العلني للبيع لـ 2.122.988 سهم تمثل 25% من رأس المال.	طبيعة العملية والكمية المعروضة
عرض علني لبيع 2.122.988 سهم بقيمة اسمية 100 دج للسهم وسعر إصدار 400 دج للسهم.	العملية المنجزة
من 07/أفريل إلى غاية 09 ماي 2013	فترة العرض
رقم 01-2013 في 06 فيفري 2013	تأشيرة لجنة الدخول
03 جوان 2013	تاريخ الدخول إلى البورصة
www.rouiba.com.dz	الموقع الالكتروني
الطريق الوطني رقم 5، المنطقة الصناعية الرويبة، الجزائر العاصمة Tel/ +213 21 81 11 51	للاتصال

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على site web وعلى وثائق من الشركة

أولا: مدى توافر الحماية القانونية للمستثمرين في رأسمال شركة روية

بهدف إبراز حقوق المساهمين بطريقة أكثر نزاهة وشفافية وثقة بما يضمن حمايتهم قامت "مؤسسة آن سي أ رويبة" بوضع اتفاقيتين للتفاهم.

الاتفاقية الأولى: أبرمت يوم 21 فيفري 2005 بصيغتها المعدلة بتاريخ 28 مارس 2005 والتي تضم الأحكام التالية:

- التزام المساهمين من العائلة بالاتفاق الذي ينص على تعيين المستثمر الجديد كمسير والحفاظ على هذا التعيين طوال فترة سريان الاتفاقية.

- يسمح قانون التدقيق للمستثمر الجديد بتعيين محاسب خبير لأداء مهام المحاسبة والرقابة المالية.

- وجود بند ينص على حق الانسحاب من قبل المستثمر الجديد مع الاستقادة من أطرفة مالية في الحالات التالية:

• فقدان السيطرة على الرقابة من قبل المساهمين الأعضاء في هذا الاتفاق.

• عدم الامتثال لبعض الالتزامات بما فيها عدم المنافسة أو تلك الالتزامات الخاصة بفائدة المؤسسة، مع احترام القواعد المتعلقة بتضارب المصالح.

• عدم تجديد تعيين هذا المستثمر الجديد في مجلس الإدارة.

الاتفاقية الثانية: تم توقيعها يوم 17 أفريل 2012 لمدة 03 سنوات وهي تحوي الأحكام التالية:

- قرر أعضاء هذا الاتفاق الحائزين معا على الأغلبية النسبية لرأس المال تكوين ما سموه (بالنواة الصلبة للمساهمين) بغية ضمان استقرار إدارة المؤسسة من أجل تحقيق الأهداف المحددة في خطة العمل، واتفقت هذه الأطراف على تنظيم وتسيير علاقتهم ابتداء من دخول المؤسسة إلى البورصة.

- عدم نقل الأسهم المملوكة من قبل أعضاء النواة الصلبة لمدة 3 سنوات، باستثناء التحويلات بين هذه الأعضاء مع الامتثال بالأحكام الحالية التي تسيير المعاملات.

- إنشاء مجلس العائلة بحيث يخول له مهمة التشاور المسبق عن الاجتماعات العامة للمؤسسة، ويجتمع عند الضرورة من أجل مناقشة القضايا ذات الصلة ب:

• العلاقة بين النواة الصلبة والمؤسسة

• العلاقة بين العائلة والمؤسسة.

ومن أهداف المؤسسة من وراء إدراجها في البورصة:

- فتح قناة دائمة للحصول على أموال خاصة توفر للمؤسسة بدائل تمويلية توافق طموحاتها.

- تحقيق سيولة أكثر لأسهم المساهمين في رأس مال الشركة.

- تعزيز سمعة المؤسسة وذلك من خلال تسعيرها في البورصة.

ثانيا: الفوائد التي جنتها مؤسسة رويبة من دخولها للبورصة

أشارت المؤسسة "أن سي أ رويبة" إلى أنها حققت مستوى معتبر في عملية البيع العمومي ببلوغها نسبة 106.9%، وارتفع رأس مال المؤسسة بنسبة 6% خلال أربع أشهر الأولى أي الثلاثي الأول من سنة 2014 بعد دخولها إلى البورصة وهذا حسب التقرير السنوي لسنة 2014 الصادر عن المؤسسة (أنظر الملاحق)

جدول 3-13 النتائج المالية لمؤسسة رويبة قبل دخولها إلى البورصة

Tableau des Comptes de Résultats	31/12/2013	31/12/2012	Var	% CA
Chiffre d'affaires	6 032 294	5 669 817	6%	100%
Variation stocks produits finis et en-cours	14 509	166 504	-91%	0%
Subventions d'exploitation	-	-	-	0%
PRODUCTION DE L'EXERCICE	6 046 803	5 836 321	4%	100%
Achats consommés	- 3 562 950	- 3 616 401	-1%	-59%
Services extérieurs et autres consommations	- 949 582	- 828 514	15%	-16%
CONSOMMATION DE L'EXERCICE	- 4 512 532	- 4 444 915	2%	-75%
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION	1 534 272	1 391 406	10%	25%
Charges de personnel	- 640 732	- 528 527	22%	-11%
Impôts taxes et versements assimilés	- 115 074	- 91 221	26%	-2%
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION EBITDA	778 466	771 658	0%	13%
Autres produits opérationnels	7 606	39 644	-81%	0%
Autres charges opérationnelles	- 127 109	- 143 668	-12%	-2%
Dotations aux amortissements et aux provisions	- 337 624	- 360 895	-6%	-6%
Reprise sur pertes de valeur et provisions	61 279	29 398	108%	1%
RESULTAT OPERATIONNEL EBIT	382 619	336 137	13%	6%
Produits financiers	22 104	15 091	46%	0%
Charges financières	- 114 209	- 113 076	1%	-2%
RESULTAT FINANCIER	- 92 105	- 97 985	-6%	-2%
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS	290 514	238 152	20%	5%
Impôts exigibles sur résultat ordinaires	- 65 829	- 75 757	-13%	-1%
Impôts différés sur résultats ordinaires	4 184	6 207	-19%	0%
Total des produits des activités ordinaires	6 137 793	5 920 454	4%	102%
Total des charges des activités ordinaires	- 5 908 923	- 5 751 851	3%	-98%
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	228 870	168 603	34%	4%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	228 870	168 603	34%	4%

المصدر: rapport de gestion annuel ex 2013- nca rouiba

من خلال هذا الجدول نلاحظ أن المؤسسة ارتفع رقم أعمالها لسنة 2013 بـ 6% مقارنة بسنة 2012 والنتيجة الصافية للسنة المالية ارتفعت بـ 34%.

جدول 3-14 النتائج المالية لمؤسسة روية بعد دخولها إلى البورصة

Tableau des Comptes de Résultats	31/12/2014	31/12/2013	Var	% CA
CHIFFRE D'AFFAIRES	7 053 728	6 032 294	17%	100%
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION	1 856 881	1 534 272	21%	26%
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBITDA)	1 024 758	778 466	32%	15%
RESULTAT OPERATIONNEL (EBIT)	454 398	382 619	19%	6%
RESULTAT FINANCIER	-85 455	-92 105	-7%	-1%
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS	368 943	290 514	27%	5%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	310 854	228 870	36%	4%

المصدر: rapport de gestion annuel ex 2014- nca rouiba

من خلال هذا الجدول نلاحظ بعد دخول المؤسسة إلى البورصة فقد شهد رقم أعمالها لسنة 2014 تطوراً بنسبة 17% وبنسبة 36% في نتيجتها الصافية.

جدول 3-15 ميزانية تقديرية لشركة 2009-2017 nca rouiba

	2009	2010	2011	2012 (a)	2013 (b)	2014	2015	2016	2017
Fonds Propres	1 127 391	1 365 025	1 476 870	1 610 818	1 817 377	2 064 665	2 408 632	2 799 619	3 202 293
Capital	849 195	849 195	849 195	849 195	849 195	849 195	849 195	849 195	849 195
Autres Fonds Propres	166 091	260 196	439 633	567 675	696 974	877 779	1 102 906	1 407 260	1 769 370
Résultat de l'Exercice	112 105	255 635	188 042	193 948	271 208	337 691	456 531	543 164	583 729
Crédits à Moyen Terme	833 334	767 149	1 121 480	1 108 699	1 927 595	1 813 004	1 474 665	1 230 858	997 417
Crédits bancaires	615 006	648 926	883 603	855 215	1 740 319	1 549 005	1 126 631	791 426	461 221
Autres dettes non courantes	204 492	106 317	137 573	135 112	-	-	-	-	-
Provisions et produits constatés d'avance	13 835	11 905	100 304	118 372	187 276	263 999	348 033	439 432	536 196
Capitaux permanents	1 960 725	2 132 174	2 598 350	2 719 517	3 744 972	3 877 669	3 883 297	4 030 478	4 199 710
Actif Immobilisé	1 581 775	1 650 300	2 049 308	2 392 452	3 120 312	3 133 697	2 964 787	2 646 385	2 295 371
Immobilisations brutes	2 433 521	2 640 576	3 258 957	3 844 101	4 949 632	5 349 632	5 574 632	5 659 632	5 719 632
Amortissements	863 287	1 032 104	1 237 668	1 474 240	1 851 911	2 238 526	2 632 437	3 035 838	3 446 852
Autres Actifs non courants	11 542	41 828	28 019	22 591	22 591	22 591	22 591	22 591	22 591
Fonds de Roulement	378 949	481 874	549 042	327 065	624 659	743 971	918 510	1 384 092	1 904 339
Besoin en Fonds de Roulement	-6 610	135 272	419 580	582 543	654 561	727 086	796 428	866 270	917 141
Stock matière première	216 606	403 403	619 232	539 624	690 289	773 385	846 922	921 026	975 026
Stock produits fabriqués	68 220	91 257	228 282	368 701	287 104	319 679	350 142	380 827	403 181
Clients	379 181	396 378	498 896	617 160	744 426	828 890	907 876	987 441	1 045 402
Fournisseurs	545 509	573 145	763 587	839 300	942 245	1 055 670	1 156 048	1 257 201	1 330 911
Autres Actifs	28 770	38 712	160 227	253 363	305 610	340 285	372 711	405 375	429 170
Autres Passifs	153 877	221 334	323 471	357 005	430 624	479 483	525 174	571 199	604 728
Trésorerie	385 559	346 603	129 463	-255 478	-29 901	16 885	122 082	517 823	987 198

المصدر: rapport de gestion annuel ex 2016- nca rouiba

جدول 3-16 بعض النسب المالية للشركة 2009-2017 nca rouiba

	2009	2010	2011	2012 (e)	2013 (b)	2014	2015	2016	2017
Ratios									
Résultat Net/Chiffre d'affaires	3,93%	6,40%	4,06%	3,40%	3,94%	4,40%	5,43%	5,94%	6,03%
Résultat Net/Fonds Propres	11,04%	23,04%	14,59%	13,69%	17,54%	19,55%	23,39%	24,07%	22,29%
Return On Capital Employed (ROCE)*	11,26%	18,41%	14,16%	13,28%	12,13%	14,58%	18,18%	19,86%	19,94%
Dette Financière nette/EBITDA	0,64	0,50	1,18	1,53	1,97	1,49	0,85	0,21	-0,39
Structure Fonds propres/Dette Financière nette	83/17	82/18	66/34	59/41	66/34	57/43	71/29	91/9	100/0

المصدر: rapport de gestion annuel ex 2016- nca rouiba

بالرغم من أن مؤسسة رويبة بعد دخولها إلى البورصة حققت نتائج ايجابية إلا أن مؤسسة رويبة تطمح لأن تحذو البورصة الجزائرية حذو البورصات المجاورة من جهة، وأن تحذو المؤسسات الجزائرية العمومية والخاصة حذوها وتلتحق بالبورصة من أجل إضفاء ديناميكية أكبر على هذه الهيئة المالية، وأن تعمل على تفعيل الأساليب العصرية للتمويل وإنعاش الاقتصاد الوطني.

المطلب الثالث: تقديم ودراسة شركة سونلغاز SONELGAZ ودخولها للبورصة

الفرع الأول: نشأة وتطور مؤسسة سونلغاز SONELGAZ

تم إنشاء المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز في سنة 1947 المعروفة اختصارا بـ EGA، التي أسند إليها احتكار إنتاج ونقل الكهرباء وكذلك توزيع الغاز، التي وقعت تحت مفعول التأميم الذي أصدرته الدولة الفرنسية سنة 1946.

بعد الاستقلال استمرت المؤسسة في العمل إلى غاية 1969 حيث تحولت EGA إلى سونلغاز "الشركة الوطنية للكهرباء والغاز"¹، وما لبث أن أضحت مؤسسة ذات حجم هام، فقد بلغ عدد العمال فيها حوالي 6000 عون، وكان المقصود من تحويل الشركة هو إعطاء المؤسسة قدرات تنظيمية وتسييرية لكي يكون في مقدورها مرافقة ومساندة التنمية الاقتصادية للبلاد، والمقصود بوجه خاص هو التنمية الصناعية، وحصول عدد كبير من السكان على الطاقة الكهربائية (الإنارة الريفية) وهو مشروع يندرج في مخطط التنمية الذي أعدته السلطات العمومية.

وبقيت شركة سونلغاز تمارس وتحتكر السوق في إنتاج الطاقة الكهربائية إلى غاية 1983 أين تم إعادة هيكلة المالية والعضوية الشاملة لكل المؤسسات العمومية كما أشرنا إلى ذلك سابقا.

وتمخضت عن هذه العملية تحويل وحدات سونلغاز للأشغال وصنع المعدات إلى مؤسسات مستقلة تابعة لمؤسسات تسيير مساهمات الدولة وهي:

¹ المرسوم رقم 69-59 المؤرخ في 26 جويلية 1969 الوارد في الجريدة الرسمية لـ 01 أوت 1969 والمتعلق بإنشاء المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز.

- KAHRIF كهريف للأعمال المولدة للكهرباء .

- KAHRAKIB كهريب لتركيب البنية التحتية والمنشآت الكهربائية.

- KANAGAZ كناغاز لإعداد وانجاز قنوات نقل وتوزيع الغاز.

- INERGA أنراقا لأشغال الهندسة المدنية

- ETTERKIB التركيب للتركيب الصناعي

- AMC لصناعة العدادات وآلات القياس والمراقبة.

وفي سنة 1991 تحولت سونلغاز إلى مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري EPIC، إن إعادة النظر في القانون الأساسي إذ يثبت للمؤسسة مهمة الخدمة العمومية فإنه يطرح ضرورة التسيير الاقتصادي والتكفل بالجانب الاقتصادي والتجاري¹، وقد تم تأكيد هذا القرار بقرار آخر في سنة 1995²، ومن ثم وضعت سونلغاز تحت وصاية الوزارة المكلفة بالطاقة وصارت تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، أصبحت شركة سونلغاز من خلال هذا القرار تمارس مجموعة من المهام كالتأمين للإنتاج والتوزيع العمومي للغاز وكذلك النقل وتوزيع الطاقة الكهربائية.

