

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المدرسة العليا للتجارة - الجزائر-

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية
تخصص: مالية

الموضوع:

عرض الأوراق المالية كأداة لتمويل المؤسسات الاقتصادية
بالجزائر

دراسة حالة مؤسسة آيانس للتأمينات

تحت إشراف الأستاذ:
براق محمد
أستاذ بالمدرسة العليا للتجارة - الجزائر-

من إعداد الطالب:
• كروش نورالدين

السنة الجامعية: 2011-2012.

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المدرسة العليا للتجارة - الجزائر-

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية
تخصص: مالية

الموضوع:

عرض الأوراق المالية كأداة لتمويل المؤسسات الاقتصادية
بالجزائر

دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات

تحت إشراف الأستاذ:
براق محمد
أستاذ بالمدرسة العليا للتجارة - الجزائر-

من إعداد الطالب:
• كروش نورالدين

السنة الجامعية: 2011-2012.

الإنسان

لَقَدْ صَدَّقَ الْقَاضِي الْفَاضِلُ عَبْدُ الرَّحِيمِ بْنِ عَلِي
الْبَيْسَانِي لَمَّا قَالَ:

" إِنِّي رَأَيْتُ أَنَّهُ لَا يَكْتُبُ إِنْسَانَ كِتَابًا فِي يَوْمِهِ؛
إِلَّا قَالَ فِي غَدِهِ: لَوْ غُيِّرَ هَذَا لَكَانَ أَحْسَنَ، وَلَوْ
زِيدَ كَذَا لَكَانَ يُسْتَحْسَنُ، وَلَوْ قُدِّمَ هَذَا لَكَانَ أَفْضَلَ،
وَلَوْ تُرِكَ هَذَا لَكَانَ أَجْمَلَ. هَذَا مِنْ أَعْظَمِ الْعِبَرِ،
وَهُوَ دَلِيلٌ عَلَى اسْتِيْلَاءِ النَّقْصِ عَلَى جُمْلَةِ
الْبَشَرِ".

شكر وفضل

الحمد لله رب العالمين بديع السموات والأرض إذا قضى أمرا فإنما يقول له كن فيكون، أحمده على نِعَمائه وأفضاله، وأشكره على جزييل عطائه وامْتِنانه، له الحمد في الأولى والآخرة، اللهم لا نحصي ثناء عليك أنت كما أثنيت على نفسك، ثم الشكر إلى من أسدى إليّ من عباده معروفا عملا بقول رسوله عليه أفضل الصلاة والسلام: "لا يشكر الله من لا يشكر الناس"، وأخص بالشكر الجزيل أستاذي الفاضل الدكتور / براق محمد، المشرف على هذه المذكرة والذي كان لتوجيهه ورقي تعامله ورفعة أخلاقه أبلغ الأثر في نفسي فكان ذلك دافعا لي للاستمرار في بذل المزيد من الجهد حتى منّ الله عليّ بإتمام هذه المذكرة، ثم الشكر موصولا إلى الأساتذة والباحثين الذين أمدوني بأرائهم ومقترحاتهم التي أسهمت في إنجاز هذه المذكرة بهذا الشكل، كما أتقدم بالشكر إلى كل من ساهم أو شارك في تسهيل الطريق إلى ذلك.

مع جزييل الشكر والعرفان لكل من ساهم في هذا البحث من قريب أو بعيد.

إهداء

إلى من أوصى الله بهما خيرا إلى أمي و أبي

إلى كل أفراد العائلة

إلى كل الأهل والأقارب

إلى كل الأصدقاء والزملاء

جميعا بأسمى معاني التقدير والإخلاص

فهرس المحتويات

I.....	فهرس المحتويات
VII.....	قائمة الجداول
IX.....	قائمة الأشكال
X.....	قائمة الملاحق
XI.....	ملخص المذكرة
أز.....	المقدمة العامة
1.....	الفصل الأول: التمويل والسوق المالية
2.....	المبحث الأول: ماهية التمويل وصيغه
2.....	المطلب الأول: مفهوم التمويل، أهميته وأنواعه
2.....	1- تعريف التمويل
4.....	2- أهمية التمويل بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية
4.....	3- أنواع التمويل
5.....	المطلب الثاني: صيغ التمويل المتاحة للمؤسسة
6.....	1- مصادر التمويلات المباشرة
8.....	2- مصادر التمويلات غير المباشرة
9.....	المطلب الثالث: العوامل المحددة لاختيار مصدر التمويل المناسب
9.....	1- القيود الخاصة بالتوازن المالي
10.....	2- تعظيم المردودية المالية للمؤسسة: أثر الرافعة المالية
10.....	3- تكلفة مصادر التمويل
11.....	4- التوقيت
11.....	المبحث الثاني: ماهية السوق المالية
12.....	المطلب الأول: السوق المالية، هيكلها ووظائفها
12.....	1- تعريف السوق المالية
13.....	2- هيكل السوق المالية
15.....	3- وظائف السوق المالية
17.....	المطلب الثاني: قواعد وآليات التعامل في السوق المالية
17.....	1- الأطراف المتدخلة في السوق المالية
19.....	2- عمليات السوق المالية
20.....	3- أوامر البورصة

20.....	المطلب الثالث: مؤشرات السوق المالية
21.....	1- تعريف المؤشر
21.....	2- أنواع المؤشرات
21.....	3- استخدامات المؤشرات
21.....	4- مراحل بناء المؤشرات
22.....	المبحث الثالث: التمويل عن طرق القروض السندية
23.....	المطلب الأول: ماهية السندات وأنواعها
23.....	1- تعريف السندات
23.....	2- أنواع السندات
26.....	3- عناصر عقد القرض السندي
27.....	المطلب الثاني: تنظيم، إصدار واهتلاك القروض السندية
27.....	1- تعريف القرض السندي
27.....	2- الشروط القانونية لإصدار القرض السندي وتنظيمه
30.....	3- طرق اهتلاك القرض السندي
31.....	المطلب الثالث: تكلفة التمويل عن طريق القرض السندي
31.....	1- تسعير السندات في سوق الأوراق المالية
32.....	2- معدلات العائد على السندات
33.....	3- التكلفة الحقيقية أو الفعلية للقرض السندي
33.....	4- إيجابيات وسلبيات التمويل بالقرض السندي
35.....	المبحث الرابع: التمويل برفع وفتح رأس المال
35.....	المطلب الأول: الأسهم، أنواعها وخصائصها
36.....	1- تعريف الأسهم
36.....	2- أنواع الأسهم وامتيازاتها
39.....	3- العائد على الأسهم
39.....	4- العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم
40.....	المطلب الثاني: الدخول إلى البورصة
41.....	1- تعريف، أهداف، مزايا ومساوى عملية الدخول إلى البورصة
43.....	2- طرق، إجراءات وتكاليف إصدار الأسهم
45.....	المطلب الثالث: تقييم المؤسسات وسعر الدخول إلى البورصة
45.....	1- تقييم المؤسسة ماهيته وأهميته من أجل عملية الدخول إلى البورصة
46.....	2- مختلف طرق تقييم المؤسسات