وفي سنة 2002 تغيرت الصفة القانونية وأصبحت سونلغاز شركة ذات مساهمة SPA وذلك بقرار رئاسي، رأس مالها 150 مليار دج موزع على 150.000 سهم بقيمة 1 مليون دج للسهم الواحد مكتتب ومحزر كليا من قبل الدولة.

وتطورت سونلغاز في الفترة 2004-2006 بتحول من المؤسسة العمومية ذات الطابع الصناعي إلى شركة قابضة من شركات المساهمة مسماة بـ سونلغاز SPA، وأصبحت الدولة المساهم بالأغلبية في مؤسسة سونلغاز SPA، وعليه تم إنشاء في بداية 2004 ثلاثة فروع مكلفة بنشاطاتها الأساسية:

- سونلغاز إنتاج الكهرباء SPE

- تسيير شبكة نقل الكهرباء GRTE

- تسيير شبكة نقل الغاز GRTG

وفي سنة 2006 تمت هيكلة وظيفة التوزيع في أربع شركات فرعية وهي الجزائر العاصمة منطقة الوسط، منطقة الشرق، منطقة الغرب - SDO- SDE- SDC- SDA

وفي جانفي 2007 جاء دور مراكز الانتقاء والتكوين التابعة لسونلغاز لترقى إلى فرع هو: معهد التكوين في الكهرباء والغاز IFEG³.

¹ المرسوم التنفيذي رقم 91-475 المؤرخ في 14 ديسمبر 1991 المتعلق بالقانون الأساسي لسونلغاز.

² المرسوم التنفيذي رقم 95-280 المؤرخ في 17 سبتمبر 1995 المتعلق بالنظام الأساسي للشركة الوطنية للكهرباء والغاز.

³ Site web www.sonelgaz.com.dz

الفرع الثاني: مراحل تطور السياسة التمويلية لمجمع سونلغاز

شهد مجمع سونلغاز منذ نشأته مجموعة من التطورات ،خاصة ما يتعلق منها بالشكل القانوني مما ترك أثرا كبيرا على سياسته العامة وخاصة سياسته التمويلية، التي كانت عرضة لجملة من المتغيرات الداخلية والخارجية ،ويمكن إيجاز هذه التطورات في المراحل التالية:

1- المرحلة الأولى:

عرفت هذه المرحلة قبل 1989 مجموعة من الصعوبات المالية على مستوى الاقتصاد الوطني (المديونية، غياب السوق المالي ،صعوبة النظام البنكي) وكذا تحولات عالمية كبيرة تدعو إلى الاتجاه نحو اقتصاد السوق، مما أثر على الاقتصاد الجزائري وأدى به إلى تبني مجموعة من السياسات كإعادة الهيكلة والخصوصية، والانتقال تدريجيا إلى الانفتاح على الخارج والتحول إلى اقتصاد السوق.

وبالتالي فقد عرف الهيكل التمويلي لمؤسسة سونلغاز تغيرات كبيرة ظهرت من خلال انخفاض القروض المصرفية الداخلية وارتفاع القروض الخارجية ،وكذا زيادة مساهمات الدولة خاصة فيما يتعلق بالكهرباء الريفية ،إضافة إلى زيادة مساهمات الزبائن.

كما تميزت هذه الفترة أيضا بصعوبة الحصول على قروض المورد و/أو المشتري حيث أصبح لزاما على مؤسسة سونلغاز المرور على الهيئات المالية الدولية للحصول على هذه القروض مثل البنك العالمي ،البنك الأوروبي للاستثمار ،الصندوق العربي للتنمية الاقتصادية وبنك التنمية الإسلامية. كما واصل معدل التمويل الذاتي انخفاضه إلى نسبة أقل من 4%، مما أدى إلى زيادة المديونية لمواجهة التزامات الاستثمارات، وهو ما أدى إلى إعادة الهيكلة سنة 1996.

2- المرحلة الثانية:

ومع بداية سنة 2000 عرفت مؤسسة سونلغاز، سياسة إصلاح جديدة ارتكزت على المبادئ التالية:

- زيادة دور الدولة وانسحابها من حلقة الإنتاج والانتقال من دور الضامن إلى دور المسير.
- إعطاء الدولة دورها في ترقية الاستثمارات وترقية أداء الخدمة العمومية.
- الفصل بين مهام الدولة ومهام المؤسسات العمومية.
- تشجيع التنافسية من خلال سن القوانين.
- إعطاء فرصة للقطاع الخاص المحلي والأجنبي للمساهمة في نمو البلاد.
- إنشاء أسس لتمويل المؤسسات العمومية لا تعتمد على ضمانات الدولة والبحث عن ميكانزمات أخرى للتمويل وتشجيع الشراكات ،التجمعات والاتحادات.

وبتغيير شكلها القانوني من مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري إلى مؤسسة مساهمة سنة 2002، عادت سونلغاز سنة 2003 إلى سوق القروض الخارجية وأمضت مجموعة من القروض الخارجية بموافقة البنك العالمي بحوالي 1 مليار أورو.

3- المرحلة الثالثة:

ما بعد سنة 2004 نظرا للسيولة المحلية التي كان يتمتع بها الاقتصاد الوطني في هذه الفترة، قررت مؤسسة سونلغاز ابتداء من جانفي 2004 تمويل استثماراتها من القروض البنكية الداخلية، حيث قامت بإمضاء مجموعة من الاتفاقيات على القروض مع البنك الوطني الجزائري والقروض الشعبي الجزائري قدرت بحوالي 14 مليار دينار جزائري.

ونظرا لقواعد النظام المصرفي الوطني لاسيما قاعدة الاحتراس، فإن سونلغاز لم تستطع التوسع أكثر في الحصول على القروض البنكية الداخلية لذلك أخذت تستعد للدخول إلى السوق السندي المؤسساتي الوطني، لتخوض تجربتها الأولى بإطلاق أول قرض سندي مؤسساتي في ديسمبر 2004 بمبلغ 20مليار دينار جزائري، ثم إطلاق ثاني قرض سندي مؤسساتي في مارس 2005 بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، لتقوم في ماي 2005 بإطلاق أول قرض سندي مسعر في البورصة حيث قامت بدعوة الجمهور إلى الادخار العام بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، غير أن العملية لقيت نجاحا كبيرا وكللت بتحصيل مبلغ 15.90 مليار دينار جزائري، كما قامت في 2006 بطرح قرض سندي مؤسساتي آخر بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، لتحصل في سنة 2006 على ما يقارب 57.90 مليار دينار جزائري، وتحتل المرتبة الأولى وطنيا من حيث المبلغ المجمع.

وقام مجمع سونلغاز سنة 2006 بإعادة شراء ديونه الخارجية التي قدرت بحوالي 60 مليار دينار جزائري، عن طريق تعبئة القروض البنكية الداخلية، وهو ما يعكس عزم المجمع على التمويل من مصادر محلية.

الفرع الثالث: تمويل مجمع سونلغاز عن طريق السوق السندي بورصة الجزائر

استطاع مجمع سونلغاز حتى ديسمبر 2008 تجميع ما يقارب 87.55 مليار دينار جزائري من خلال الإصدارات المسعرة وغير المسعرة، حيث يتضح أن السوق السندي المؤسساتي يشكل بديلا تمويليا مغريا للمجمع.

جدول رقم 3-17 تطور القروض السنوية في الهيكل المالي لمجمع سونلغاز

العائد الحقيقي	معدل الكيون	مدة الاستحقاق	نوع الإصدار	المبلغ /مليار دج	تاريخ الإصدار
2.40%	3%	5 سنوات	قرض مؤسسي	8.00	ديسمبر 2004
2.45%	3.25%	6 سنوات	قرض مؤسسي	4.00	ديسمبر 2004
2.85%	3.50%	7 سنوات	قرض مؤسسي	8.00	ديسمبر 2004
3.09%	3.50%	6 سنوات	قرض مؤسسي	1.80	مارس 2005
4.11%	4%	9 سنوات	قرض مؤسسي	3.30	مارس 2005
4.59%	4.20%	11 سنة	قرض مؤسسي	4.90	ديسمبر 2005
4.51%	3.5، 3.75، 4%، 5%، 4.25، 7%	06 سنوات	اكتتاب عام	15.90	جوان 2005

4.65%	4.65%	09 سنوات	قرض مؤسسي	6.00	ماي 2006
4.85%	4.85%	10 سنوات	قرض مؤسسي	5.65	ماي 2006
4.80%	5.5%، 6%، 5%، 3.75%، 4%	6 سنوات	اكتتاب عام	30.00	ديسمبر 2008
/	/	/	/	87.55	المجموع

المصدر: <http://www.Cosob.org/les-emetteur-sonelgaz.htm> visite le 25/12/2017

من هذا الجدول رقم 3-34 يتضح أن سونلغاز استطاعت في ظرف أربعة سنوات تجميع 87.55 مليار دينار جزائري عن طريق الإصدار السندي حيث جمعت 41.65 مليار دينار جزائري من الإصدارات السنديّة غير المسعرة، إضافة إلى ذلك تعتبر سونلغاز أولى المؤسسات التي دعت إلى الادخار العام، واستطاعت تجميع أكثر من 45.90 مليار دينار جزائري لتحتل بذلك المرتبة الأولى من بين المؤسسات المصدرة من حيث إجمالي مبلغ الإصدارات السنديّة.

كما يلاحظ أن هذه الإصدارات قد تمت في فترات متقاربة وبمعدلات فائدة ومدد استحقاق متفاوتة، كما أنها لا تنطوي على ضمانات معينة عدا السمعة الجيدة التي تتمتع بها المؤسسة.

ولتبيان مدى مساهمة القروض السنديّة في الهيكل المالي لمؤسسة سونلغاز نورد الجدول التالي:

جدول رقم 3-18 الميزانية الاقتصادية المبسطة لمجمع سونلغاز خلال الفترة المتاحة 2005-2012

2008	2007	2006	2005	
705.313.083	4.728.557	5.276.589	229.323.478	الاستثمارات الصافية
289.390.396	518.681.591	568.671.511	382.311.970	BFR
994.703.479	523.410.148	573.948.100	611.635.448	الأصل الاقتصادي
560.596.358	327.617.143	289.848.150	375.126.468	الأموال الخاصة
434.107.121	195.793.005	284.099.950	236.508.980	الديون
994.703.479	523.410.148	573.948.100	611.635.448	الأموال المستثمرة
2012	2011	2010	2009	
1.896.449.143	1.686.374.475	1.409.947.146	908.018.511	الاستثمارات الصافية
336.980.721	567.211.907	305.948.016	308.372.691	BFR
2.233.429.864	2.253.586.382	1.715.895.162	1.216.391.202	الأصل الاقتصادي
560.850.433	564.318.959	542.668.904	650.596.358	الأموال الخاصة
1.672.579.431	1.689.267.423	1.173.226.258	655.794.844	الديون
2.233.429.864	2.253.586.382	1.715.895.162	1.216.391.202	الأموال المستثمرة

المصدر: بناء على ميزانيات المحاسبة والمالية للشركة الوطنية للكهرباء والغاز للفترة المتاحة 2005/2012 الميزانيات في الملاحق، 1000 دج

- من خلال هذا الجدول 3-35 نلاحظ أنه في سنة 2005 كانت قيمة الاستثمارات الصافية كبيرة جدا حوالي 22.932 مليار وهذا يعود إلى أن المؤسسة في ظل سياسة خوصصة المؤسسات قامت بإعادة

هيكلتها وذلك بإنشاء مؤسسات إضافية تطلب الأمر إلى زيادة الاستثمارات، إلا أنه في سنة 2006 انخفضت قيمتها، وفي سنة 2008 ارتفعت الاستثمارات الصافية بشكل كبير جدا بنسبة 148% وهذا يعود إلى حيازة الاستثمارات للفروع الجديدة، وهذا ما تفسره السياسة الاستثمارية المستمرة للشركة رغبة منها في توسيع وترقية نشاطاتها، واستمر الصعود لكن بنسبة منخفضة عن سابقتها حتى غاية 2012 وهذا حسب ما توفر لنا من القوائم المالية المدرجة في موقع المجمع SONELGAZ، وذلك لسعيها المتواصل إلى تطوير وتحسين جودة منتجاتها بغية مواكبة وتلبية احتياجات السوق الوطنية.

- أما بالنسبة للأموال الخاصة فكانت مرتفعة عن الاستثمارات الصافية سنة 2005 إلا أنها في سنة 2006 انخفضت بنسبة 22% وهذا بسبب ضخامة وتحميل كافة التكاليف الخاصة بالإصدار للقرض السندي لسنة مالية واحدة، ثم ارتفع من جديد سنة 2007 بنسبة 13% وبنسبة 71% سنة 2008 وهذا يعود إلى الزيادة في الأموال الخاصة ثم أخذ في التذبذب إلى غاية سنة 2012.

أما فيما يتعلق بالاحتياج في رأس المال العامل فشهد تذبذبا خلال كامل سنوات الدراسة ابتداء من سنة 2006 حين ارتفع إلى ما يقارب النصف سنة 2006 ثم انخفض في كل سنتي 2007 و 2008 بنسب متفاوتة ثم أخذ في تذبذب إلى غاية سنة 2012

أما بالنسبة إلى الديون فكانت قليلة مقارنة بالأموال الخاصة بنسبة حوالي 40% سنة 2005 ثم ارتفعت لتتساوى معها في سنة 2006 ثم انخفضت قليلا سنة 2007 إلا أنها ارتفعت بشكل كبير سنة 2008 وهذا راجع إلى دخول المؤسسة بورصة الجزائر SGBV نهاية سنة 2007 وبعد طرح سندات في السوق مكنها ذلك من الحصول على تمويل إضافي بنسبة 122% من الديون للسنة الماضية، ثم أخذت في الارتفاع بصفة مستمرة قدر بنسبة 50% من سنة إلى أخرى إلى غاية 2012.

مما تقدم نستطيع القول أن السوق السندي الجزائري عرف نشاطا كبيرا، فمذ انطلاقه سنة 1999 استطاع تمويل الاقتصاد الوطني بأكثر من 164 مليار دج، حيث تم إطلاق تسعة عشر قرضا سنديا، أربعة منها مسعرة في البورصة وخمسة عشر أخرى غير مسعرة، لثماني مؤسسات ذات أسهم، واحدة منها خاصة هي: "سوفيتال"، وسبعة عمومية هي: "سونطراك"، سونلغاز، الشركة الجزائرية للطيران، اتصالات الجزائر، شركة التمويل الرهنوي، الاتحاد العربي للاستئجار، مؤسسة التكوين المهني عن بعد"، كما تعتبر الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" أكبر متدخل في السوق السندي بتجميع 87.55 مليار دج من سنة 2004-2008 حيث يشكل التمويل عن طريق السوق السندي البديل التمويلي الأمثل لمؤسسة سونلغاز بعد استنفاد التمويل الذاتي نظرا لتمتعها بطاقة اقتراضية عالية، كما أنه يتوافق مع سياستها التمويلية التي تعطي فيها الأولوية للنمو وهذا باللجوء الواسع للاستدانة عن طريق الإصدارات السنديّة الأقل تكلفة والتي تسمح بتحقيق مردودية عالية.