- 3- سعر الدخول إلى البورصة وظاهرة تخفيضه.....49
- 52..... خلاصة الفصل الأول**
- 53..... الفصل الثاني: تمويل المؤسسات الجزائرية عن طريق البورصة**
- 54..... المبحث الأول: تقديم عام للسوق المالية في الجزائر**
- 54..... **المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر، تنظيمها، أهدافها وأهميتها**
- 54..... 1- مراحل إنشاء بورصة الجزائر
- 55..... 2- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية بالجزائر
- 58..... 3- دور السوق المالية في الجزائر
- 59..... 4- أقسام بورصة الجزائر
- 59..... 5- طريقة التسعير في بورصة الجزائر
- 60..... **المطلب الثاني: الدخول إلى بورصة الجزائر: الشروط، الأهداف والفوائد**
- 60..... 1- شروط القيد في بورصة الجزائر
- 61..... 2- مراحل وإجراءات القيد في بورصة الجزائر
- 65..... 3- الأهداف والفوائد من الدخول إلى بورصة الجزائر
- 65..... **المطلب الثالث: وضعية بورصة الجزائر بالأرقام**
- 65..... 1- التفاوض في بورصة الجزائر
- 67..... 2- الرسملة البورصية
- 69..... المبحث الثاني: التمويل عن طريق القرض السندي في الجزائر**
- 69..... **المطلب الأول: القرض السندي لمؤسسة اتصالات الجزائر Algérie Télécom**
- 70..... 1- تقديم عام لمؤسسة اتصالات الجزائر
- 71..... 2- الوضعية المالية لمؤسسة اتصالات الجزائر قبيل الإصدار
- 72..... 3- خصائص ومميزات القرض السندي لمؤسسة اتصالات الجزائر
- 73..... 4- تداول سند اتصالات الجزائر في بورصة الجزائر
- 74..... 5- تكلفة التمويل بالقرض السندي ومعدل المردودية
- 76..... 6- تسعير سند اتصالات الجزائر في بورصة الجزائر
- 77..... **المطلب الثاني: القرض السندي لمؤسسة سونلغاز Sonegaz**
- 77..... 1- تقديم عام لمؤسسة سونلغاز
- 78..... 2- الوضعية المالية لمؤسسة سونلغاز
- 79..... 3- خصائص ومميزات القرض السندي لمؤسسة سونلغاز
- 80..... 4- تداول سند سونلغاز في بورصة الجزائر
- 81..... 5- تكلفة التمويل بالقرض السندي ومعدل المردودية

- 6- تسعير سندات سونلغاز في بورصة الجزائر 83
- المطلب الثالث: القرض السندي لمؤسسة دحلي DAHLI 84
- 1- تقديم عام لمؤسسة دحلي 84
- 2- الوضعية المالية لمؤسسة دحلي قبيل الإصدار 85
- 3- خصائص ومميزات القرض السندي لمؤسسة دحلي 86
- 4- تداول سند دحلي في بورصة الجزائر 87
- 5- تكلفة التمويل بالقرض السندي ومعدل المردودية 88
- 6- تسعير سند دحلي في بورصة الجزائر 89
- المبحث الثالث: التمويل عن طريق فتح ورفع رأس المال في الجزائر 90**
- المطلب الأول: عملية رفع رأس المال لمؤسسة الرياض سطيف 91
- 1- تقديم عام لمؤسسة الرياض سطيف 91
- 2- تقييم مؤسسة الرياض سطيف وتحديد سعر الدخول إلى البورصة 93
- 3- دخول سهم الرياض السطيف إلى البورصة 94
- المطلب الثاني: عملية فتح رأس المال لشركة صيدال 97
- 1- تقديم عام لمجمع صيدال 98
- 2- تقييم مجمع صيدال وتحديد سعر الدخول إلى البورصة 99
- 3- دخول مجموعة صيدال إلى البورصة 100
- المطلب الثالث: عملية فتح رأس المال لشركة تسيير نزل الأوراسي 102
- 1- تقديم عام لشركة تسيير نزل الأوراسي 102
- 2- تقييم شركة تسيير نزل الأوراسي وتحديد سعر الدخول إلى البورصة 103
- 3- دخول شركة تسيير نزل الأوراسي 105
- 108..... خلاصة الفصل الثاني**
- الفصل الثالث: دراسة عملية رفع رأس المال لمؤسسة آليانس للتأمينات من خلال النداء العلني للادخار**
- 110.....**
- المبحث الأول: تقديم عام لسوق التأمينات في الجزائر ومؤسسة آليانس للتأمينات 111**
- المطلب الأول: تقديم عام لسوق التأمينات في الجزائر 111
- 1- تاريخ سوق التأمينات في الجزائر 111
- 2- مؤسسات التأمين الناشطة في السوق الجزائرية 113
- 3- سوق التأمينات الجزائري بالأرقام 114
- المطلب الثاني: تقديم عام لمؤسسة آليانس للتأمينات 118
- 1- نشأة وتاريخ مؤسسة آليانس للتأمينات 118

119	2- الهيكل التنظيمي لمؤسسة أليانس للتأمينات
120	3- السوق الحالية والمستقبلية لمؤسسة أليانس
121	المطلب الثالث: مؤسسة أليانس للتأمينات بالأرقام
121	1- شبكة أليانس للتأمينات عبر التراب الوطني
122	2- المنح المصدرة وتوزيعها
124	3- عدد وتركيبية العمال في المؤسسة
125	4- مساهمة مؤسسة أليانس للتأمينات في باقي المؤسسات
125	المبحث الثاني: الوضعية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات وسعر الدخول إلى البورصة
126	المطلب الأول: تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة أليانس للتأمينات
126	1- تطور عناصر الميزانية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009
131	2- تطور عناصر جدول حسابات النتائج خلال الفترة 2006-2009
133	3- دراسة الوضعية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009
137	المطلب الثاني: تقييم مؤسسة أليانس للتأمينات وسعر الدخول إلى البورصة
137	1- الأصول المحاسبية الصافية المصححة
138	2- القيمة المحاسبية التقديرية
138	3- قيمة السهم باستعمال التدفقات النقدية (Free Cash-flows)
140	4- تقييم المؤسسة وفق طريقة الموجودات (méthode Patrimoniale)
140	5- قيمة المؤسسة حسب طريقة المقارنة ومضاعف السوق
140	6- سعر الدخول الرسمي إلى البورصة
141	المبحث الثالث: عرض نتائج عملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات
141	المطلب الأول: تقديم عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات
142	1- قرار مجلس الإدارة برفع رأس المال عن طريق اللجوء إلى الادخار العلني
142	2- خصائص عملية رفع رأس المال
143	3- التقسيم الأولي للعرض
145	4- معالجة طلبات الاكتتاب
145	المطلب الثاني: نتائج عملية رفع رأس المال
145	1- التقسيم النهائي لعملية الاكتتاب
147	2- الاكتتاب والتخصيص حسب الولايات
150	المطلب الثالث: حجم الأموال المرفوعة واستخداماتها
150	1- الناتج الخام، تكاليف العملية والناتج الصافي لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات
152	2- استعمالات الأموال المرفوعة من عملية رفع رأس المال

153.....	خلاصة الفصل الثالث
154.....	الخاتمة العامة
164 -160.....	قائمة المراجع
xli -i.....	الملاحق

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
1	ميزانية التفاوض في البورصة خلال الفترة 1999-2010	66
2	الرسمة البورصية لبورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2010	68
3	الميزانية المالية لمؤسسة اتصالات الجزائر لسنوات 2003-2005	71
4	أهم المجاميع المالية لمؤسسة اتصالات الجزائر	71
5	نسبة الاكتتاب في القرض السندي لاتصالات الجزائر	73
6	تداول سند اتصالات الجزائر في البورصة	73
7	تغيرات سعر الفائدة الاسمي والحقيقي على سندات اتصالات الجزائر	74
8	تغيرات سعر سند اتصالات الجزائر للفترة 2006-2010	76
9	الميزانية المالية لمؤسسة سونلغاز لسنوات 2005-2007	78
10	أهم المجاميع المالية لمؤسسة سونلغاز	78
11	تداول سندات سونلغاز في بورصة الجزائر	80
12	تغيرات سعر الفائدة الاسمي والحقيقي على سندات سونلغاز	81
13	تغيرات سعر سند سونلغاز خلال الفترة 2008-2010	83
14	الميزانية المالية لمؤسسة دحلي الجزائر لسنوات 2005-2007	84
15	أهم المجاميع المالية لمؤسسة دحلي	85
16	تداول سندات دحلي في بورصة الجزائر	87
17	تغيرات سعر الفائدة الاسمي والحقيقي على سندات دحلي	88
18	تغيرات سعر سند دحلي خلال الفترة 2009-2010	89
19	توزيع أسهم مجمع الرياض سطيف حسب صناديق المساهمة	91
20	عدد أسهم صناديق المساهمة ونسبتها في مجمع الرياض سطيف	92
21	هيكل رأس مال مجمع الرياض سطيف في 1999/12/31	95
22	تسعير سهم الرياض سطيف في بورصة الجزائر	95
23	القيمة المحاسبية لنزل الأوراسي	98
24	نتائج العرض العمومي للبيع لفندق الأوراسي	100
25	تسعير سهم الأوراسي في بورصة الجزائر	100
26	نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال	105
27	تسعير سهم مجمع صيدال في بورصة الجزائر	105
28	التعويضات حسب كل مؤسسة ما بين 2009 و 2010	115
29	توزيع الإنتاج التأميني في الجزائر حسب الفرع خلال الفترة 2006-2007	116