الفرع الرابع: تكلفة تمويل مجمع سونلغاز عن طريق القروض السندية

كما أشرنا سابقا في الجزء النظري، ينطوي تمويل مجمع "سونلغاز" عن طريق إصدار القروض السندية على مجموعة من التكاليف نذكر منها حسب ما أتيج لنا خلال فترة الدراسة، لكن قبل التكلم عن تكلفة الإصدار سوف نبين من خلال القوائم المالية المتوفرة لدينا نسبة السندات من إجمالي الديون أو معدل الاقتراض بالسندات.

جدول رقم 3-19 يوضح نسبة التمويل بالسندات من إجمالي الديون SONELGAZ خلال الفترة 2005-2012

السنوات:	2005	2006	2007	2008
قيمة السندات	120.056.818	147.629.624	232.064.814	368.562.275
إجمالي الديون	236.508.980	298.155.317	239.428.214	471.071.548
نسبة السندات	%51	%50	%97	%78
السنوات:	2009	2010	2011	2012
قيمة السندات	408.403.956	555.572.322	711.322.000	915.791.000
إجمالي الديون	715.788.239	689.149.572	1.485.761.000	1.760.674.000
نسبة السندات	%57	%81	%48	%52

المصدر: بناء على ميزانيات المحاسبة والمالية للشركة الوطنية للكهرباء والغاز للفترة المتاحة 2005/2012 الميزانيات في الملاحق.

نلاحظ من خلال هذا الجدول 3-36 كيف تحصلنا على نسبة السندات أو نسبة الاقتراض بالسندات وذلك بقسمة قيمة السندات على إجمالي الديون لمعرفة كم حصة السندات منها، فوجدنا النتائج تشير إلى أن أغلب ديون المؤسسة عبارة عن سندات، ففي السنوات من 2007 حتى 2010 تشكل السندات تقريبا إجمالي الديون أما في بقية السنوات فإنها تقريبا تساوي النصف.

أ- تكلفة الإصدار:

تتمثل أساسا في المصاريف المتعلقة بالإصدار والتعاقد على القرض وذلك بعد خصم نسبة الضرائب، وقد قدرت بالنسبة لمجمع "سونلغاز" عند إصداره للقرض السندي الأول في سنة 2004 بمبلغ 125.574.000.00 دج موزعة كما يلي:

- علاوة تمنح للجنة تنظيم ومراقبة تسيير البورصة Cosob قدرت ب: 5.000.000.00 دج .
- عمولة تمنح للبنك المرافق وهو البنك الوطني الجزائري تقدر ب: 70.200.000.00 دج وتنقسم إلى:
 - مبلغ خارج الرسم على القيمة المضافة يعادل : 60.000.000.00 دج .
 - مبلغ الرسم على القيمة المضافة المسترجع: 10.200.000.00 دج.
- مصاريف الانخراط مع المؤتمن المركزي على السندات قدرت ب 200.000.00 دج خارج الرسم على القيمة المضافة سنويا، أي ما يعادل 1.400.000.00 دج خارج الرسم خلال 07 سنوات.

- مصاريف معالجة العمليات من طرف المؤتمن المركزي على السندات تقدر بـ 800.000.00 دج، خارج الرسم على القيمة المضافة، حيث أن هذا الأخير يقدر بـ 136.000.00 دج.
- مصاريف المرافقة والاستشارة المالية، وتقدر بـ 40.000.000.00 دج خارج الرسم على القيمة المضافة، حيث يقدر مبلغ هذا الأخير بـ 6.800.000.00 دج.
- مصاريف الإشهار لعملية الإصدار السندي المؤسساتي والتي قدرت بـ 1.000.000.00 دج، متضمنا الرسم على القيمة المضافة.

ب- الفوائد السنوية:

ينجر عن الإصدار السندي تسديد فوائد سنوية لحامل السندات ينص على معدلها وتاريخ سدادها في نشرة الإصدار، فمثلا عند إصدار مجمع "سونلغاز" للقرض السندي الأول في سنة 2004، قامت بتقسيمه إلى ثلاثة شرائح، شريحة أولى بمبلغ 8 مليار دج تستحق بعد خمس سنوات، تسدد عنها فوائد سنوية بقيمة 3%، شريحة ثانية بمبلغ 4 مليار دج تستحق بعد ست سنوات بفائدة سنوية 3.25%، وشريحة ثالثة بمبلغ 8 مليار دج تستحق بعد سبعة سنوات بفائدة سنوية 3.50%.

هذا الانجاز يعكس إدارة مجمع "سونلغاز" في ضمان النمو، وكذا سياسة المجمع في التمويل بالموارد المحلية الذاتية التي تعتبر أقل تكلفة، كما أن قرار المجمع بالتوجه إلى السوق المالي المحلي والحصول على قروض سنوية لتغطية الاستثمارات حسب الإستراتيجية المنتهجة من قبل المجمع يعود للأسباب التالية:

- عدم إمكانية التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة، لأن رأسمال المجمع تحتكره الدولة وهو غير قابل ومفتوح للاكتتاب.
- ضخامة المبالغ التي يحتاجها المجمع، والتي لا يمكن للنظام البنكي توفيرها، نظرا لتطبيق قاعدة الاحتراس.
- يفضل المجمع التمويل عن طريق القروض السنوية بعد استنفاد التمويل بالأموال الذاتية وذلك باعتبار التمويل عن طريق القروض السنوية الأقل تكلفة من التمويل بالقروض الخارجية، هذه الأخيرة التي ينوي المجمع التخلي عنها.
- مما سبق وبعد دراسة هذا القرض السندي الأول لمجمع "سونلغاز"، وأخذا بمعيار التكلفة يتضح أن التمويل عن طريق القروض السنوية يعتبر البديل التمويلي الثاني لمجمع سونلغاز وذلك بعد التمويل الذاتي، كما يعتبر كذلك البديل التمويلي الأمثل بين مصادر التمويل الخارجية.

خلاصة الفصل الثالث:

بعد استعراض سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر وصولا إلى التمويل عن طريق البورصة وهذا منذ تأسيسها في تسعينيات القرن الماضي قمنا بتعريفها وشرح كيفية وشروط الإدراج بالنسبة للمؤسسات التي ترغب في التمويل عن طريق البورصة، قمنا كذلك في هذا الفصل باستعراض أداء بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة من 2014 إلى غاية جوان 2017.

وكذلك تم التطرق إلى مساهمة بورصة الجزائر في تمويل بعض المؤسسات الاقتصادية (شركات مساهمة) ويتعلق الأمر بكل من أليانس للتأمينات، وروبية لصناعة العصائر والمواد الغذائية وهذا التمويل من خلال إصدار الأسهم، وتم التطرق كذلك إلى مساهمة السوق السندي المؤسساتي من خلال تمويل مؤسسة سونلغاز وذلك عن طريق إصدار السندات.

لنخلص في الأخير بأن لبورصة الجزائر الأثر الإيجابي على كل من المؤسسات -ALLIANCE- ROUIBA-SONELGAZ وذلك في المدى القصير من خلال الزيادة في حجم الخصوم (الأموال الخاصة والديون) من أجل تغطية الاستثمارات.

لكن يبقى نشاط بورصة الجزائر غير كافي بالنسبة لمتطلبات الاقتصاد الوطني ولما ينتظره الاقتصاد ككل من السوق المالي ويمكن إسناد ذلك للأسباب التالية:

- المؤسسات التي دخلت البورصة مثل أليانس وروبية وسونلغاز لم يكن لديها الحجم المالي الكافي لتدعيم هذه المؤسسة المالية.

- كذلك نقص الخبرة في مجال المعاملات المالية في بورصة الجزائر، حيث أن بورصة الجزائر حديثة النشأة.

وأما عن مصادر التمويل الأخرى -التمويل البنكي والتمويل الذاتي- يمكن القول أنه لا يمكن للمؤسسات الاقتصادية التخلي عنه، لكن مع تطور البورصة يمكن لها التقليل من الاعتماد على هاذين العنصرين للتمويل خصوصا من أجل الاستفادة من الامتيازات والمميزات التي توفرها البورصة للشركة المدرجة فيها.



خاتمة



خاتمة:

من خلال عرضنا لمجمل فصول البحث التي تدور حول الإشكالية المطروحة حول تمويل المؤسسات الاقتصادية منها ALLIANCE-ROUIBA-SONELGAZ وفق ميكانيزمات السوق المالية أو وفق ميكانيزمات بورصة الجزائر، فإننا عالجتنا الموضوع في ثلاثة فصول كاملة، بحيث تناولنا الجانب النظري في فصلين والجانب التطبيقي المتمثل في دراسة حالة في فصل واحد، حيث تناولنا في الفصل الأول دراسات حول التمويل ومحددات الاختيار بين مصادره المختلفة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية تطرقنا فيه لمفهوم المؤسسة الاقتصادية ومختلف تصنيفاتها وفق القوانين والتنظيمات ومراحل تطورها من خلال تطور الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال إلى يومنا هذا، إضافة إلى ذلك تطرقنا إلى تنظيم وتسيير وإدارة شركات المساهمة لأنها الوحيدة المخولة بالدخول إلى البورصة، كما تكلمنا حول سياسة التمويل ومصادره بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية، وكذلك محدّدات بناء الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، وفي آخر هذا الفصل تكلمنا حول كيفية تقييم الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

أما الفصل الثاني والمعنون ب:الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية والبورصات تطرقنا من خلاله إلى المفهوم العام للأسواق المالية وكذلك الجانب التقني في تسيير هذه الأسواق، وتكلمنا كذلك حول الأدوات المالية والمتمثلة في أدوات الدين السندات وأدوات الملكية الأسهم إضافة للمستحدثات المالية أو ما يعرف بالابتكارات المالية، وفي آخر هذا الفصل الثاني تكلمنا حول المحفظة المالية وكيفية تشكيلها وتسييرها.

أما في الفصل الثالث والأخير والذي يعتبر دراسة حالة والمعنون ب:تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق بورصة القيم المنقولة (الواقع، التجربة، الأداء) حالة كل من SONELGAZ-ROUIBA-ALLIANCE. حيث تطرقنا فيه لسياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر منذ الاستقلال إلى يومنا هذا، وتكلمنا فيه كذلك حول إنشاء بورصة الجزائر وتنوع مصادر التمويل بالإضافة إلى نظرة حول أداء بورصة الجزائر من خلال الاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي خلال الفترة الأخيرة 2014-جوان 2017، وفي الأخير تكلمنا حول تجربة أداء تمويل بعض شركات المساهمة المدرجة في بورصة القيم المنقولة (بورصة الجزائر) من خلال تقديم أرقام وتواريخ مهمة من واقع الاقتصاد الجزائري وذلك من أجل الحكم على التجربة والأداء.

وفي الأخير تمكنا من الحصول على عدة نتائج منها الإجابة على الفرضيات، ثم تقديم الاقتراحات نوجزها كما يلي:

1- تهتم المؤسسة الاقتصادية من خلال الوظيفة المالية بالبحث عن مصادر التمويل، لاسيما التمويل طويل الأجل، كما تتاح أمامها مجموعة من مصادر التمويل بالأموال الخاصة أو التمويل بالاستدانة ليبقى قرار الاختيار بينهما على عاتق المؤسسة، إضافة إلى ذلك تطور المحيط المالي الحديث والانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي الذي يتميز بالتمويل المباشر أدى إلى تعدد مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، كما تعتبر الثنائية (تكلفة/عائد) (عائد/مخاطرة) من بين الأسس الهامة للمفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية إضافة إلى تأثير البديل التمويلي على قيمة المؤسسة.

وهنا تتأكد صحة الفرضية الأولى: "يعتبر التمويل حجر الأساس في بنية أية مؤسسة اقتصادية لما له من تأثير فعال وفاعل على جميع الوظائف الأخرى داخل المؤسسة، كما أن قرارات التمويل تأخذ في الاعتبار عاملين أساسيين هما التكلفة والمخاطر، فالتمويل الأقل تكلفة عادة هو أو ما يستخدم وتتوقف التكلفة على المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه كما أنه لا ينبغي إقبال كاهل المؤسسة بالديون بسبب احتمال الإفلاس.

2- أما بالنسبة للفرضية الثانية والمتعلقة ببورصة الجزائر، فإن عملية الإصدار (إنشاء السوق الأولى) عن طريق البنوك التجارية الجزائرية وهذا أمر عادي بالنسبة للأسواق المالية وباعتبار أن المعلومات المنبثقة عن الشركات المصدرة للأوراق المالية باختلاف أصنافها تؤثر على قيمتها ولكن من خلال الدراسة تبين أن دخول كل من ALLIANCE بفتح رأس مالها حوالي 22% أمام الاكتتاب العام، و ROUBA بفتح رأس مالها حوالي 20% فقط أما بالنسبة للسوق السندي لاحظنا حول شركة SONELGAZ فوجدنا النتائج تشير إلى أن أغلب ديون المؤسسة عبارة عن سندات، ففي السنوات من 2007 حتى 2010 تشكل السندات تقريبا إجمالي الديون أما في بقية السنوات فإنها تقريبا تساوي النصف 50%. مع العلم أن رأس مال المؤسسات الثلاثة برمتها لا تمثل إلا نسبة ضئيلة من الاقتصاد الوطني. وهذا ما يؤدي إلى رفض الفرضية الثانية القائلة: "تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية، وإذا حاولنا عرض أهم الوظائف التي يمكن أن تؤديها فهي المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض إلى الفئات التي لديها عجز، وذلك بمساهمتها في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وهو ما أدى بإنشاء بورصة الجزائر والذي ألقى عليها إسم بورصة القيم المنقولة"، لكن من خلال الدراسة على الحالات الثلاثة يلاحظ أن بورصة القيم في الجزائر لا تقوم بذلك لاعتبارات عديدة من بينها:

- غياب ثقافة البورصة بين المتدخلين خاصة المستثمرين الماليين الأفراد.
- غياب مؤسسات وهيئات صناعة السوق، كمكاتب الاستشارة المالية وصناديق الاستثمارات التي تمتلك الخبرة.

- وجود أموال في الجزائر غير مستثمرة، وعدم توفر الصيغ المالية الموافقة لقواعد الشريعة الإسلامية بما أننا في دولة إسلامية.

- حسب رأينا توجد هياكل وأرضية خصبة وإمكانيات متاحة مع غياب تفعيل من الجهات الوصية، كما أن بورصة الجزائر لم تصل لتصنيف ضمن البورصات الناشئة باعتبار النسبة المؤوية للرسملة البورصية على الناتج الداخلي الخام هي جد ضعيفة وهذا حسب تقرير صندوق النقد العربي.

3- أما بالنسبة للفرضية الثالثة فتتأكد عدم صحتها والتي تنص "يمكن للتشريعات واللوائح المنظمة للسوق المالي أن تنشأ سوقا ماليا فعالا يسمح للمؤسسات الاقتصادية بالتمويل من خلال الإصدار في السوق الأولية من خلال منح الاعتماد والتوجيه والتنسيق مع باقي الأجهزة المكونة للنظام المالي الجزائري"، وهذا يرجع للأسباب التالية:

- أغلب التشريعات المنظمة للسوق المالي الجزائري -بورصة الجزائر- وضعت خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في الفترة الأولى سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي بعد فترة زمنية أخرى المرحلة الثانية وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في التشريعات واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى.

- هذه القوانين والتشريعات والتنظيمات الخاصة ببورصة الجزائر لا تتماشى مع التطورات الاقتصادية المحلية والدولية، وإذا عملت الدولة إلى بعض التعديلات في القوانين فإن تراكم التعديلات يؤدي إلى تعرض القوانين للتغييرات المستمرة وهذا لا يساعد على الاستثمار والاستقرار الاقتصادي.

4- استفادت شركة ALLIANCE للتأمينات وشركة ROUIBA للصناعات الغذائية من تمويل من خلال فتح رأس المال داخل بورصة الجزائر في حدود 20-22% من رأس المال وهي نسبة قليلة مقارنة مع الدور المنوط بالبورصة وهو تحويل المدخرات إلى استثمارات، بينما استفادت من وراء دخولها إلى البورصة من عدة مزايا منها التحفيزات الجبائية والاستثمارية ساهمت في تحسين صورتها المالية وسمعتها .

أما شركة SONELGAZ فقد اعتمدت في تمويل استثماراتها على الطرق التمويلية التقليدية المتمثلة في التمويل الذاتي الذي يتراوح من 25-30%، وهذا ما دفعها إلى القروض البنكية التقليدية التي تعتبر المصدر الرئيسي لتمويلها من السوق النقدية، ومع ظهور ميكانيزم السوق المالي بدأت في طرح وإصدارات للقروض السندية من خلال السوق السندية وكانت من الشركات الأوائل منذ سنة 2004 وذلك بغية الزيادة في حجم استثماراتها.

ومن النتائج المتوصل إليها أيضا:

5- تعتبر بورصة القيم المنقولة بالجزائر ومنذ تأسيسها في بداية التسعينات ميكانيزم جديد لتمويل المؤسسات الاقتصادية، إلا أن فعاليتها ضعيفة جدا وهذا راجع لقلة المؤسسات المتعاملة بالأسهم والتي عددها اثنان فقط، إلى جانب طرح القروض السندية بواسطتها فمنذ نشأته سنة 1999 استطاع السوق السندي المؤسساتي الجزائري تمويل الاقتصاد الوطني بمبلغ يفوق 164 مليار دينار جزائري، كما شهد هذا السوق إطلاق 19 قرضا سنديا، كما شكل بديلا تمويليا منذ 2004 لثمانية مؤسسات ذات أسهم هي سوفيتال- سونطراك-سونلغاز- الشركة الجزائرية للطيران- اتصالات الجزائر- شركة التمويل الرهنوي- الاتحاد العربي للاستثمار- ومؤسسة التكوين المهني عن بعد"، إلا أن أداءها يبقى ضعيف نتيجة وجود عوائق اقتصادية اجتماعية، سياسية تعيق عملها وتطورها، كما تزامن قبيل إنشاء بورصة الجزائر صدور قانون النقد والقرض سنة 1990 والذي أفرو على عدة إصلاحات منها فتح المجال لإقامة بنوك خاصة ومحلية أجنبية إلى جانب الوطنية، ولكن المحلية منها لم تستثمر بسبب رأس مالها ونقص الخبرة في استعمال تقنيات التمويل الحديثة، فرغم كل الإصلاحات التي عرفها القطاع المالي بشكل عام والقطاع المصرفي بشكل خاص إلا أنه لا يزال بعيدا عن المستوى المطلوب والواقع خير دليل على ذلك كإفلاس البنوك اختلاس الأموال وارتفاع محافظ الديون المشكوك فيها أو المعدومة، في الأخير ساهمت تقنيات التمويل عن طريق البورصة في الجزائر في

تلبية احتياجات المؤسسات الاقتصادية الجزائرية منها ALLIANCE-ROUIBA-SONELGAZ ولكن بنسبة ضئيلة مقارنة مع الدول المجاورة والدول المتقدمة.

6- من نقاط الضعف في بورصة الجزائر ومن العوائق التي تقف في سبيل عدم تطور هذه السوق الخاصة بالأوراق المالية هو صغر حجمها ودورها محدود في حشد الموارد وتخصيصها، ويرجع سبب ذلك إلى محدودية أدوات الاستثمار المتداولة وعدد صغير جدا من الشركات المسجلة كما ذكرنا سابقا، وكذلك احتكار ملكية القطاع العام للأوراق المالية والى محدودية القطاع الخاص من جهة أخرى. ومن نقاط الضعف كذلك ضآلة الانفتاح على العالم الخارجي في الجانب الاقتصادي وهي من العوامل التي لا تزال تعيق عمل بورصة الجزائر.

7- ضرورة التقييم الفعلي للمؤسسات في وضعية إيجابية SONELGAZ-ALLIANCE-ROUIBA لأن أسعار أسهمها راوحت مكانها دوم إعادة للتقييم الفعلي، وهو ما يدل على تقصير البورصة في أداء المهام المنوطة بها.

الاقتراحات:

بالنسبة للاقتراحات فإنني أقترح مايلي:

1- استكمال الأطر التشريعية من خلال سن القوانين والتشريعات وآلية العمل المناسبة ويأتي في مقدمة هذه القوانين القانون الخاص بالمؤسسات الاقتصادية وإمكانية تمويلها عن طريق البورصة، وقانون الشركات التجارية، قانون بورصة القيم المنقولة واللوائح التنفيذية، إضافة إلى قوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق.

2- يتعين على السلطات الوصية تأهيل اقتصادها العيني وتطوير المؤسسات الاقتصادية باعتبارها مركز خلق الثروة، بناء بورصة مالية ذات كفاءة تستجيب لمتطلبات الاقتصاد العيني من جهة وتوفير مناخ ملائم لتجميع المدخرات المتاحة وجذب تلك الموجودة في الخارج وتوجيهها بكفاءة لتمويل المؤسسات الاقتصادية لتحقيق أغراض التنمية من جهة أخرى.

3- إنشاء مؤسسات وسطية دورها عرض أساليب الاستثمار في أرجاء التراب الوطني من خلال قنوات المؤسسات النقدية والمالية.

4- ضرورة تكوين أخصائيين في المالية وتقنيات التمويل أو إرساء برامج ودراسات عليا متخصصة تكون مهنية أكثر منها أكاديمية الغرض منها تشكيل نخبة صناع السوق المالية والبورصات.

5- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين (أفراد/ شركات مدرجة) وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة لأن المستثمر أو الشركات المدرجة دائما تبحث عن التحفيزات الجبائية، وإلزام الشركات المقيدة بالبورصة بإعداد قوائمها المالية وفقا للقواعد المحاسبية الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركات المدرجة، وفي نفس الوقت تشجيع هذه الشركات المدرجة على إنشاء مراكز للمعلومات خاصة بها تعمل تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.

6- التوسع والاستمرارية في برامج الخوصصة إذ تشكل عمليات الخوصصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية، إذ يمثل سوق الأوراق المالية أحد آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات، ونوصي السلطات العمومية عوض إعادة تصفية المؤسسات العمومية الخاسرة إلى إعادة هيكلتها وإدراجها في البورصة.

7- القضاء على عقبة المعلومات عن بورصة القيم المنقولة

8- إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الأوراق المالية، والاستفادة من التحفيزات الجبائية للشركات المدرجة.

9- وجود صحافة متخصصة ووسائل الإعلام للوقوف على السوق المالي، مكاتب محللين ماليين يقومون باستعراض وتحليل واقع وآفاق المؤسسات وأحوال السوق.

10- الاستفادة من تقنيات تجارب الدول العربية أو المغربية على الأقل في مجال الاستثمار في الأسواق المالية، وكيفية تمويل المؤسسات من خلالها وذلك لطبيعة تشابه هذه الأسواق.

وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهودا إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، خاصة وأن الساحة الجزائرية والسوق المالي الجزائري في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع بسبب تحديات العصر الحديث ومن بين المواضيع المقترحة:

- سياسات واستراتيجيات الاستثمار بالأوراق المالية في بورصة الجزائر أو مقارنة مع الاستراتيجيات المستخدمة في إحدى البورصات العربية.
- كفاءة السوق المالي الجزائري أو دراسة مقارنة كفاءة السوق المالي الجزائري مع كفاءة إحدى البورصات العربية.
- معوقات أداء بورصة الجزائر والعوامل المؤثرة على فعاليتها ودورها في التنمية الاقتصادية.
- علاقة النظام المصرفي بالبورصة من خلال إصدار وتداول الأصول المالية دراسة حالة (بنك - مؤسسة إقتصادية-بورصة الجزائر).

وفي الختام الحمد لله أولا وأخيرا ونسأله التوفيق والسداد.



قائمة

المصادر والمراجع



قائمة المصادر و المراجع:

أولاً : المصادر

- القرآن الكريم.

ثانيا المراجع :

أ - الكتب :

01	أحمد بوراس ، <u>تمويل المنشآت الاقتصادية</u> ، دار العلوم للنشر والتوزيع ، عنابة، الجزائر، 2008 .
02	أحمد الشرباصي، <u>المعجم الاقتصادي الإسلامي</u> ، دار الجيل، 1981، حرف العين.
03	أحمد سعد عبد اللطيف، <u>بورصة الأوراق المالية</u> ، الدار الجامعية، مصر، 1998.
04	أحمد صيام زكي ، مبادئ الاستثمار ، دار المناهج ، طبعة 1 ، الأردن ، 1997.
05	أحمد محرز، <u>القانون التجاري - الشركات التجارية الأحكام العامة</u> ، جزء 3، جامعة قسنطينة، مطابع سجل العرب ، الجزائر .
06	أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات <u>البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية</u> ، طبعة 1، الإسكندرية مصر، دار الفكر الجامعي، 2006.
07	أحمد محمد محرز، <u>الوسيط في الشركات التجارية</u> ، طبعة 2، جامعة القاهرة، 2004.
08	أحمد معجب العتيبي، <u>المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي</u> ، الطبعة 01، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، 2007.
09	إدوارد بورودزيكيس ، ترجمة أحمد المغربي، إدارة المخاطر والأزمات والأمن، طبعة 1، القاهرة، دار الفجر للنشر والتوزيع، 2008
10	أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة، <u>الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة</u> ، طبعة 1، عمان، دار المسيرة ، 2004
11	إسماعيل أحمد الشناوي ، عبد النعيم مبارك ، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية ، مصر ، الدار الجامعية
12	السيد عليوة ، تحليل مخاطر الاستثمار، في البورصة والأوراق المالية ، مصر ، دار الأمين، 2006
13	الطاهر لطرش، <u>تقنيات البنوك</u> ، ديوان المطبوعات الجامعية، طبعة 4، الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر.
14	إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي، <u>التسيير المالي- الإدارة المالية</u> ، طبعة 1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
15	أمين أحمد السيد لطفي، <u>التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة</u> ، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2005
16	بخزاري ف ، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، 2000.
17	برايان كويل ، نظرة عامة على الأسواق المالية ، طبعة 1 ، اعداد قسم الترجمة بدار الفاروق ، مصر ، دار الفاروق للنشر ، 2006.
18	بريان كويل ، هيكل رأس مال الشركات ، قسم الترجمة بدار الفاروق ، الطبعة 1، عمان ، دار الفاروق للنشر والتوزيع، 2006
19	بلعزوز بن علي . مجدي الطيب أحمد ، <u>دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال وجواب</u> ، القبة القديمة - الجزائر - ، دار الخلدونية ، للنشر والتوزيع ، 2008
20	بلعزوز بن علي ، <u>محاضرات في النظريات والسياسات النقدية</u> ، طبعة 2، بن عكنون، الجزائر ، ديوان المطبوعات الجامعية ، 2006
21	بلعزوز بن علي ، مجدي الطيب أحمد، دليلك في الاقتصاد، الجزائر، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، 2008.
22	بن شويحة علي ، خرفان محمد ، <u>الطبيعة القانونية للشركة</u> ، جزء 2 ، طبعة 1 ، مطبعة رويغي، الأغواط، الجزائر، 2015.
23	جمال الجويدان الجميل، <u>الأسواق المالية والنقدية</u> ، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع ، عمان الأردن، 2002.
24	حريزي رابح ، <u>البورصة والأدوات محل التداول فيها</u> ، دار بلقيس للنشر ،الدار البيضاء الجزائر ، 2015.
25	حريزي رابح، <u>البورصة والأدوات محل التداول فيها</u> ، دار بلقيس، الدار البيضاء، الجزائر ، 2015.
26	حسين أحمد الطراونة وآخرون ، <u>نظرية المنظمة</u> ، طبعة 01 ، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع ، 2012.
27	حسين بن هاني ، <u>الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها أدواتها المشتقة</u> ، عمان ، 2002.
28	حسين شحاتة، عطية فياض، <u>الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية - البورصة</u> ، دار الطباعة للنشر الإسلامية ، مصر ، 2001.
29	حسين عطا غنيم ، دراسات في التمويل ، الطبعة 1 ، بدون دار ولا بلد النشر ، 1999
30	حمزة محمود الزبيدي، <u>الإدارة المالية المتقدمة</u> ، الطبعة 2، الأردن، الوراق للنشر والتوزيع ، 2008