118	تطور راس مال مؤسسات التأمين في الجزائر بين 2009 و2010	30
122	المنحة المصدرة حسب نوع الوكالة لسنوات 2006-2009	31
123	رقم أعمال مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2007-2009	32
124	تقسيم رقم أعمال المؤسسة حسب فروع التأمين خلال الفترة 2006-2009	33
125	تطور عدد عمال المؤسسة خلال الفترة 2007-2009	34
127	تطور عنصر الأصول لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009	35
128	تطور عناصر الاستثمارات خلال الفترة 2006-2009	36
130	تطور حقوق مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009	37
131	تطور خصوم مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009	38
133	تطور جدول حسابات النتائج لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009	39
134	الميزانية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2007-2009	40
138	الأصول المحاسبية الصافية لمؤسسة أليانس للتأمينات	41
139	الأصول الصافية التقديرية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2010-2015	42
140	التدفقات النقدية المستحقة خلال الفترة 2010-2015	43
142	سعر الدخول الرسمي الى البورصة من طرف أليانس للتأمينات	44
147	تقسيم عملية الاكتتاب في أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات	45
148	توزيع الاكتتاب على مختلف ولايات الوطن	46
151	النتائج الخام لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات	47

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
67	تطور قيمة التداول في البورصة خلال الفترة 1999-2011	1
68	تطور الرسملة البورصية خلال الفترة 1999-2010	2
73	تداول سند اتصالات الجزائر في البورصة ما بين 2006 و2010	3
75	تغيرات سعر الفائدة الاسمي والحقيقي لسند اتصالات الجزائر	4
76	سعر سند اتصالات الجزائر خلال الفترة 2006-2010	5
80	تداول سند سونلغاز في البورصة خلال الفترة 2008-2010	6
82	تغيرات سعر الفائدة الاسمي والحقيقي لسند سونلغاز	7
83	سعر سند سونلغاز في البورصة خلال الفترة 2008-2010	8
88	تغيرات سعر الفائدة الاسمي والحقيقي لسند دحلي	9
90	سعر سند دحلي في البورصة خلال الفترة 2009-2010	10
96	سعر سهم الرياض سطيف في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2006	11
101	سعر سهم الأوراسي في البورصة خلال الفترة 2000-2010	12
106	سهم صيدال في البورصة خلال الفترة 1999-2010	13
121	الهيكل التنظيمي لمؤسسة أليانس للتأمينات	14
123	توزيع المنح المقدمة بالقيمة (دج) حسب نوع الوكالة خلال الفترة 2006-2009	15
124	رقم أعمال أليانس للتأمينات حسب كل فرع خلال الفترة 2006-2009	16
147	النسب النهائية والأولية لتقسيم الاكتتاب في أسهم أليانس للتأمينات	17
150	نسبة الاكتتاب عبر مختلف ولايات الوطن في أسهم أليانس للتأمينات	18

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	رقم الملحق
i- ii	الإثباتات التجريبية لظاهرة تخفيض السعر عند الدخول إلى السوق المالية	1
iii- v	الميزانيات المحاسبية وجدول حسابات النتائج لمؤسسة اتصالات الجزائر خلال الفترة 2003-2005.	2
vi- viii	الملحق رقم (03): الميزانيات المحاسبية وجدول حساب النتائج لمؤسسة سونلغاز خلال الفترة 2004-2007	3
ix- xi	الملحق رقم (04): الميزانيات المحاسبية وجدول حساب النتائج لمؤسسة دحلي خلال الفترة 2005-2008	4
xii- xli	الملحق رقم (05): أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2010.	5

الملخص

تعتبر الوظيفة التمويلية من بين أهم الوظائف على مستوى المؤسسة، وذلك لما تمثله الأموال من أهمية بالغة في مختلف مراحل نشاط المؤسسة، حيث يسعى المسير المالي للمؤسسة إلى ضمان توفير الأموال اللازمة، وفق الآجال والمواعيد التي تخدم المؤسسة، وبالتكلفة التي تسمح لها بتحقيق نتائج إيجابية على المدى القصير، المتوسط والطويل.

ولتلبية الحاجيات المالية للمؤسسة، تتاح أمام المسير المالي عدة صيغ ومصادر تمكنه من تحصيل الأموال، إما بالاعتماد على مصادر داخلية أو خارجية، قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، وبالاعتماد على وسيط مالي (بنك) أو من دون تدخل الوسيط (سوق الأوراق المالية). وهنا يكون تحديد الخيار الأمثل من بين أولويات المسير المالي.

تلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية للدول التي تنتهج الاقتصاد الرأسمالي، إذ تعتبر كمصدر من مصادر التمويل المباشر للاقتصاد بشكل عام وللمؤسسات الاقتصادية بشكل خاص، وذلك عن طريق توظيف واستعمال الأموال والمدخرات الفائضة عن حاجيات بعض الشركات أو الأفراد في فترة من الزمن في شراء أوراق مالية عن طريق البورصة.

وتعد القروض السندية من بين أهم وسائل التمويل التي تتيحها سوق الأوراق المالية أمام المؤسسات الاقتصادية، حيث تعتبر من الأشكال الخاصة للقروض متوسطة وطويلة الأجل، تتم من خلال الإصدار العام لأصول متداولة تسمى السند، وهي تمثل مديونية للمؤسسة المصدرة. ويتم توظيف هذه الأصول في السوق المالية عن طريق وسيط البنك.

إضافة إلى السندات، تتيح سوق الأوراق المالية مصدراً آخر لتمويل المؤسسات الاقتصادية، ليس عن طريق الاستدانة كما في حالة القرض السندي، ولكن هذه المرة من خلال حقوق الملكية المتمثلة في إصدار الأسهم.

حيث يمكن للمؤسسات الاقتصادية، ومن أجل تمويل أنشطتها أو نموها وتوسعها في مجالات أخرى، أن تلجأ إلى فتح أو رفع رأس مالها بالاستعانة بمسثمرين من خارج المؤسسة من خلال توجيه نداء للاكتتاب العام في السوق المالية. حيث يعتبر هذا الأسلوب التمويلي من بين أهم مصادر التمويل طويلة الأجل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: التمويل، سوق الأوراق المالية، القروض السندية، تكلفة التمويل، فتح ورفع رأس المال، تقييم المؤسسات، النداء العام للائحة.

Résumé

La fonction financière est considérée comme l'une des importantes fonctions au niveau de l'entreprise.

La monnaie à une importance primordiale dans les différentes étapes d'activité de l'entreprise.

Le gestionnaire financier à pour objectif d'assurer la disponibilité de la liquidité dans les délais et les moments pertinents, pour l'entreprise et aussi au cout, qui le permet de réaliser des attentes.

Afin de répondre aux besoins financiers de l'entreprise, le gestionnaire financier se trouve plusieurs modes de financements, soit en utilisant des sources internes ou externes ; à court, moyen ou long terme, soit par un intermédiaire financier ou bien sans intervenante (le marché financier). Ce qui implique le gestionnaire financier dans plusieurs alternatives et son rôle serait de choisir l'optimale.