31	حمزة محمود الزبيدي، <u>أساسيات الإدارة المالية</u> ، طبعة 1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
32	خالد وهيب الراوي، <u>الاستثمار - مفاهيم، تحليل، استراتيجية</u> - الطبعة 01، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 1999.
33	خالد وهيب الراوي، <u>الاستثمار - مفاهيم، تحليل، استراتيجية</u> - الطبعة 01، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 1999.
34	خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، <u>شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي</u> ، إسكندرية مصر، مؤسسة شباب الجامعة، 2000.
35	دريد كامل آل شبيب، <u>مقدمة في الإدارة المعاصرة</u> ، الطبعة 2، عمان، دار المسيرة، 2009.
36	دريد كامل آل شبيب، <u>إدارة المحافظ الاستثمارية</u> ، الأردن، دار المسيرة، 2010.
37	دريد كامل آل شبيب، <u>الاستثمار والتحليل الاستثماري</u> ، الأردن، دار اليازوري، 2009.
38	دريد كامل آل شبيب، <u>الاستثمار والتحليل الاستثماري</u> ، عمان الأردن، إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2010.
39	دريد كامل آل شبيب، <u>مبادئ الإدارة المالية</u> ، الطبعة 1، عمان، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2006.
40	دريد كامل آل شبيب، <u>مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة</u> ، طبعة 2، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
41	رمضان زياد، <u>مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي</u> ، طبعة 4، عمان، دار وائل للنشر، 2007.
42	زكريا سلامة عيسى الشطناوي، <u>الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي</u> ، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، 2007.
43	سعاد نايف البرنوطي، <u>إدارة المشروعات الصغيرة</u> ، الطبعة 1، دار وائل للنشر، 2005.
44	سعد عبد الحميد مطاوع، <u>الأسواق المالية المعاصرة</u> ، مصر، مكتبة أم القرى، 2001.
45	سعد عبد الحميد مطاوع، <u>الأسواق المالية المعاصرة</u> ، مصر، مكتبة أم القرى، 2001.
46	سعید سيف النصر، <u>دور البنوك في استثمار أموال العملاء</u> ، مصر، مؤسسة شباب الجامعة.
47	سليمان شلاش، علي البقوم، سالم العون، <u>العوامل المحددة للهيكلة المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 1997-2001</u> ، المنارة، المجلد 14، العدد 1، 2008.
48	سمير عبد الحميد رضوان، <u>المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر</u> ، الطبعة 01، مصر، دار النشر للجامعات، 2005.
49	سيد سالم عرفة، <u>إدارة المخاطر الاستثمارية</u> ، طبعة 1، عمان الأردن، دار الراية للنشر والتوزيع، 2009.
50	شعبان محمد إسلام البرواري، <u>بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي</u> ، طبعة 1، دمشق، دار الفكر.
51	شمعون شمعون، <u>البورصة بورصة الجزائر</u> ، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
52	صالح كامل، <u>محاضرات في الاقتصاد الإسلامي والأسواق المالية</u> ، دمشق، المنار للنشر والتوزيع، 2003، ص 547.
53	صلاح السيد جودة، <u>بورصة الأوراق المالية</u> ، طبعة 1، مصر الإسكندرية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، 2000.
54	ضياء الدين مجيد الموسوي، <u>البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات</u> ، منشورات، 1998.
55	ضياء مجيد الموسوي، <u>البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات</u> ، طبعة (1)، 1998.
56	طارق عبد العال حماد، <u>المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية</u> ، مصر، الدار الجامعية، 2003.
57	طارق عبد العال حماد، <u>إدارة المخاطر</u> ، الإسكندرية مصر، الدار الجامعية، 2007.
58	طارق عبد العال حماد، <u>دليل المستثمر إلي بورصة الأوراق المالية</u> ، مصر، الدار الجامعية، 2005.
59	ظاهر حردان، <u>مبادئ الاستثمار</u> ، عمان الأردن، دار المستقبل، 1997.
60	عاطف وليم اندراوس، <u>التمويل والإدارة المالية للمؤسسات</u> ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
61	عبد الأول عابدين محمد بسيوني، <u>مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة - دراسة فقهية - مقارنة</u> ، طبعة 01، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2008.
62	عبد الحلیم كراجه، علي ربابعة، ياسر السكران، موسى مطر، <u>الإدارة والتحليل المالي</u> ، أسس مفاهيم، تطبيقات، طبعة 2، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
63	عبد الحميد الشواربي، <u>موسوعة الشركات التجارية شركات الأشخاص والأموال والاستثمار</u> ، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003.
64	عبد الرحمان عبد العزيز النفيسة، <u>الاستثمارات الشرعية والأحكام النظامية - دراسة تطبيقية مقارنة</u> - ط 1، الأردن، دار النفائس، 1430، 2010، ص 138.
65	عبد الرزاق أحمد السنهوري، <u>الوسيط في شرح القانون المدني الجديد (الهيئة والشركة)</u> ، طبعة 3، منشورات الجبلي الحقوقية، لبنان، 2000.

66	عبد الغفار حنفي، <u>أساسيات التمويل والإدارة المالية</u> ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
67	عبد الغفار حنفي، <u>رسمية قرياقص</u> ، أسواق المال بورصات مصارف شركات تأمين شركات استثمار، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2003.
68	عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، <u>مدخل معاصر في الإدارة المالية</u> ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
69	عبد الغفار حنفي، <u>الاستثمار في بورصة الأوراق المالية</u> ، مصر الإسكندرية، الدار الجامعية، 2004/2003.
70	عبد الله المصلح، صلاح الصاوي، <u>مالا يسع التاجر جهله</u> ، طبعة 1، سوريا، مؤسسة ناشرون الرسالة، 2005.
71	عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني، <u>العقود المالية المركبة</u> ، طبعة 1، السعودية، كنوز اشبيليا، 2006،
72	عبد النافع عبد الله الزراري، غازي توفيق فرح، <u>الأسواق المالية</u> ، طبعة 1، عمان، دار وائل للنشر، 2001.
73	عبيد سعيد توفيق، <u>الاستثمار في الأوراق المالية</u> ، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
74	عدنان تايه النعيمي، أرشد فواند التميمي، <u>الإدارة المالية المتقدمة</u> ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان.
75	عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشفة، <u>أساسيات في الإدارة المالية</u> ، طبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
76	عصام حسين، <u>أسواق الأوراق المالية (البورصة)</u> ، الأردن، دار أسامة، 2008.
77	عطية فياض، <u>سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي</u> ، طبعة 01، مصر، دار النشر للجامعات، 1998،
78	علي سيد قاسم، <u>التنظيم القانوني للمشروع التجاري الجماعي</u> ، الشركات التجارية، جزء 2، دار النهضة العربية، القاهرة
79	عمار عمورة، <u>الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري</u> ، الجزائر، دار المعرفة، 2000.
80	فتيحة يوسف المولودة عماري، <u>أحكام الشركات التجارية وفقا للنصوص التشريعية والمراسيم التنفيذية الحديثة</u> ، دار الغرب للنشر والتوزيع، تلمسان، الجزائر.
81	فليح حسن خلف، <u>الأسواق المالية والنقدية</u> ، طبعة 1، الأردن، عالم الكتب الحديث، 2006.
82	فهيم مصطفى الشيخ، <u>التحليل المالي</u> ، طبعة 1، financial sms، رام الله فلسطين، 2008، ص 32
83	قادري محمد الطاهر، <u>مدارس الفكر في الاقتصاد السياسي (المستقبل إبداع الماضي)</u> ، طبعة 01، دار الأوراسية، الجلفة، الجزائر، 2009.
84	قاسم نايف علوان، <u>إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق</u> ، دار الثقافة، بدون دار نشر، 2009.
85	كمال خطاب، <u>نحو سوق مالية إسلامية</u> ، مداخلة مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، الذي تنظمه كلية الشريعة جامعة أم القرى، مكة المكرمة، مارس 2003.
86	مايكل بيكيت، <u>كيف تعمل البورصة دليل المستثمر الصغير</u> ، طبعة 1، مصر، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق للنشر والتوزيع، 2006.
87	محسن أحمد الخضري، <u>كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة</u> ، ايتراك للنشر والتوزيع، طبعة 1، مصر 1999.
88	محمد سويلم، <u>إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية</u> ، الشركة العربية للنشر والتوزيع.
89	محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، <u>بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق</u> ، مصر، الدار الجامعية، 2005.
90	محمد صالح الحناوي وآخرون، <u>الإدارة المالية</u> ، الدار الجامعية، القاهرة مصر، 2004.
91	محمد صالح القرشي، <u>المالية الدولية</u> ، الطبعة 01، عمان الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2007.
92	محمد فتح الله النشار، <u>التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي</u> ، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة، 2006.
93	محمد مطر، <u>إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية</u> ، الطبعة 03، الأردن، دار وائل للنشر، 2004.
94	محمد هيكل، <u>مهارات إدارة المشروعات الصغيرة</u> ، طبعة 1، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003.
95	محمود أمين زوبل ويونس البطريق، <u>بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق</u> ، الدار الجامعية، مصر، 2002.
96	محمود فهدي مهيدات، <u>عقود الخيارات المالية المعاصرة بين المجيزين والماتعنين</u> ، دائرة الإفتاء العام الأردنية.
97	محمود محمد الداغر، <u>الأسواق المالية - مؤسسات أوراق بورصات</u> ، الطبعة الأولى، الأردن، عمان، دار الشروق للنشر، 2005.
98	مدحت صادق، <u>النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية</u> ، الطبعة 01، القاهرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، 1997.
99	مروان شموط، كنجو عبود كنجو، <u>أسس الاستثمار</u> ، مصر، الشركة العربية المتحدة للتوريد والتوريدات، 2008.
100	مروان عطون، <u>الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال</u> ، الطبعة الرابعة، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 2008، جزء 1.
101	مصطفى كمال طه، <u>الشركات التجارية، الأحكام العامة في الشركات، شركات الأشخاص، شركات الأموال</u> ، دار الجامعة

	الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1997.
102	معبد على الجارحي ، <u>الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام - الإدارة المالية في الإسلام</u> ، جزء 1 ، عمان ، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية ، مؤسسة آل البيت ، 1989.
103	مفلح محمد عقل، <u>مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي</u> ، طبعة 1، مكتب المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
104	منير ابراهيم هندي ، <u>الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر</u> ، طبعة 4، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
105	منير ابراهيم هندي ، <u>الأوراق المالية وأسواق رأس المال</u> ، مصر، منشأة المعارف ، 1999.
106	منير ابراهيم هندي، <u>الأسواق و المنشآت إدارة المالية، منشأة المعارف للتوزيع</u> ، مصر، 1999.
107	منير ابراهيم هندي، <u>الفكر الحديث في الاستثمار</u> ، منشأة المعارف للتوزيع، مصر ، الطبعة الثانية، 2003.
108	منير ابراهيم هندي، <u>الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء: مدخل حوكمة الشركات</u> ، طبعة 1، دار المعرفة الجامعية، 2009.
109	منير شاكر ،اسماعيل اسماعيل، عبد الناصر نور، <u>التحليل المالي: مدخل صناعات القرار</u> ، طبعة 2، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
110	موسى مطر شقيري ، نوري موسى ، ياسر المومني ، <u>المالية الدولية</u> ، عمان ،دار الصفاء للنشر والتوزيع.
111	نادية فوزيل ، <u>شركات الأموال في القانون الجزائري</u> ، طبعة 3، ديوان المطبوعات الجامعية ،بن عكنون، 2007.
112	ناصر دادي عدون ، <u>اقتصاد المؤسسة</u> ، الطبعة 1 ، دار المحمدية للطباعة ، الجزائر ، 1998 .
113	ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، <u>أساسيات الاستثمار</u> ، طبعة 1، عمان ، دار وائل للنشر والطباعة، 2003.
114	ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، أحمد زكريا صيام ، <u>أساسيات الاستثمار العيني والمالي</u> ، عمان ، دار وائل للنشر والطباعة ، 1999.
115	نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، إضاءات ، المشتقات المالية ، العدد الثاني ، الكويت ،معهد الدراسات المصرفية ،ديسمبر 2009-يناير 2010.
116	هاشم فوزي دباس العبادي ، <u>الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية</u> ، طبعة 01، عمان الأردن ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع '2008.
117	هوشيار معروف ، <u>الاستثمارات والأسواق المالية</u> ، طبعة 01، الأردن ، دار صفا للنشر والتوزيع، 2003.
118	هيثم محمد الزعبي ، <u>الإدارة والتحليل المالي</u> ، طبعة 1 ، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان ، 2000.
119	وليد ناجي الحياي، <u>الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي</u> ، طبعة 1 ، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
120	يوسف مسعداوي، <u>أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ دروس وتمارين محلولة</u> ، دار الخلدونية، القبة، الجزائر، 2016.
121	عاطف وليد أندراوس ، <u>التمويل والإدارة المالية للمؤسسات</u> ، الإسكندرية ، دار الفكر الجامعي ، 2007
122	عبد الغفار حنفي، <u>رسمية قرياقص</u> ، أسواق المال بورصات مصارف شركات تأمين شركات استثمار ، الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة ، 2003
123	عبد الغفار حنفي ،سمية قرياقص ، <u>أسواق المال</u> ، مصر، الإسكندرية ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، 2003
124	عبد الغفار حنفي، <u>الاستثمار في بورصة الأوراق المالية</u> ، مصر الإسكندرية، الدار الجامعية، 2004/2003
125	عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني ، <u>العقود المالية المركبة</u> ، طبعة 1، السعودية، كنوز اشبيليا ، 2006
126	عبد المجيد قدي ،أسس البحث العلمي في العلوم الاقتصادية والإدارية -الرسائل والأطروحات-، طبعة 1، الجزائر، دار الأبحاث للترجمة والنشر والتوزيع ،أفريل 2009
127	عبد المجيد قدي ،السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، طبعة 3، الجزائر ،ديوان المطبوعات الجامعية ، 2006،
128	عبد النافع عبد الله الزراري ، غازي توفيق فرح ، <u>الأسواق المالية</u> ، طبعة 1 ، عمان ، دار وائل للنشر ، 2001
129	عدنان تايه النعيمي ،أرشد فؤاد التميمي ، <u>الإدارة المالية المتقدمة</u> ، عمان ، دار اليازوري العلمية، 2009
130	عصام حسين ، <u>أسواق الأوراق المالية (البورصة)</u> ،الأردن ، دار أسامة، 2008
131	عصام فهد العريبي، <u>الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق</u> ، طبعة 1، سوريا دمشق، دار الرضا للنشر، 2002.
132	علي عباس ، <u>الإدارة المالية</u> ، عمان ،إثراء للنشر والتوزيع، 2008
133	عمار عمورة ، <u>الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري</u> ، الجزائر ، دار المعرفة، 2000
134	غازي فلاح المومني، <u>إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة</u> ، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع ، 2008
135	غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، <u>اقتصاديات النقود والبنوك</u> ، جزء 1، طبعة 1، عمان الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع، 2002

136	فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، الطبعة 2 ، عمان ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، 2009
137	فليح حسن خلف ، الأسواق المالية والنقدية ، طبعة 1 ، الأردن ، عالم الكتب الحديث ، 2006
138	فيصل محمود الشواربة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الطبعة 01 ، الأردن ، دار وائل للنشر والتوزيع ، 2008
139	قاسم نايف علوان ، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق ، دار الثقافة ، بدون دار نشر ، 2009
140	مايكل بيكيت ، كيف تعمل البورصة دليل المستثمر الصغير ، طبعة 1 ، مصر ، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق ، دار الفاروق للنشر والتوزيع ، 2006
141	محمد الحناوي ، وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ، الإسكندرية مصر ، دار الفكر الجامعي ، 2007
142	محمد الشريف إلمان ، محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية ، جزء 3 ، الجزائر ، ديوان المطبوعات الجامعية ، 2003.
143	محمد الطاهر قادي ، مدارس الفكر في الاقتصاد السياسي ، طبعة 1 ، الجلفة الجزائر ، دار الأوراسية للطباعة والنشر ، 2009
144	محمد شفيق حسين طنيب ، محمد إبراهيم عبيدات ، الإدارة المالية في القطاع الخاص ، الطبعة 1 ، عمان ، دار المستقبل ، 2009
145	محمد صالح الحناوي ، جلال ابراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، مصر ، الدار الجامعية ، 2005
146	محمد صالح الحناوي و آخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ، الإسكندرية ، المكتب الجامعي الحديث ، 2007
147	محمد صالح القرشي ، المالية الدولية ، طبعة 1 ، الأردن ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، 2008.
148	محمد علي العامري ، الإدارة المالية ، الطبعة 1 ، عمان ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، 2007
149	محمد مطر ، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية ، الطبعة 03 ، الأردن ، دار وائل للنشر ، 2004
150	محمد مطر ، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية ، طبعة 5 ، عمان الأردن ، دار وائل للنشر والتوزيع ، 2009
151	محمد مطر ، فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، الطبعة 01 ، عمان ، الأردن ، دار وائل للنشر ، 2005
152	محمود حسين الوادي ، وآخرون ، دراسات الجدوى الاقتصادية والمالية ، طبعة 1 ، عمان الأردن ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، 2010 .
153	محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية – مؤسسات أوراق بورصات ، الطبعة الأولى ، الأردن ، عمان ، دار الشروق للنشر ، 2005 ،
154	مدحت صادق ، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية ، الطبعة 01 ، القاهرة ، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع ، 1997
155	مروان شموط ، كنجو عبود كنجو ، أسس الاستثمار ، مصر ، الشركة العربية المتحدة للتوريد والتوزيع ، 2008
156	مروان عطون ، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، جزء 1 ، طبعة 4 ، بن عكنون الجزائر ، ديوان المطبوعات الجامعية ، 2008.
157	موسى مطر شقيري ، نوري موسى ، ياسر المومني ، المالية الدولية ، عمان ، دار الصفاء للنشر والتوزيع
158	ناصر دادي عدون ، تقنيات ومراقبة التسيير الرياضيات المالية ، الجزائر ، دار المحمدية العامة
159	ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، أساسيات الاستثمار ، طبعة 1 ، عمان ، دار وائل للنشر والطباعة ، 2003
160	ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي ، أحمد زكريا صيام ، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، عمان ، دار وائل للنشر والطباعة ، 1999
161	هاشم فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية ، طبعة 1 ، الأردن ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، 2007
162	هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، طبعة 01 ، الأردن ، دار صفا للنشر والتوزيع ، 2003
163	وسام ملاك ، البورصات والأسواق المالية العالمية ، جزء 2 ، طبعة 1 ، لبنان ، دار المنهل اللبناني ، 2003.
164	وليد ناجي الحياي ، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي ، الطبعة 1 ، الأردن ، إثراء للنشر والتوزيع ، 2009
165	وهبة الزحيلي ، المعاملات المالية المعاصرة ، طبعة 1 ، سوريا ، دار الفكر ، 2002
166	يسري عبد الرحمان ، قضايا اقتصادية معاصرة ، مصر ، الدار الجامعية ، 2001

ب - المؤتمرات والملتقيات :

01	أحمد بوراس ، سعيد بريكة ، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد بالجزائر ، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة ، الجزائر ، يومي: 21-22/نوفمبر 2006.
02	إضاءات ، المشتقات المالية ، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، العدد 2 ، ديسمبر 2009-يناير 2010 ، الكويت

03	بلعزوز بن علي ، <u>مداخلة بعنوان إستراتيجية التحوط وإدارة المخاطر</u> ، الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر الواقع والأفاق ، 25-26 نوفمبر 2008
04	بن دعيدة ع ، <u>التجربة الجزائرية في الإصلاحات الاقتصادية</u> ، مداخلة في الملتقى الوطني للدراسات والتحليل الخاصة بالتخطيط ، منشورة بمجلة مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت ، 1999 .
05	زغيب مليكة ، غلاب نعيمة، <u>تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته</u> ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية- جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 21-22 نوفمبر 2006.
06	زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة ، الجزائر ، يومي: 21-22/نوفمبر 2006.
07	عصام أبو النصر ، <u>الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي أختلط فيها الحلال بالحرام</u> ، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر ، <u>سوق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والقانون</u> ، جامعة الامارات العربية المتحدة ، يومي 15-17/05/2006.
08	محمد البشير مبيروك ، محصول النعمان ، <u>إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية</u> ، الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر الواقع والأفاق ، 25/26 نوفمبر 2008
09	مركز التعليم المفتوح، <u>نظرية إدارة المحافظ المالية</u> ، جامعة بنها، مصر، ص 11، على الموقع الإلكتروني: http://bu.edu.eg/olc/images/8th-11%20(1).pdf ، تاريخ الزيارة 23.12.2016، على الساعة 10:30
10	مفتاح صالح ، <u>أدوات السوق النقدية في الجزائر</u> ، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، مجلة علمية دورية محكمة، جامعة الأزهر، السنة الحادي عشر ، العدد 31، 2007
11	نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية ، إضاءات ، المشتقات المالية ، العدد الثاني ، الكويت ، معهد الدراسات المصرفية ، ديسمبر 2009-يناير 2010
12	ياسين محمد أحمد ، <u>الأسهم الجائزة والمحظورة ودورها في إحداث نهضة اقتصادية شاملة ومعاصرة</u> ، بحث مقدم للمؤتمر العالمي 15 ، سوق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والحياة ، جامعة الامارات المتحدة ، يومي 15-17/05/2006.

ج - الرسائل والأطروحات :

01	أحمد بن محمد الخليل ، <u>الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي</u> ، أطروحة دكتوراه منشوة ، طبعة 2، السعودية ، دار ابن الجوزي ، 1426 هـ.
02	رضا بن عاشور ، <u>إدارة الأخطار الكبرى</u> ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير ، جامعة الجزائر ، 2008
03	سارة بوزيد ، <u>إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري</u> ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص إدارة مالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2006-2007
04	سعيدة تلي ، <u>التنبؤ بالمردودية لتسيير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس</u> ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية المؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة 2008-2009
05	سماري ابتسام ، <u>أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي</u> -دراسة حالة السوق المالي الفرنسي -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر ، 2005/2006، رسالة غير منشورة .
06	صديقي خضرة ، <u>واقع تطبيق الحوكمة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة</u> ، دراسة حالة مؤسسة أن سي أروبية الجزائر ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص تسيير الموارد البشرية ، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان ، الجزائر ، 2015.
07	عديلة مريم ، <u>استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية</u> ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود ومالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة باجي مختار ، عنابة ، 2009-2010.
08	لطرش سميرة ، <u>كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم</u> -دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية - أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2010.
09	محمد براق ، <u>واقع التنمية وبورصات القيم المتداولة في العالم -دراسة حالة الجزائر-</u> ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر ، 1999 .
10	محمود فهد أحمد العموري ، <u>عقود الخيارات من منظور الاقتصاد الإسلامي</u> ، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه فلسفة في الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، <u>قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية</u> ، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ، جامعة اليرموك ، 2008.
11	نورليامت سعيد جعفر ، <u>سوق المشتقات المالية وتقدير اقتصادي وشرعي</u> ، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير ، جامعة اليرموك ، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية ، 2006/2007 غير منشورة .
12	وليد أحمد صافي ، <u>الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق</u> ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص نقود ومالية ، كلية

	العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2003/2002.
13	محمد زرقون، <u>العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية</u> ، دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر ، مجلة الباحث، عدد 12، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة قسدي مرباح، ورقلة الجزائر، 2013
14	سامي خطاب، <u>المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار</u> ، مقال بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2005

د - القوانين و التقارير :

01	القانون 86-12 الصادر في 19 أوت 1986، المتعلق بنظام البنوك والقرض
02	<u>القانون التجاري</u> ،طبعة جديدة مصححة ومحدثة ، دار بلقيس ، دار البيضاء ، الجزائر ، 2017 ، المادة 544 .
03	القانون التجاري الجزائري ،الكتاب الخامس،المواد من 544-840
04	المادة 4.5.6.7، القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ،رقم 18/01 المؤرخ في 27 رمضان 1422 هـ الموافق لـ 2001/12/12، الجريدة الرسمية رقم 77 المنشورة في 2001/12/15
05	المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 12/05/1993 ،والمعلق ببورصة القيم المنقولة ،الجريدة الرسمية رقم 34/93.
06	المرسوم رقم 69-59 المؤرخ في 26 جويلية 1969 الوارد في الجريدة الرسمية لـ 01 أوت 1969 والمتعلق بإنشاء المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز.
07	جريدة الشروق اليومي ، العدد :4353 الصادر بتاريخ 13 أوت 2010 ،أليانس للتأمينات أول شركة تفتح رأسمالها في بورصة الجزائر، كاتب المقال : عبد الوهاب بوكرواح
08	التقرير السنوي لسنة 2013، الصادر عن شركة أليانس للتأمينات ، 2014.
09	التقرير الشهري لبورصة الجزائر ديسمبر 2013، الصادر عن بورصة القيم المنقولة SGBV، الجزائر،
10	تقرير بورصة الجزائر الشهري، جوان 2017، الصادر عن بورصة القيم المنقولة SGBV، الجزائر 2017.
11	تقرير بورصة الجزائر الشهري، ديسمبر 2015، الصادر عن بورصة القيم المنقولة SGBV، الجزائر 2015.
12	تقرير بورصة الجزائر الشهري، ديسمبر 2016، الصادر عن بورصة القيم المنقولة SGBV، الجزائر 2016.
13	صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية(تقرير)، الربع الرابع 2016، العدد 87.
14	صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2014، العدد 79.
15	صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2015، العدد 83.
16	صندوق النقد العربي، تقرير حول أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثاني 2017، العدد 89.
17	النشاشيبي ك ، وآخرون ، الجزائر تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق ،تقرير صندوق النقد الدولي ،واشنطن، 1998.
18	<u>مقدمة عن أسواق الأوراق المالية</u> ،دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني للمعهد العربي للتخطيط بالكويت /وفق
19	وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سابقا (وزارة الصناعة)، Rapport d'activité l'année 2007.

المراجع باللغة الأجنبية :

01	André Farber. Marie Paule Laurent .kim Oosterlinck .Hugues Pirotte. Finance "Synthèse de cours et exercices Corrigés" . Pearson Education France.2004
02	AFFILE B.GENTIL C . Les grandes questions de l'économie contemporaine .Edition l'étudiant Paris .2007
03	Ben halima .A . le système bancaire algérien .2eme édition . DAHLAB. ALGER.2001.
04	Ben halima. A. le système bancaire Algérie. Textes et réalités. DAHLEB. Alger .1996.
05	BEN SAID M .HOLLARD M .EL AOUF N. économie des organisation .tendances actuelles .ouvrage collectif. HARMATTAN .PARIS .2007
06	BENISSAD. M. E. Micro- entreprises et cadre institutionnel en Algérie .document de travail N° 85.OCDE. Mars.1993.
07	BENMANSOUR M .perspectives pour la reforme du système bancaire in l'entreprise et la banque dans les mutations économiques en Algérie. Ouvrage collectif. OPU. Alger .1994.
08	Bernard barthélémy. Gestion des risques .édition d'organistion .paris .2000

09	BOUBA OLGA O . <u>l'économie de l'entreprise</u> .édition du seuil .Paris .2003.
10	BOUYACOUB Farouk . <u>l'entreprise et le financement bancaire</u> .casbah .édition .Alger .2000
11	Bouyakoub A .le cycle d'investissement globale in monnaie crédit et financement en Algérie 1962-1987 document du cread. Avril 1987.
12	Bouyakoub. A .les mécanismes financières et les entreprises publiques .in monnaie crédit et Saker A .trésor et mobilisation de l'épargne institutionnel . in monnaie crédit et financement en Algérie 1962-1987. document du CREAD .Avril 1987.
13	BRAHIMI A. l'économie algérienne .O P U. Alger .1991.
14	BULLETIN STATISTIQUE DE LA BANQUE D'ALGERIE.OCTOBRE 2017
15	Cherif mondher. <u>ingénierie financière et private equity</u> .RB édition.2003.
16	DEBBOUB Youcef . <u>Le nouveau mécanisme économique en Algérie.</u> OPU. Alger .2000.
17	Dénos.pascal. <u>SAS société par ations simplifié.</u> Editions d'organisation .2011.
18	<u>Dictionnaire des marchés financiers</u> eurl pages bleues internationales .Belgique .édition 2010.
19	DJERIDI M .Assainissement redressement des entreprises publiques .in l'entreprise et la banque d'ans les mutations économiques en Algérie .ouvrage collectif. O P U. Alger1994.
20	Elie Cohen. <u>Analyse Financière</u> .4e .Edition Economica .1997.
21	Erik banks e Richard Dunn . <u>practical risk management</u> .an executive guide to avoiding surprises and losses. John ziley e sons ltd .England. 2003
22	Evolution de la dette extérieur de l'Algérie 1990-1999.in Média bank. Journal interne de la banque d'Algérie. Alger N° 46. Février /mars2000.
23	F.LEROUX. Marchés internationaux des capitaux .2eme édition .1995.
24	FAMA E F . <u>Agency problem's and the theory of the firm</u> .journal of political economy .vol 88 n°
25	Fernandez. Riou benoit. <u>Introduction au forex.</u> Un marché financier parmi d'autres mais pas comme les autres .gualino .édition 3.2013.
26	financement en Algérie 1962-1987. Document du cread . avril 1987.
27	Glauss pierre . <u>gestion de portefeuille une approche quantitative.</u> Dunod. 2011.
28	GOUMIRI M. l'offre de monnaie en Algérie .ENAG. Alger .1993.
29	HAKIKI .F .La régulation monétaire en Algérie .in monnaie crédit et financement en Algérie 1962-1987. Document du CREAD. Avril 1987.
30	1Harrise. M. and A. Raviv. <u>Capital structure and The information Role of Debt.</u> Journal of finance (vol n° 43). 1990
31	Instruction n° 74-94 du 29 novembre 1994 relative a la fixation des règles prudentielles de gestion des banques et établissements financiers.
32	Joseph Antoine .marie claire capiau huart .traduction vers l'arabe amel leila serbis. <u>Dictionnaire des marchés financiers</u> eurl pages bleues internationales .Belgique .édition 2010
33	KOECHLIN F .capitalisme et socialisme .vers un socialisme non collectiviste .librairie de medicis.1953
34	les mutations économiques en Algérie. Ouvrage collectif. OPU. Alger .1994.
35	Librairie larousse. <u>PETIT LAROUSSE. Dictionnaire encyclopédique pour tous.</u> Paris. 1980
36	LIVIAN Y F . <u>organisation théories et pratiques</u> .DUNOD.PARIS.1998.
37	Louis esch. Rebert kieffer et theery lopez . <u>asset et risk management</u> .edition debook .1 er edition. Paris .2003
38	M Jura. <u>Technique financière internationale.</u> dounud .paris .1999
39	Malek Ben nabi . <u>Le problème de la culture</u> .Edition el borhane .Alger .édition 2006
40	MARY J M . <u>théorie des organisation de l'intérêt de perspectives.</u> DEBOEK.BRUXELLES.1971.
41	MONTOUSSE M . <u>sciences économiques et sociales.</u> BREAL. PARIS .2004
42	NOEL AMENC et VERONIQUE LE SOURD . <u>GESTION QUONTATIVE DES</u>