Le marché financier , et pour un rôle important dans la vie économique des pays capitaliste, est considéré comme l'une des sources de financement directe pour l'économie d'une façon générale, et pour l'entreprise d'une façon précise , par l'utilisation de l'argent et les épargnes excédantes pour acquérir des titres financiers dans la bourse.

Les emprunts obligataires sont les plus importantes modes de financement présentés par le marché financier pour l'entreprise économique, ils présument un modèle spécifique des crédits de moyen et long terme, par l'émission publique des titres obligataires qui présentent une dette pour l'entreprise émettrice, ces titres sont négociés au niveau de la bourse.

Le marché financier offre d'autres sources de financement, non par l'endettement (emprunt obligataire), mais par l'émission des actions (droit de propriété), qui permet à l'entreprise économique de financer, accroître et diversifier son activité en fonction de l'ouverture ou augmentation de leur capital , par l'appel publique à l' épargne. Ce mode de financement est considéré comme le plus important mode de financement à long terme pour les entreprises économiques.

Mots clés : financement, marché financière, emprunts obligataires, coût de financement, augmentation et ouverture du capital, l'évaluation des entreprises, appelle publique à l'épargne

المقدمة العامة

المقدمة العامة

تحتاج المؤسسات الاقتصادية إلى التمويل قبل وبعد تأسيسها وخلال مختلف مراحل نموها، من أجل ضمان السير الحسن لمختلف وظائفها وتأدية المهام الأساسية التي أنشئت لأجلها، والتي تتمثل في العمل على تقديم منتجات وخدمات ذات جودة عالية، وبدرجة تنافسية مرتفعة خدمة للزبائن بالدرجة الأولى وضمنا لتقدم وتطور الاقتصاد الوطني ثانياً.

وتعتبر مهمة توفير مصادر التمويل من المهام الصعبة والواجب التعامل معها بحذر، خاصة في ظل ندرة الأموال وتعدد بدائل ومصادر الحصول عليها والتي تتميز بتفاوت تكلفة كل مصدر ودرجة مخاطره، ولقيام المؤسسة بتمويل دورتي الاستغلال والاستثمار على حد سواء، يتطلب الأمر تحديد واختيار البديل الأمثل لتمويل المؤسسة. يعتبر التمويل الداخلي من بين أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسات، حيث تستعمل طاقة التمويل الذاتي والأرباح المحتجزة لتمويل استثماراتها، أي أنها تقوم باستعمال احتياطياتها كلياً أو جزئياً من أجل توفير تمويل يتناسب واحتياجاتها وإمكاناتها.

إلا أنه وفي أغلب الحالات تكون قيمة احتياجات المؤسسة أكبر من طاقتها التمويلية الداخلية- الذاتية- الأمر الذي يحتم عليها اللجوء إلى مصادر تمويل أخرى من أجل سد النقص وتجسيد توسيع المشاريع الاستثمارية الخاصة بها، وهنا تكون المؤسسة أمام خيارين تمويليين، إما عن طريق الأموال الخاصة، أو عن طريق الاقتراض. حيث تقوم وفق الخيار الأول برفع رأس مالها عن طريق إصدار أسهم جديدة للاكتتاب العام في الأسواق المالية، وفي الحالة الثانية تلجأ المؤسسة إلى أموال خارجية من أجل ضمان تمويلها عن طريق المفاضلة ما بين القرض البنكي أو طرح سندات في سوق الأوراق المالية.

تقوم المؤسسة بالمفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية المتاحة أمامها بالاعتماد على عدة مؤشرات تتمثل غالباً في التكلفة، المدة الزمنية والمخاطرة التي تصحب كل بديل على حدة، ففي حالة التمويل المتوسط والطويل الأجل تتجه المؤسسات نحو التمويل عن طريق السوق المالية، إما بإصدار أسهم و/أو سندات، وهذا نتيجة المزايا التي يتيحها هذا البديل التمويلي خاصة من حيث التكلفة.

1- أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى إدراك جملة من الأهداف يمكن ترتيبها كما يلي:

- عرض مختلف البدائل التمويلية الموجهة لتنمية وتطوير المؤسسات الاقتصادية التي توفرها سوق الأوراق المالية.

- عرض المزايا التي تتيحها مختلف الأوراق المالية (الأسهم، السندات، ... إلخ) الموجهة لتمويل المؤسسات الاقتصادية سواء من حيث التكلفة، الزمن، ... إلخ.

- تسليط الضوء ومحاولة تقييم تجربة الدخول للبورصة لمؤسسة آليانس للتأمينات ALLIANCE ASSURANCES، والتي تعد أول مؤسسة اقتصادية جزائرية خاصة تطرح أسهما للاكتتاب العام.
- تسليط الضوء على مختلف البدائل التمويلية المتاحة من قبل بورصة الجزائر، وكذا التعرض إلى أهم ميزاتهما من حيث تكلفة التمويل والمخاطرة وكذا مدى ملاءمتها للمؤسسات الجزائرية.
- وكذلك محاولة معرفة أسباب عزوف المؤسسات الجزائرية سواء كانت عمومية أو خاصة عن الدخول إلى البورصة التي تعتبر من بين أهم مصادر التمويل طويل الأجل المتاحة للمؤسسة.

2- أهمية الدراسة

تكتسي وظيفة التمويل أهمية قصوى في المؤسسة، وذلك لكونها مصدر تجميع للأموال لمباشرة مختلف وظائف المؤسسة الاستغلالية منها والاستثمارية. وعليه، جاء هذا البحث لتسليط الضوء على مختلف صيغ التمويل المتاحة من قبل البورصة. وكذا أهمية هذه الأخيرة في سد حاجيات المؤسسة التمويلية. ومدى ملاءمتها لطبيعة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من جهة وللاقتصاد الوطني من جهة ثانية.

3- إشكالية الدراسة

ومن خلال العرض السابق يمكن طرح السؤال الرئيس الموالي: ما مدى مساهمة الدخول إلى البورصة في توفير تمويل مناسب للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية بصفة عامة ولمؤسسة آليانس للتأمينات ALLIANCE ASSURANCES بصفة خاصة؟

وبغية تبسيط السؤال الرئيس يمكن طرح الأسئلة الفرعية الآتية:

- تعتبر البورصة مؤشر نجاح وراثي للاقتصاد الوطني، كيف ذلك؟
- رغم اختلاف صيغ التمويل إلا أنه يعد وظيفة متلازمة مع مختلف مراحل دورة حياة المؤسسة، ففيما تكمن أهميته؟
- كيف يمكن تمويل حاجيات المؤسسة عن طريق سوق الأوراق المالية؟
- كيف تمول بورصة الجزائر المؤسسات الاقتصادية؟ وما مدى فعالية عملية الاكتتاب التي قامت بها مؤسسة آليانس للتأمينات ALLIANCE ASSURANCES باعتبارها أول مؤسسة جزائرية خاصة تطرح أسهما للتداول العام في بورصة الجزائر؟

4- الفرضيات

وللإجابة عن السؤال الرئيس والأسئلة الفرعية يمكن طرح الفرضية الرئيسة والفرضيات الجزئية الآتية:

4-1- الفرضية العامة

توفر سوق الأوراق المالية عدة فرص وبدائل لتمويل المؤسسات الاقتصادية، سواء من خلال القروض السندية أو من خلال رفع رأس المال، إلا أن المؤسسات الجزائرية لا تحبذ هذا النوع من التمويل نظرا لعدم كفاءة بورصة الجزائر، وهذا ربما ما يفسر العدد القليل والمحدود من المؤسسات المشاركة في بورصة الجزائر.

4-2- الفرضيات الجزئية

كما يمكن عرض مجموعة من الفرضيات الجزئية كما يلي:

- تعتبر البورصة مساحة يتم من خلالها تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات، حيث تعمل على تعبئة الادخار وتنشيط الاقتصاد المحلي من خلال مختلف الوظائف التي تقوم بها.
- تحتاج المؤسسات باختلاف أنواعها إلى الأموال في كل مراحل نموها، إما من أجل تمويل دورة الاستغلال أو الاستثمار، وتختلف مصادر الحصول على هذه الأموال من مؤسسة لأخرى اعتمادا على عدة معايير للاختيار، سواء الاعتماد على مصادر تمويل داخلية (طاقة التمويل الذاتي، الأرباح المحتجزة،... الخ) أو خارجية (البنوك، سوق الأوراق المالية،... الخ).
- تسمح سوق الأوراق المالية بتوفير عدة فرص لتمويل المؤسسات، والتي تمكنها من تخفيض تكلفة التمويل مقارنة بالبدائل الأخرى، ومن بينها الاعتماد على رفع رأس مال المؤسسة والقروض السندية.
- يعكس الركود الذي تتميز به بورصة الجزائر سواء في السوق الأولية (سوق الإصدار)، أو السوق الثانوية (سوق التداول) ضعف الإقبال على هذا النوع من التمويل في الجزائر.

5- أسباب اختيار الموضوع

ينبع هذا البحث من عدة مبررات موضوعية وذاتية، دفعت للبحث في هذا الموضوع وأهم هذه المبررات ما يلي:

- تتميز سوق الأوراق المالية في الجزائر بالحدثة، حيث لم يرق إلى ما كان متوقعا منه خاصة من حيث تعبئة الادخار العام وإعادة توجيهه إلى المؤسسات ذات العجز التمويلي، وعليه جاءت هذه الدراسة من أجل تسليط الضوء على أسباب عزوف المؤسسات عن هذا البديل التمويلي، ومحاولة طرح بعض الحلول التي من شأنها إعطاء حركية تساهم في لعب البورصة الجزائرية الدور المحوري الذي أنشئت من أجله.

- قلة الدراسات والبحوث التي تناولت سوق الأوراق المالية كبديل تمويلي يمكن أن يوفر موارد ضخمة من شأنها المساهمة في تنمية وتطوير المؤسسة بصفة خاصة وإنعاش الاقتصاد الوطني بصفة عامة.

- الاهتمام الشخصي بالبحث في مجال الأسواق المالية بصفة عامة، والذي يعتبر من بين المجالات ذات الأهمية في الاختصاص المدروس (مالية).

6- الدراسات السابقة

من خلال التتبع والاستقراء النظري تبين أن هناك مجموعة من الدراسات التي اهتمت بموضوع التمويل والسوق المالية، ويمكن ذكر جزء منها فيما يلي:

✓ دراسة الطالب: رحموني سمير (المدرسة العليا للتجارة 2002-2003)، مذكرة ماجستير، مقدمة بعنوان "عرض الأوراق المالية في سوق بورصة الجزائر L'OFFRES DES TITRES FINANCIERS SUR LE MARCHE BOURSIER ALGERIEN". تبرز هذه الدراسة عملية الدخول إلى بورصة الجزائر من خلال طرح أسهم للاكتتاب العام وهذا في إطار خصوصية المؤسسات العمومية. وكان من بين أهم نتائجها ما يلي:

- عملية الدخول إلى البورصة تسمح بإضفاء ديناميكية أكبر على السوق المالية، وهو ما يضمن تجدد البورصة من حيث المستثمرين والأوراق المالية المتداولة.

- أهم النظريات المفسرة للدخول إلى البورصة حديثة وهي تهتم أكثر بالأسواق المالية المتطورة، ومن بين أهم هذه التفسيرات هو تنوع مصادر التمويل، مراقبة المسيرين وتعظيم دخل المؤسسة.

- انخفاض محسوس في مردودية الأموال الخاصة بعد الدخول إلى البورصة.

- من بين أهم أسباب عزوف المؤسسات الخاصة عن الدخول إلى بورصة الجزائر هو العدد المحدود من المؤسسات المتواجدة بالسوق، غياب الثقة في المؤسسات البورصية، الخطر السياسي، غياب الثقافة البورصية في أوساط المستثمرين والمواطنين الجزائريين، الشفافية، الخطر الضريبي والمنافسة.

✓ دراسة الطالب : حداد سوهيلة (المدرسة العليا للتجارة 2002-2003)، مذكرة ماجستير، مقدمة بعنوان: "دور السوق المالي في تمويل المؤسسات - دراسة حالة الجزائر- LE ROLE DU MARCHE FINANCIER DANS LE FINANCEMENT DES ENTERPRISES CAS DE L'ALGERIE". كانت الدراسة تهدف إبراز الدور الذي يلعبه السوق المالية في تمويل المؤسسات. وكان من بين أهم نتائجها ما يلي:

- يسمح السوق المالية بتحديد سعر أسهم المؤسسات المنخرطة فيها، وبالتالي تمكن البورصة من التقييم الجيد للمؤسسة، مع العلم أن هذا السعر يعكس فعالية هذه الأخيرة.

- يسمح التمويل عن طريق البورصة للمستثمرين من تعظيم توظيفاتهم المالية، وكذلك المشاركة في النشاط الاقتصادي واتخاذ القرار.

- وجود قطاع بنكي فعال يعد من الشروط الضرورية لتطوير السوق المالية.

- السوق المالية في الجزائر في وضعية بدائية، إلا أن دخول أربع مؤسسات للبورصة سمح بزيادة سيولة هذه السوق.

7- حدود الدراسة

يمكن تحديد مجال وحدود البحث بالأبعاد الثلاثة الآتية:

7-1- الحدود العلمية للموضوع

هذه الدراسة تحاول الربط بين موضوع تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وعملية عرض الأوراق المالية في بورصة الجزائر، من خلال تحديد المفاهيم المتعلقة بكل من السوق المالية، عرض الأسهم والسندات في البورصة وتمويل المؤسسات. حيث مع تنامي الاحتياجات المالية للمؤسسة وارتفاع تكلفة التمويل التقليدي (القروض البنكية) لجأت المؤسسات إلى طرح أوراق مالية من خلال الدخول إلى البورصة إما بعرض أسهم أو سندات أو كليهما معا.

7-2- البعد الزمني

تمتد فترة الدراسة من تاريخ نشأة بورصة الجزائر أي بداية سنوات التسعينيات، والى غاية نهاية سنة 2010. حيث سيتم تناول نشأة وتطور بورصة الجزائر، وكذا عمليات الاكتتاب العام التي قامت بها مختلف المؤسسات الجزائرية العامة منها والخاصة.

7-3- البعد المكاني

سيتم التركيز في هذه الدراسة على دراسة تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق عرض الأوراق المالية في الجزائر فقط، حيث سيتم التطرق إلى وضعية بورصة الجزائر وكذا العمليات التمويلية التي تمت منذ نشأة هذه الأخيرة والى غاية عملية الاكتتاب العام الذي قامت به مؤسسة أليانس للتأمينات ALLIANCE ASSURANCES.

8- منهج البحث

تقتضي طبيعة البحث المزاوجة ما بين المنهج الوصفي من خلال الجانب النظري، حيث سيتم عرض التعاريف المتعلقة بالتمويل ومختلف صيغته، وكذا المفاهيم المتعلقة بالبورصة ومختلف البدائل التمويلية التي تتيحها. والمنهج التحليلي من خلال عرض واقع استخدام هذه الوسائل التمويلية (الأسهم والسندات) من طرف المؤسسات الجزائرية، وتشخيص ميزاتها ونقائصها. في حين سوف يتم الاعتماد على منهج دراسة الحالة في محاولة لتقييم عملية الاكتتاب الذي قامت به مؤسسة أليانس للتأمينات باعتبارها أول مؤسسة اقتصادية خاصة في الجزائر تدخل البورصة.