	PORTEFEUILLES D' ACTIONS .PARIS .ECONOMICA.1998
43	Oskan .A. Determinants of Capital structure and adjustment to long run target .evidence from u k company panal data. Journal of Business Financial and Accounting. Vol 28. n° 1-2 jan-march.2001.
44	Peyrelevalde J. Economie de l'entreprise .Fayard .Paris .1989.
45	Philippe Merle. Droit commercial sociétés commerciales .6e édition. DALLOZ. Paris.
46	Pierre Conso .Farouk Hemici. Gestion Financière de l'entreprise . 10e .Edition Dunod. Paris.2002.
47	Pierre vernimmen, Finance d'entreprise 8e édition. Dalloz. Paris.2010.
48	RAHIEL H. Le financement par le système bancaire .in monnaie crédit et financement en Algérie 1962-1987.document du CREAD. Avril 1987.
49	rapport de gestion annuel ex 2016- nca rouiba
50	Ravez.gany. l'introduction en bourse .l'expérience des chefs d'entreprises . Gualino.2003
51	SAKER A. étude du circuit monétaire du trésor .in monnaie crédit et financement en Algérie .1962-1987. Document du CREAD .Avril 1987.
52	SARIN E . introduction conceptuelle à la science des organisations .HARMATTAN.PARIS.2003.
53	Sylvie de coussergues la gestion de la banque . edition dounud .2 eme edition .paris .1996
54	Vaughan Emmett and another. Fundamentals of risk and insurance .johnwiley and sons 1999
55	Y. GUYON . Droit des affaires .Droit Commercial général et Sociétés .éd. T.I.10.1998
56	YOUNSI M .L'assainissement financier des entreprises .in l'entreprise et la banque .dans les mutations économiques en Algérie. Ouvrage collectif. O P U .Alger .1994.
57	Bilan annuel de allince assurance 2010-2017
58	Bilan nca rouiba 2006-2017
59	Bilan annuel spa sonelgaz 2010-2017
60	Rapport annuel de la cosob 2009-2017
61	Rapport annuel sgbv 2009-2017
62	Notice d'information des assurance alliance et sonelgaz et nca rouiba –cosob 2011-2017

Web sites :

01	www.alliancassurances.dz
02	www.ncarouiba.dz
03	www.sonelgaz.dz
04	www.sgbv.dz
05	www.cosob.dz
06	www.guidefinance.dz



الملاحق

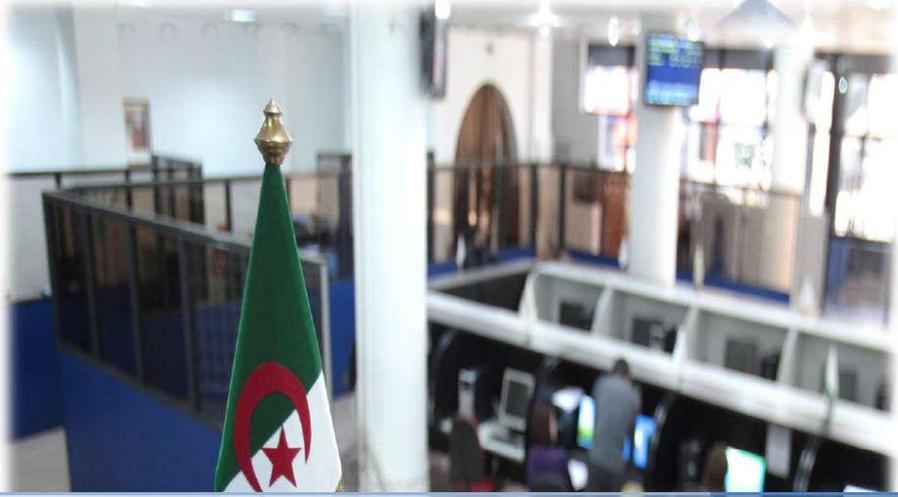


الملحق 01: المعلومات المتعلقة ببورصة الجزائر



GUIDE D'INTRODUCTION EN BOURSE

بورصة الجزائر
BOURSE D'ALGER



تقرير بورصة الجزائر الشهري

جوان 2017



شركة تسيير بورصة القيم | 2017

صندوق النقد العربي

أداء أسواق الأوراق المالية العربية

النشرة الفصلية

الربع الثاني

2017

المسدد التاسع و الثمانون

رسالة الرئيس

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

السيد الوزير الأول،

يشرفني أن أعرض عليكم التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010 طبقا لأحكام المادة 14 من القانون رقم 04-03 المؤرخ في 17 فبراير سنة 2003 الذي يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.

ولقد شهدت سنة 2010 استكمال العديد من الأشغال والورشات التي شرع فيها ضمن إطار تنفيذ خارطة الطريق التي جرى تسطيرها مع مجموع السلطات والمتعاملين الموجودين في الساحة المالية. ويجدر التذكير بأن خارطة الطريق هذه كانت قد حددت الأعمال والتدابير على المدى القصير ومخطط عصرنة السوق المالية وتطويرها على المدى المتوسط.

وقبل القيام بتقديم النتائج الرئيسية للسنة الجارية، فإنه لا بد من الإشارة إلى عودة المؤسسات الجزائرية إلى بورصة الجزائر على إثر العمليات الأخيرة لفتح الرأسمال الذي أنجزتها ثلاث شركات عمومية في سنة 1998 و 1999.

ويتعلق الأمر بإطلاق عملية زيادة رأس المال عن طريق الطلب العلني على الادخار من طرف شركة تأمين خاصة بلغت نسبة اكتتابها 140 % من عرض إصدار أسهم جديدة.

إن نجاح عملية الإصدار هذه في السوق الأولية يسمح بقبولها للتداول في بورصة الجزائر من جهة، ويبيّن مدى اهتمام المؤسسات المتزايد بالتمويل المباشر من السوق، من جهة أخرى.

ولقد أثار دخول مؤسسة جزائرية خاصة إلى البورصة للمرة الأولى الحماس لدى الجمهور الواسع ورافقه تنفيذ النظام الجديد المتضمن تخفيض نفقات الصفقات في بورصة الجزائر وإعداد ميثاق يتضمن المدونة الجديدة وإدخال الانسجام في تسعيرة الخدمات المقدمة للزبائن من المستثمرين من طرف الوسطاء في عمليات البورصة وماسكي الحسابات - حافظي السندات.

ويجب أن يُضاف إلى كل ذلك أن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها قد صادقت وعرضت على موافقة وزارة المالية ما يأتي:

1. نظام يعدل ويتم النظام العام لبورصة الجزائر يتم بموجبه السماح بفتح البورصة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي سيرافقها المكلف بالترقية على مستوى البورصة وسندات الدولة في سوق الصفقات الجملة.
2. نظام يعدل ويتم النظام المتعلق بتهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ويرخص بالتقويض بتسيير هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة لشركات مهنية تستوفي شروط الكفاءة والنزاهة المعترف بها في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
3. نظام يتضمن إعادة تنظيم المصالح التقنية والإدارية التابعة للجنة.

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

ولقد سجلت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، في هذا الصدد، طلبين اثنين لرفع أموال من مُصدرين من القطاع الخاص خاضعين للقانون الجزائري لدى هيئات مؤسسية من أجل قرض سندي ولدى الجمهور الواسع من أجل زيادة رأس المال.

ولقد درست اللجنة ووافقت أيضا على طلب تأسيس وسيط في عمليات البورصة من القطاع الخاص الوطني مع شريك أجنبي من أجل ضمان خدمات الاستثمار على مستوى السوق. وسوف يجري تسليم رخصة التأسيس بعد موافقة المجلس الوطني للاستثمار.

إن هذه العمليات تمثل فرصا مهمة للغاية بالنسبة إلى السوق إلا أنها تبقى ثمرة أعمال معزولة وغير منبثقة من بيئة نشطة ومهنية.

وبناء على ذلك، فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها واصلت في سنة 2010 نشاطات تهيئة الظروف اللازمة للشروع في إصلاح السوق المالية الذي سطرته الساحة المالية ووافقت عليه السلطات العمومية.

ويجب أن تجري هذه الورشة المهيكلة للساحة المالية الجزائرية طبقا للمخطط المسطر وفق مراحل، الذي حدده مجموع المتدخلين في الساحة وصادقوا عليه، بدءا بتعبئة موارد التمويل، ووضع لجان الإشراف المؤسسي والعملي، ووحدة تسيير المشروع على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

ولقد شهدت سنة 2010 في إطار تحضير ظروف الانطلاق في هذا الإصلاح، استكمال عمليات تعبئة موارد تمويل المرحلة الأولى من إصلاح السوق المالية من طرف مقدّمي الأموال الرئيسيين؛ وهي ميزانية الدولة، وميزانية تسيير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ومساهمة من شركة تسيير بورصة القيم، ودعم من برنامج الأمم المتحدة للتنمية في الجزائر.

إن دعم برنامج الأمم المتحدة للتنمية في الجزائر لإصلاح السوق المالية سيتحقق من خلال إعداد اتفاقية تمويل المرحلة الأولى من الإصلاح التي تدعى مرحلة "التقييم والتصميم" والموافقة عليها بين وزارة المالية وبرنامج الأمم المتحدة للتنمية في الجزائر ووزارة الشؤون الخارجية.

وتتولى وزارة المالية الإشراف الإستراتيجي والمؤسسي على هذا المشروع. وتعتبر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها شريكا في الإنجاز والتنفيذ.

وفي الأخير، فإنه لا بد من الإشارة إلى أن الهدف الرئيسي المتوخى من هذا الإصلاح يظل متمثلا في مضاعفة مساهمة السوق المالية في تمويل عملية إنماء الاقتصاد الوطني من خلال تحسين المخصصات من الموارد.

تفضلوا، السيد الوزير الأول، بقبول خالص عبارات الاحترام والتقدير.



نور الدين إسماعيل



العدد: 2017 / 114

مؤشرات بورصة الجزائر

الإغلاق لسابق	الإغلاق	التغير		دراير اندكس (الأساس = 1000)
		في القيمة	%	
1 228,23	1 225,68	-2,54	-0,20	قيمة الأساس 03 جانفي 2008

41 415 403 260	القيمة السوقية دج
-	قيمة سندات الشركات دج
403 487 000 000	قيمة سندات الخزينة العمومية دج

نشاط الأسواق

عدد الصفقات	حجم التداول	قيمة التداول	الأسواق
7	4 634	4 409 140	السوق ائرنيسسي
-	-	-	سوق سندات الشركات
1	70	62 124 300	سوق سندات الخزينة العمومية

06/12/2017

السوق الرئيسي :

آخر الأرباح	آخر الأرباح	تغير %	آخر إغلاق	عدد الصفقات	القيمة	الحجم	إغلاق	بيع	شراء	شركة
18/06/2017	45			1	42 640	104	410	-	-	ALL
02/07/2017	30			0	-	-	NC	490	-	AUR
31/07/2017	66			4	4 210 500	4 010	1050	-	-	BIO
08/06/2016	15			2	156 000	520	300	-	-	ROUI
07/08/2016	40			0	-	-	NC	650	-	SAI

03/12/2017

سندات الخزينة العمومية :

التأهدة المسحقة	التأهدة المسحقة	تغير %	آخر إغلاق %	عدد الصفقات	القيمة	الحجم	إغلاق %	رمز ISIN	السند
29/10/2017	0,38	2,441	86,308	1	62 124 300	70	88,749	DZ0000700397	O101027



تعريف بورصة الجزائر

www.sgbv.dz

المالية المُصدرة، وإدارة الحسابات الجارية المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC)، وإنجاز معاملات على السندات لفائدة الشركات المُصدرة، ونزع الصفة المادية عن السندات وتميزها وفقاً للمعايير الدولية (ISIN: الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).

◆ ماسكو الحسابات حافظو السندات (TCC) هم البنوك والمؤسسات المالية الشركات التجارية التي تمتلك صفة الوسيط في عمليات البورصة. ويوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية.

◆ هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) وتتألف من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV) والصناديق المشتركة للتوظيف (FCP). وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفّرات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين.

وتوجد في البورصة الجزائرية حالياً شركة استثمار ذات رأس مال متغير واحدة وهي المسماة "شركة الاستثمار المالي" (SICAV CELIM)



Algiers Stock Exchange Bourse d'Alger

سير الجلسات في البورصة

◆ تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتنظيم جلسات للتداول على القيم المنقولة التي تُصدرها الشركات ذات الأسهم، وذلك بشكل أسبوعي يومي الاثنين والأربعاء.

◆ وتجري عملية تسعير السندات الشبيهة للخزينة بصفة يومية من الأحد إلى الخميس. وتبدأ جلسات البورصة على الساعة 9:30 صباحاً وتُختتم على الساعة 11:30 صباحاً.

◆ يقوم الوسطاء في عمليات البورصة بيقيد ومركزة أوامر البورصة ضمن سجلات مركزية، وينبغي على الوسطاء في عمليات البورصة أن يقوموا بإدخال الأوامر الصادرة من الزبائن في أقرب وقت ممكن.

تنظيم بورصة الجزائر

بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين، من بينهم:

◆ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) التي تمثّل سلطة السوق المالي الساهرة على ضمان احترام أنظمة البورصة السارية للمفعول وحماية المدخرين.

◆ شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)، المعروفة عامة باسم بورصة الجزائر، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة. وتمثّل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة، وتنظيم جلسات التداول، وتسيير نظام التسعير ونشر المعلومات والإحصاءات المتعلقة بالبورصة (من خلال النشرة الرسمية للتسعير وقنوات الإعلام الأخرى: مواقع الانترنت، الومضات المتلفزة، الصحف الوطنية...).

◆ الوسطاء في عمليات البورصة (IOB) هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساساً حول القيم المنقولة. ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

◆ المؤتمن المركزي الذي ينشط تحت اسم "الجزائر للمقاصة" وهو عبارة عن شركة ذات أسهم، تتمثل مهمتها في ضمان حفظ السندات

ما ذا تمثل البورصة؟

البورصة هي المكان الذي يتم فيه تداول الأصول المالية على المدين المتوسط والطويل.

وهي تعتبر أيضاً وسيلة فعالة جداً من أجل:

◆ تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية بإثمار الموارد الفائضة وتعزيز قيمة الشركات المدرجة؛

◆ توسيع العمل الاستثماري وتعميمه؛

◆ تحسين الحوكمة لدى الشركات؛

◆ ضمان استدامة الشركات (المجمعات الكبرى، الشركات الصغيرة والمتوسطة)؛

◆ الارتقاء بسمعة الشركة.

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

وبالتعاون مع:

بورصة الجزائر

ينظمان اليوم الدراسي حول:

التمويل عن طريق البورصة بين متطلبات الواقع ورهانات المستقبل

محاور البحث والنقاش:



19 أفريل 2017

الموافق لـ: 22 رجب 1438 هـ

مدارس الدكتوراه - جامعة سطيف 1

الجزائر

الملحق 02: المعلومات المالية والقوائم المالية المتعلقة بشركة أليانس للتأمينات

Données Financières et Comptables

1^{er} Semestre 2017

ALLIANCE
ASSURANCES

8

التقرير السنوي
2013

أليانس
التأمينات

Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires

1^{er} Semestre 2017

Rapport Intermédiaire

1^{er} Semestre 2017

Tableau N°13 : Bilans financières d'Alliance Assurance en DA.