9- خطة العمل

لمعالجة الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة وتحقيق الأهداف سالفة الذكر، سيتم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، يخصص الفصل الأول لمعالجة الجانب النظري للموضوع، حيث سيتم تجزئته إلى أربعة مباحث، سيتناول الأول منها المفاهيم الخاصة بالتمويل ومختلف صيغته وكذا أهميته ودوره في مختلف مراحل حياة المؤسسة. أما المبحث الثاني فخصص لمعالجة وعرض المفاهيم والتعاريف المتعلقة بالسوق المالية والبورصة ودورها وأهميتها في الاقتصاد بشكل عام، وفي جمع وتعبئة الادخار بشكل خاص، وكذا عرض مختلف الأوراق المالية التي يتم تداولها وتستهمل بغرض جمع وتحصيل تمويل طويل الأجل للمؤسسات. في حين سيعرض المبحث الثالث التمويل عن طريق السندات، من خلال تقديم شامل لمختلف أنواع السندات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وكذا دورها وأهميتها في تمويل المؤسسات، وتأثيرها على هيكل رأس المال، كما سيتم التطرق إلى تكلفة التمويل بالنسبة للمؤسسة وفق هذا الخيار، وكذا العائد المتحصل عليه بالنسبة لحاملها. أما المبحث الرابع والأخير فسيخصص لمعالجة التمويل عن طريق رفع رأس المال من خلال تقديم تعريف الأسهم ومختلف أنواعها، وكذا الحقوق التي تمنحها لحاملها، وكذلك سعر إصدار الأسهم ومشكلة تقييم المؤسسة، كما سيتم عرض إيجابيات وسلبيات هذا النوع من التمويل، وكذا التكلفة المتحملة والعائد المطلوب من قبل المساهمين الجدد.

أما الفصل الثاني فقد جاء لمعالجة واقع التمويل بواسطة عرض الأوراق المالية في الجزائر، وهذا من خلال ثلاثة مباحث، سيتناول الأول منها عرض نشأة وتطور بورصة الجزائر، تنظيمها، أهميتها ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى الفاعلين والمتعاملين الرئيسيين فيها، وكذا الشروط المتعلقة بالدخول للبورصة سواء من خلال طرح سندات أو أسهم بغرض رفع رأس المال. كما سيتم عرض جملة من الأرقام من أجل الوقوف على واقع بورصة الجزائر. أما المبحث الثاني فسيعرض واقع تمويل المؤسسات عن طريق السندات في بورصة الجزائر من خلال تقديم تجربة المؤسسات الجزائرية التي قامت بطرح سندات للاكتتاب العام (تقييم تجربة القرض السندي لاتصالات الجزائر، سونلغاز ومؤسسة دحلي)، حيث سيتم تقييم عملية الاكتتاب، وتكلفة التمويل بالنسبة للمؤسسات، والعائد بالنسبة للدائنين الماليين الجدد، ومحاولة مقارنة ذلك مع تكلفة التمويل بالنسبة لباقي البدائل، وهذا من أجل معرفة مدى فعالية التمويل بالسندات من أجل فهم سلوك المؤسسات الجزائرية اتجاه هذا البديل. أما المبحث الثالث فسيعرض المؤسسات الجزائرية التي قامت برفع أو فتح رأس مالها من خلال الاكتتاب العام كأحد مصادر التمويل المهمة للمؤسسات وهذا من خلال معالجة تجربة رفع أو فتح رأس المال للمؤسسات الجزائرية (مجمع الرياض سطيف، مجمع صيدال ومؤسسة تسيير نزل الأوراسي) وتقييم مدى نجاحها، وكذا فعاليتها في توفير تمويل مناسب من خلال التكلفة المتحملة بالنسبة للمؤسسات، وكذا العائد المحصل عليه من قبل المساهمين الجدد.

أما الفصل الثالث والأخير فسيتم تخصيصه لدراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات، وقد تم تقسيمه هو الآخر إلى ثلاثة مباحث، سيتناول الأول منها تقديم عام للمحيط الذي تنشط فيه مؤسسة أليانس للتأمينات وتقديم مؤسسة أليانس للتأمينات، من خلال عرض واقع سوق التأمينات الجزائري والمؤسسات الناشطة به، وكذا بعض الأرقام المهمة المتعلقة بسوق التأمينات الوطني. كما سيتم عرض نشأة وتطور مؤسسة أليانس للتأمينات وبعض الأرقام المفتاحية عن نشاط المؤسسة. أما المبحث الثاني فسيعالج الوضعية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات ومشكلة تقييمها من أجل تحديد السعر الذي تم اعتماده من أجل طرح الأسهم للاكتتاب العام في السوق الأولية. أما المبحث الثالث والأخير فسيخصص لعرض نتائج الاكتتاب العام لمؤسسة أليانس للتأمينات، من خلال تقديم عام للعملية، والنتائج النهائية لها، وكذا حجم الأموال المرفوعة واستخداماتها.

الفصل الأول:
التمويل والسوق المالية

الفصل الأول: التمويل والسوق المالية

تتيح السوق المالية فضاء واسعا من الفرص أمام مختلف المؤسسات الاقتصادية من أجل تلبية حاجتها للأموال على المدى المتوسط والطويل. إذ تعمل على جمع وتعبئة الادخار من الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي، وتوجيهه إلى الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي (المؤسسات الاقتصادية والحكومة) من دون الحاجة إلى تدخل وسيط مالي ما بين الطرفين. وهو ما يجعلها تتميز بنوع من الفعالية خاصة من حيث التكلفة.

يتم تحويل الادخار من الأعوان الاقتصاديين ذوي الفائض المالي إلى الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي من خلال منتجات مالية، إذ يقوم العون ذو العجز المالي بطرحها للاكتتاب من طرف الأعوان ذوي الفائض المالي. هذه المنتجات المالية، إما تمثل أدوات دين اتجاه المؤسسة المصدرة، وهي حالة السندات، إذ تقوم المؤسسة وعند الحاجة إلى الأموال بإصدار سندات ذات قيمة اسمية متساوية وبمعدلات فائدة ثابتة عموما (دخل ثابت).

كما يمكن للمؤسسة أن تتجنب الاستدانة، حيث تقوم بزيادة رأس مالها من خلال طرح عدد إضافي من الأسهم للاكتتاب في السوق الأولية. هذه الأسهم لا تتمتع بدخل ثابت كما في حالة السندات، كما أن حاملها معرض لتلقي خسارة في حال عدم تحقيق المؤسسة لنتائج إيجابية.

ومن خلال ما سبق، سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الأربعة الآتية:

- ماهية التمويل وصيغته؛
- السوق المالية؛
- التمويل عن طريق القرض السندي؛
- التمويل برفع رأس مال المؤسسة.

المبحث الأول: ماهية التمويل وصيغته

تعتبر الوظيفة التمويلية من بين أهم الوظائف على مستوى المؤسسة، وذلك لما تمثله الأموال من أهمية بالغة في مختلف مراحل نشاط المؤسسة، حيث يسعى المسير المالي للمؤسسة إلى ضمان توفير الأموال اللازمة، وفق الآجال والمواعيد التي تخدم المؤسسة، وبالتكلفة التي تسمح لها بتحقيق نتائج إيجابية على المدى القصير، المتوسط والطويل.

ولتلبية الحاجيات المالية للمؤسسة، تتاح أمام المسير المالي عدة صيغ ومصادر تمكنه من تحصيل الأموال، إما بالاعتماد على مصادر داخلية أو خارجية، قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، وبالاعتماد على وسيط مالي (بنك) أو من دون تدخل الوسيطاء (السوق المالية). وهنا يكون تحديد الخيار الأمثل من بين أولويات المسير المالي.

وعليه يأتي هذا المبحث لمعالجة ماهية التمويل من خلال ثلاثة مطالب كما يلي:

- مفهوم التمويل، أهميته وأنواعه؛
- صيغ التمويل المتاحة للمؤسسة؛
- العوامل المحددة لاختيار نمط التمويل المناسب.

المطلب الأول: مفهوم التمويل، أهميته وأنواعه

يكتسي قرار التمويل أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة ذلك أنه يعمل على توفير الأموال اللازمة لمزاولة نشاطها، ولذلك، ومن خلال هذا المطلب سيتم تناول المحورين الرئيسيين الآتيين:

- تعريف التمويل؛
- أهمية التمويل.

1- تعريف التمويل

لقد تم تقديم عدة تعاريف للتمويل، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

تعريف 1: يمكن تعريف التمويل على أنه: "إمداد المؤسسات بالمال اللازم لإنشائها أو توسيعها أو تفريقها، وهو من أعقد المشاكل التي تواجهها التنمية الصناعية في كل البلدان بشكل عام، إذ لا يمكن قيام أي عمل دون وجود رأس المال، و بقدر حجم التمويل وتسيير مصدره وحسن استثماره يكون العائد أو الربح الذي هو هدف كل نشاط اقتصادي".¹

¹ محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية- فرع نقود ومالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص: 40.

تعريف 2: كما يمكن تعريف التمويل بأنه "كل الموارد المالية المتاحة والتي يمكن توفيرها من مصادر مختلفة لتمويل نشاط المؤسسة بالصورة التي تحقق أكبر معدلات لنمو المؤسسة وتعظيم قيمتها عبر الزمن".¹

تعريف 3: ويعني التمويل بصفة عامة "البحث عن إمكانيات الدفع بطريقة عقلانية تضمن توفير الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف المسطرة، ومن هنا فهو ينطوي على مشكلتين أساسيتين: الأولى تتعلق بالحجم المحدود للموارد، وأما الثانية فتتعلق بكيفية تسيير هذه الموارد. في حين تهتم وظيفة التمويل بتسيير حقيقية الاستثمارات بالطريقة التي تعظم العائد على هذه الاستثمارات لمستوى مقبول من الخطر، ويتمويل هذه الاستثمارات بمزيج مناسب من مصادر التمويل لتخفيض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى. وبالإضافة إلى قراري الاستثمار والتمويل، فإن وظيفة التمويل تتضمن القيام بمهام التخطيط والرقابة المالية".²

وعليه، يمكن تعريف التمويل على أنه عملية جمع وإمداد المؤسسات بالأموال اللازمة لمزاولة مختلف أنشطتها وفي الأجل المحددة، وذلك بالاعتماد على مصادر مختلفة (مباشرة وغير مباشرة، داخلية وخارجية، قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل) وبطريقة عقلانية قصد تخفيض تكلفة التمويل إلى أقصى حد ممكن.

ومن خلال التعاريف سابقة الذكر، يمكن استخلاص ما يلي:

- الهدف الأساسي من التمويل هو توفير مختلف الحاجيات المالية للمؤسسة سواء كانت استغلالية أو استثمارية.
- يتعلق التمويل بتوفير مبالغ مالية سائلة (نقدية)، وفي أجل محددة.
- تكون المؤسسات الاقتصادية أمام عدة بدائل تمويلية، إما بالاعتماد على وسيط مالي (تمويل غير مباشر)، أو من دون وسيط (تمويل مباشر).
- تتم المفاضلة بين مختلف صيغ التمويل بالاعتماد على عدة معايير أهمها المدة، التكلفة وكذا المخاطرة المصاحبة لكل بديل تمويلي.
- يهدف المسير المالي من خلال المزج بين مختلف مصادر التمويل إلى تقليل المخاطرة المصاحبة لكل بديل تمويلي، هذا من جهة، ومن جهة أخرى إلى تخفيض تكلفة رأس مال المؤسسة.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، التمويل المحلي والتنمية المحلية، الدار الجامعية للطبع، النشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001، ص 22.
² مليكة زغيب ونعيمة غلاب، 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 2.

2- أهمية التمويل بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية

يحظى التمويل بأهمية كبرى في كل المؤسسات، فهو يحرك عجلة الإنتاج سواء للمنتجات أو الخدمات، حيث يسمح بشراء، استبدال وعصرنة مستلزمات الإنتاج من الأصول الثابتة. وتوفير الأموال اللازمة لتمويل دورة الاستغلال في المؤسسة.

كما يساعد وظائف التسويق والبيع في تمويل المبيعات الآجلة عن طريق الائتمان الذي يقدم للعملاء. وبشكل عام، فإن التمويل هو الدورة الدموية في المؤسسات ويجب أن تضخ الأموال بدقة في القنوات المختلفة حتى تحقق الأهداف التشغيلية والاستراتيجية.¹

3- أنواع التمويل

يمكن تقسيم التمويل اعتماداً على عدة اعتبارات كما يلي:

3-1- تقسيم التمويل من ناحية المدة الزمنية

هناك ثلاثة أنواع وهي:

3-1-1- تمويل قصير الأجل

يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال أو شراء بعض الاحتياجات الاستغلالية وغيرها من المدخرات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.²

3-1-2- تمويل متوسط الأجل

ينشأ هذا التمويل عن تلك العمليات التي تتطلب استعمالاً للأموال لفترة تتراوح بين سنتين وخمس سنوات قبل استردادها كشراء آلات ومعدات.³

3-1-3- تمويل طويل الأجل

ينشأ من طلب على الأموال اللازمة لإجراء التحسينات ذات صبغة الاستثمار طويل الأجل كبناء أو إنشاء مؤسسات صناعية وغيرها من العمليات التي تؤدي إلى زيادة إنتاجية الوحدة المستثمرة في المدى البعيد والتي تزيد فترة احتياجاتها التمويلية عن خمس سنوات فما فوق.

3-2- تقسيم التمويل من ناحية مصدر الحصول على الأموال

هناك نوعان من المصادر هما:

1 فريد النجار، اليورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة-الإسكندرية-، 1999، ص: 16-17.

2 جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية بيروت، بدون سنة نشر، ص: 340.

3 نفس المرجع أعلاه، ص 341.

3-2-1- التمويل الذاتي (داخلي)

وهو الشكل المفضل لتمويل المؤسسات، حيث يتمتع بسهولة استخدامه إذ أنه لا يحتاج إلى موافقة أشخاص خارج المؤسسة، إضافة إلى أن المؤسسة لا تتحمل تكلفة على استخدام هذه الأموال.¹

3-2-2- التمويل الخارجي

هنا تلجأ المؤسسات لتمويل احتياجاتها إلى المدخرات المتاحة سواء في السوق المالية عن طريق طرح أسهم وسندات للاكتتاب العام أو البنوك عن طريق الاقتراض.

3-3- تقسيم التمويل من ناحية الغرض الذي يستخدم لأجله التمويل

هناك نوعان:

3-3-1- تمويل الاستغلال

يتمثل في استغلال الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساسا بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع قصد الاستفادة منها كنفقات للشراء للمواد الخام أو دفع أجور العمال وما إلى ذلك من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية.

3-3-2- تمويل الاستثمار

يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي تترتب عنها إنشاء طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الحالية للمشروع كإقتناء الآلات والتجهيزات.²

المطلب الثاني: صيغ التمويل المتاحة للمؤسسة

يمكن دراسة صيغ التمويل وفق عدة تقسيمات، حيث إنه إذا تم الاعتماد على معيار المدة الزمنية فإنه يمكن الحديث عن مصادر تمويل قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل. أما من حيث مصدر الحصول عليها، فيتم تقسيمها إلى رؤوس أموال ذات المصدر الداخلي (التمويل الذاتي) ورؤوس الأموال ذات المصدر الخارجي (رؤوس أموال خاصة وقروض). كما يمكن تقسيمها إلى مصادر تمويل مباشرة (علاقة مباشرة بين المؤسسة والمدخرين) ومصادر تمويل غير مباشرة (تتم بوجود وسيط مالي بين المؤسسة والمدخرين عادة ما يكون بنك).³

ومن خلال هذا المطلب، سيتم تناول مختلف صيغ التمويل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية بالاعتماد على المعيار الثالث، من خلال العنصرين الآتيين:

- مصادر التمويلات المباشرة؛

1 جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، بدون سنة نشر، ص: 6.