Année	Actif fixe	Valeur d'exploitation	Valeur réalisable	Valeur disponibles	Total
2006	180 563 053	1 741 955	469 426 531	61 564 813	713 296 352
2007	463 044 894	2 749 616	687 796 725	68 882 973	1 222 474 208
2008	1 086 147 439	2 563 779	618 365 321	269 798 815	1 976 875 354
2009	1 907 842 453	6 792 100	1 283 046 041	346 433 386	3 544 113 980
2010	1 995 701 621	522 297 749	1 655 486 097	1 681 182 160	5 854 667 627
2011	2 802 680 138	471 315 302	2 357 781 740	998 659 690	6 630 436 870
2012	2 229 388 752	464 926 389	2204493951	1 655 898 809	6 554 707 901
2013	2448379085	529 934 468	2483709281	1 645 221 547	7 107 244 381
2014	2755659559	488 088 118	2 534 543 224	1 580 248 503	7 358 539 404

Tableau N°14 : Passif de Bilans financières d'Alliance Assurance.

Année	Capitaux propres	Dettes à long terme	Dettes à Court terme	TOTAL
2006	462 086 062	124993972	126216318	713296352
2007	690 288 220	307480229	224705759	1222474208
2008	686 709 167	740414824	549751363	1976875354
2009	1 190 665 971	1 258 179287	1095268722	3 544 113 980
2010	2 453 203 445	761 305 128	2 640 159 054	5 854 667 627
2011	1 968 449 867	997 968 668	3 664 018 335	6 630 436 870
2012	2 201 384 804	838 847 446	3 514 475 651	6 554 707 901
2013	2568710605	728 858 242	3809675534	7107244381
2014	2 737 079 269	666 544 515	3954915620	7 358 539 404

Tableau N°16 : Les CR d'Alliance assurances.

Année	Marge sur opérations directes	Marge sur cessions	Marge d'Assurance nette	Résultat technique opérationnel	Résultat Financier	Résultat ordinaire avant impôts	Résultat net exercice
2006	302835656	184261528	118574128	-15207119	-8022095	-23229214	-26257571
2007	932397343	403278044	529119299	262785918	-17473306	245312612	206488071
2008	1675932050	977199624	698732426	245103582	-61141768	183961814	125836445
2009	1569820741	226763780	1343056961	-838423572	21395738	-817027834	312888457
2010	1524620825	325956294	1198664531	-947592888	12556805	-935036083	198 009 910
2011	1200258933	181545054	1018713879	-1536713658	15166154,2	-1521547504	-364615009
2012	2139589935	257750272	1881839662	373434093	31778106,4	405212199	232934937
2013	2082775769	119009803	1963765966	458910665	41603963	500514628	367325801
2014	2251492272	391229835	1860262437	380563237	51495508,3	432058745	481030216

Tableau N° 17 : les indicateurs de l'équilibre financier d'Alliance Assurances.

Année	FRN	BFR	TR
2006	406 516 981	344 952 168	61 564 813
2007	534 723 555	470 335 725	64 387 830
2008	340 976 552	78 797 136	262 179 416
2009	541 002 805	197 348 645	343 654 160
2010	1 218 806 952	-141 316 171	1 360 123 123
2011	163 738 397	-477 425 949	641 164 346
2012	810 843 498	-601 135 041	1 411 978 539
2013	849 189 762	-568 483 234	1 417 672 996
2014	647 964 225	-656 408 323	1 304 372 548

Tableau N° 18 : Evolution des ratios de solvabilité et de financement.

Ratios	Calcul	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Capacité /Insuffisance de remboursement	DLMT/CAF <4	-9,76	1,35	4,69	3,59	2,65	5,66	2,58	2,23	1,86
Autonomie financière	capitaux propres / capitaux permanents	0,79	0,69	0,48	0,49	0,76	0,66	0,72	0,78	0,80
Financement des immobilisations	capitaux propres / immobilisation	3,25	2,15	1,31	1,28	1,61	1,06	1,36	1,35	1,24
Indépendance financière	capitaux propres/total passif	0,65	0,56	0,35	0,34	0,42	0,30	0,34	0,36	0,37

Tableau N°19 : évolution des ratios de liquidité.

Ratios	Formule	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
R. L. Générale	actif circulant / dettes à court terme	4,22	3,38	1,62	1,49	1,46	1,04	1,23	1,22	1,16
R. L. Réduite	(actif circulant – stocks)/dettes à court terme	4,21	3,37	1,62	1,49	1,26	0,92	1,10	1,08	1,04
R. L. Immédiate	disponibilités / dettes à court terme	0,49	0,31	0,49	0,32	0,64	0,27	0,47	0,43	0,40

Tableau N° 20 : Evolution des ratios de rentabilité.

Ratios de rentabilité	Formule	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Commerciale	résultat net /chiffre d'affaire HT	- 0,09	0,22	0,08	0,20	0,13	- 0,30	0,11	0,18	0,21
Economique	résultat net /total du bilan	- 0,04	0,17	0,06	0,09	0,03	- 0,05	0,04	0,05	0,07
Financière (1)	résultat net / capitaux permanents	- 0,04	0,21	0,09	0,13	0,06	- 0,12	0,08	0,11	0,14
Financière (2)	résultat net / nombre d'action	-263	2065	1258	3129	1980	-191	122	193	253

الملحق 03: المعلومات المالية والقوائم المالية المتعلقة بشركة رويبة لصناعات التغذية



II - تقديم المُصدِر

- 1 - التسمية الاجتماعية: أن سي الرويبة شركة ذات أسهم (NCA-Rouiba).
- 2 - المقر الاجتماعي: الطريق الوطني رقم 5، المنطقة الصناعية رويبة - الجزائر العاصمة.
- 3 - الرأسمال الاجتماعي: الرأسمال الاجتماعي مقسم بين 19 مساهمين.

I - تقديم العملية

- 1 - معلومات عن العملية
طبيعة العملية: عرض علني للبيع
قيمة البيع: 849.195.200 دج
عدد الأسهم: 2.122.988
القيمة الاسمية: 100 دج
فترة الأسهم: أسهم عادية
شكل الأسهم: لحاملها / غير مادية
سعر البيع: 400 دج

2 - توظيف عائد العملية: يعود للمساهمين المتنازلين عن أسهم خلال العملية.

3 - الأعباء المتعلقة بالعملية: 61.839.686,1 دج مقسمة كما يلي:

المبالغ (خارج الرسوم)	الرسوم التنظيمية وما يالها
17 139 686,10	رسوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
636 896,40	تأدية أتعاب "الجزائرية للتسوية"
84 919,50	أتعاب بورصة الجزائر
2 406 149,40	أتعاب الوسيط في عمليات البورصة (رئيس الصف ونقابة التوظيف)
14 011 720,80	أتعاب وأجور تصادفية
44 700 000,00	أتعاب وأجور المرافقة، التوظيف، الاستشارة للمالية والاستشارة القانونية
4 700 000,00	الإشهار والاتصال
40 000 000,00	

4 - حق الإنتفاع: 1 جانفي 2013.

المساهمون	عدد الأسهم	النسبة %
صالح عثمان	10	0,0 %
صالح عثمان (حق الإنتفاع) و سليم عثمان (حق الرقبة)	263 990	3,1 %
سليم عثمان	2 660 330	31,3 %
محمد الهادي عثمان	654 830	7,7 %
لريا عثمان	399 450	4,7 %
محمد عثمان	360 160	4,2 %
محمد سعيد أمين	300 000	3,5 %
سعيد عثمان	154 810	1,8 %
سعيد عثمان (حق الإنتفاع) و عدنان عثمان (حق الرقبة)	100 000	1,2 %
سعيد عثمان (حق الإنتفاع) و ذرة عثمان (حق الرقبة)	100 000	1,2 %
محمد صبحي عثمان	72 030	0,8 %
محمد مختار عثمان	70 000	0,8 %
خديجة عثمان	55 660	0,7 %
ولاية عثمان	55 660	0,7 %

فوزية عثمان	55 660	0,7 %
هيمية عثمان	50 000	0,6 %
لاهي محمد سكارا	5 660	0,1 %
محمد مهدي عثمان	2 030	0,0 %
عدنان عثمان	10	0,0 %
ذرة عثمان	10	0,0 %
افريك الفست قائد ليميتد	3 131 640	36,9 %
مغرب الفاست الجزائر شركة ذات أسهم	10	0,0 %
إجمالي الأسهم	8 491 950	100 %
مبلغ رأس المال الاجتماعي	849 195 000	

5 - مدة الإكتتاب: من 07 إلى 25 أبريل 2013، تحتفظ الشركة بحق تمديد مدة العرض بعد موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

6 - لتسييم العرض: العرض مقسم الى قسمين:

القسم "أ": خصص لموظفي المؤسسة في حدود 85000 سهم (4% من الأسهم المعروضة)

القسم "ب": الباقي أي 2.037.988 سهم خصص للمستثمرين الجزائريين والمقيمين من الأشخاص الطبيعيين والمعنويين (96% من الأسهم المعروضة).

7 - الحد الأدنى والحد الأقصى:

الأدنى: 75 سهم

الأقصى: 85.000 سهم

8 - الوسيط في عمليات البورصة - رئيس الصف: بي أن بي باريبا الجزائر.

أن.سي.أ. الرويبة (NCA.ROUBA) شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي قدره 849.195.000 دج

عدد الأسهم المعروضة للبيع	2.122.988
سعر البيع	400 دج
فترة العرض	من 07 إلى 25 أبريل 2013

الوسيط في عمليات البورصة - رئيس الصف



نقابة التوظيف: هيئات مكلفة بجمع الشراء



تأشير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم: 01/2013 بتاريخ 06 فيفري 2013.

لا يمكن اعتبار تأشير اللجنة توصية للإكتتاب أو لشراء الأسهم المفترضة لا تعمل أي حكم، أو أي تقدير حول العملية المقصودة. تأشير اللجنة تعني فقط أن المعلومات المقدمة في نشرة الإعلام المأثرة صحيحة وكافية حتى يتمكن المستثمر الحاصل من اتخاذ قراره بنهي إلى علم المستثمرين المحتملين أن الإستثمار في القيم المنقولة يتضمن مخاطر، وأن قيمة الإستثمار يحتدل أن ترفع، كما يمكن أن تنخفض تحت تأثير عوامل داخلية أو خارجية عن المصدر.
لا يمكن اعتبار الأرباح الموزعة في الماضي ضماناً لمداخيل مستقبلية، بل أن هذه الأرباح مرتبطة بالنتائج المحققة، وكذا بسياسة توزيع الأرباح للبناء من قبل المصدر.

www.rouibaenbourse.com

3 - الأرباح المستقبلية (ملايين الدينارات)

2017	2016	2015	2014	2013	حساب الاستغلال المؤرخ
9 876 353	9 139 858	8 483 397	7 672 299	6 890 400	رقم الأعمال الصافي
1 343 113	1 295 216	1 183 940	1 028 594	900 793	الفاصل الخام للاستغلال
748 370	696 364	585 297	432 937	347 703	النتائج قبل الضرائب
583 729	543 164	456 531	337 691	271 208	النتائج الصافية

V - شهادة الأشخاص الذين يتحملون مسؤولية النشرة.

1 - إمضاء رئيس مجلس الإدارة :

"حسب علمنا، معطيات هذه النشرة مطابقة للواقع ولا تشوبها نقائص من شأنها أن تشوه أبعاد المعلومة."

سليم عثمان / رئيس مجلس الإدارة



2 - إمضاء محافظ الحسابات :

"بعد النظر والتدقيق فيما يتعلق بالمعطيات الرقمية المستخرجة من حسابات الشركة،"

مصطفى حداد/محافظ الحسابات

العنوان : 27، شارع المجاهدين، شرقة - الجزائر العاصمة.



3 - تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها :



4 - المعطيات الإحصائية :

التصنيف	2009	2010	2011	2012 *
الإستثمارات المحجزة (بآلاف الدينارات)	576 741	288 386	583 226	419 338
عدد الموظفين بالشركة	391	401	421	479

5 - النزاعات :

الشركة ليست في نزاع، كان له في ماض قريب، أو من شأنه أن يكون له تأثير ملموس على وضعيتها المالية وعلى نشاطها.

IV - هدف الإصدار، التوجهات الإستراتيجية والآفاق المستقبلية :

1 - أهداف الإدراج في البورصة :

فتح قناة دائمة للحصول على أموال خاصة توفر للمؤسسة بدائل تمويلية توافقي طموحاتها.

تمكين سيولة أكثر لسهام المساهمين، وخاصة لخروج المستثمر المؤسسي «أفريك إنفاست»، طبقاً لأحكام وشروط دخوله في رأسمال المؤسسة في 2005.

تأكيد على الالتزام القطعي للمؤسسة في مسار تبني قواعد الحوكمة الرشيدة التي من شأنها أن تدعم تألقها واستمراريتها.

تعزيز سمعة المؤسسة تجاه زبائنها وتجاه كل شركائها الاقتصاديين.

2 - أهم التوجهات الإستراتيجية المبنية من طرف الشركة :

التوجهات الاستراتيجية الرئيسية المعتمدة من طرف الشركة : تطوير القدرات الإنتاجية للاستجابة للنمو السريع الذي عرفته العصاره المحلية في العلب التوتونية والقاوروات البلاستيكية. (TETRA PAK et PET)

تحسين الطاقة التخزينية للمؤسسة.

تعزيز القدرة التسويقية للمؤسسة.

تطوير الصادرات وخاصة في المنطقة المغاربية.

ترقية سياسة الجودة الشمولية وذلك بالاستجابة للمعايير الدولية (إيزو 22000) و ISO و نظام تحليل المخاطر ونقاط التحكم الحرجة (HACCP)

* معطيات مؤقفة

RATIOS FINANCIERS

Ratios	2009	2010	2011	2012 (a)	2013 (b)	2014	2015	2016	2017
Résultat Net/Chiffre d'affaires	3,93%	6,40%	4,06%	3,40%	3,94%	4,40%	5,43%	5,94%	6,03%
Résultat Net/Fonds Propres	11,04%	23,04%	14,59%	13,69%	17,54%	19,55%	23,39%	24,07%	22,29%
Return On Capital Employed (ROCE)*	11,26%	18,41%	14,16%	13,28%	12,13%	14,58%	18,18%	19,86%	19,94%
Dettes Financière nette/EBITDA	0,64	0,50	1,18	1,53	1,97	1,49	0,85	0,21	-0,39
Structure Fonds propres/Dettes Financière nette	83/17	82/18	66/34	59/41	66/34	57/43	71/29	91/9	100/0

الملحق 04: القوائم المالية المتعلقة بشركة SONELGAZ

التغييرات	2007	2006	2005	2004	البيان
07/06					القروض السنديّة
06/05					الفواتير البنكيّة
05/04					قروض الاستثمار
%0	57553050	57553050	45903050	20.000.000	قروض أخرى
%109	166156383	19127043	52471150	52802016	موردون
%16-	16144168	19127043	10433123	16952151	كفالات
%17-	12261811	17251684	20288244	22137872	مجموع ديون استثمار
%55	5140644	3317746	2388227	2758891	
%42	1760119	1241267	927971	800393	
%47	261016176	78135147	32411765	15451324	

Source : notice d'information de sonelgaz.2008