2 نفس المرجع أعلاه، ص 7.

³ Pierre Conso et Farouk Hemici, **Gestion financière de l'entreprise**, Dunod, Paris, 11^{ème} édition, 2005, p : 447.

- مصادر التمويلات غير المباشرة.

1- مصادر التمويلات المباشرة

هذا النوع من التمويل يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض والمقترض والمستثمر دون تدخل أي وسيط مالي مصرفي أو غير مصرفي. وهذا النوع من التمويل يتخذ صور متعددة كما يختلف باختلاف المقترضين.

ويمكن تقسيمه إلى تمويلات مباشرة عن طريق الأموال الخاصة (إصدار الأسهم)، عن طريق الاستدانة (السندات)، الائتمان التجاري، التمويل الذاتي،... إلخ.

1-1- التمويلات المباشرة عن طريق الأموال الخاصة

يقصد بالتمويل عن طريق الأموال الخاصة أن جميع الموارد المالية للمؤسسة آتية عن طريق المساهمين عوضاً عن حق الملكية الذي يدعى سهماً. وهذا السهم لا يقدم -بوجه عام- سوى دخول متغيرة، وغير أكيدة، وتلحق بمالكها خطراً مالياً.¹

ويتم هذا النوع من التمويل عن طريق طرح أسهم للاكتتاب العام في السوق المالية، ويمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم التي تساعد على تجميع إيرادات مالية قصد تمويل المؤسسة أهمها: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأسهم بحصة أولوية، شهادات الاستثمار.

الملاحظ في غالب الأحيان، أن المؤسسات التي تكون بصدد جمع الأموال عن طريق البورصة تقوم بإصدار أسهم عادية، حيث إنها تمثل الغالبية الساحقة من الصكوك المتداولة في السوق المالية رغم أنها ليست الوحيدة.²

1-2- التمويلات المباشرة عن طريق السندات

السند عبارة عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة، ويحمل سعر فائدة ثابت.³ وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق بالإضافة إلى فوائد سنوية. ويختلف السند عن بقية أنواع القروض بأنه يباع في السوق المالية إلى فئات مختلفة من المستثمرين سواء العاديين أو المؤسسات.

ويمكن للمؤسسة أن تقوم بطرح السندات وفق عدة أشكال أهمها السندات العادية، السندات القابلة للتحويل، سندات الخزن، سندات بقسمة إعادة الاستثمار... إلخ.⁴

¹ عمار موسى وعلي مصطفى، الإدارة المالية للشركات، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2005، ص: 280.

² نفس المرجع أعلاه، ص: 281.

³ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وقيادة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص: 85.

⁴ عمار موسى وعلي مصطفى، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 297.

1-3- التمويلات المباشرة عن طريق الائتمان التجاري

يمكن تعريف الائتمان التجاري بأنه قرض قصير الأجل يمنحه التاجر إلى المشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع لغرض إعادة بيعها.

ويعتبر الائتمان التجاري أكبر مصدر للديون قصيرة الأجل ونظرا لكون الشركات الصغيرة تجد صعوبة في الحصول على التمويل من مصادر أخرى، فإنها تعتمد عليه اعتمادا أكثر من الشركات الكبيرة، ويعتبر التمويل عن طريق هذا المصدر مظهرا شائعا في الوقت الحاضر.¹

ويتميز الائتمان التجاري بمجموعة من المزايا تجعله مفضلا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن أهمها التوافر، فهو يتم بشكل تلقائي، كما أنه يتصف بالمرونة ويستجيب لحاجيات المؤسسة في حالة ارتفاع النشاط، إضافة إلى قلة القيود والشروط المفروضة من أجل الاستفادة من مثل هذا النوع من التمويل مقارنة بباقي أنواع التمويل.²

1-4- التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي أحد المصادر الخاصة التي تستعين بها المؤسسة لتمويل نشاطها، إذ يسمح لها بتمويل استثماراتها دون اللجوء إلى مصادر خارجية أي أن التمويل يتم بواسطة أموالها الخاصة.

ويعرف على أنه إمكانية المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة النهائية بالإضافة إلى موردين هامين وهما الإهلاك والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي.³

ويعتبر التمويل الذاتي كذلك عن قيمة المورد الداخلي الذي توجهه المؤسسة إلى تمويل استثماراتها.⁴

ويحتل التمويل الذاتي مكانة هامة من بين مصادر التمويل الأخرى التي تستعملها المؤسسة لضمان استمرار نشاطها ونموها، وذلك لسهولة الحصول عليه وانحصار قرار استخدامه على مسيري المؤسسة فقط.

ويمكن التعبير عن التمويل الذاتي من خلال العلاقة أدناه:

التمويل ذاتي للسنة N = طاقة التمويل الذاتي للسنة N – قسائم الأرباح الموزعة خلال الدورة المالية.¹

¹ علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص 259.

² عدنان النعيمي وياسين الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2007، ص 147.

³ ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، مطبعة دار البعث، 1990، ص 83، نقلا عن رزاز رتيبة، تمويل الإستثمارات – دراسة حالة شركة الخطوط الجوية الجزائرية، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2005، ص 25.

⁴ Eric Stephany, *Gestion Financière*, Economica, Paris, 2^{ème} édition, 2000, p 100.

ويمكن حساب طاقة التمويل الذاتي من خلال العلاقة الآتية:

طاقة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة الصافية + اهتلاكات الدورة + المؤونات ذات الطابع الاحتياطي.

1-5- الأرباح المحتجزة

الأرباح المحتجزة هي تلك الأرباح التي تحققها المؤسسة ولم توزع على حملة الأسهم. وهي تتميز بقلّة تكلفتها وعدم تقديم ضمانات من أجل استخدامها، إلا أنها في المقابل محدودة الاستعمال، حيث إنه قد لا تحقق المؤسسة أرباحاً كافية كما لا يمكن استخدامها بشكل متكرر.²

2- مصادر التمويلات غير المباشرة

يتم هذا النوع من التمويل عن طريق وسيط مالي، عادة ما يكون البنك،³ حيث أن البنوك والوسطاء الماليين يقومون بتجميع مدخرات الأعوان ذوي الفائض المالي، ليقوموا في ما بعد بإعادة إقراضها للمؤسسات والأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي.

وتعتمد المؤسسات على هذا النوع من التمويل، ذلك أن مصادر تمويلها الداخلية لا يمكنها تغطية سوى 40 % إلى 80 % من احتياجاتها المالية،⁴ أما الجزء المتبقي من احتياجاتها فتلجأ المؤسسة إلى أنواع أخرى من مصادر التمويل منها مصادر التمويل غير المباشرة.

وسيتم من خلال هذه النقطة معالجة أنواع التمويل غير المباشر، حيث سيتم التعرض إلى القروض البنكية قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل، وكذلك قروض الإيجار.

2-1- القروض على المدى المتوسط والطويل

يعد هذا النوع من التمويل بمثابة عقد يلزم بموجبه المقترض على تسديد فوائد دورية طيلة سنوات القرض إضافة إلى أصل المبلغ المقترض ضمن توقيتات يتم الاتفاق عليها مع المقرض. ويكون الطرف المقرض مؤسسة مالية كالبنك، شركات التأمين وغيرها من الوسطاء.⁵ وتتراوح آجال هذه القروض ما بين الثلاث (3) والخمسة عشر (15) سنة. وقد تكون هذه القروض مضمونة بأصل معين أو أي نوع من أنواع الضمانات الأخرى. إلا أن هناك بعض الاستثناءات من هذه القواعد في بعض الأحيان حسب الوضعية المالية للمؤسسة.

¹ Hubert de La Bruslerie, **Analyse financière : information financière, diagnostic et évaluation**, Dunod, Paris, 4^{ème} édition, 2010, p: 179.

² عيد الوهاب يوسف أحمد، **مرجع سبق ذكره**، 2008، ص: 87.

³ عمار موسى وعلي مصطفى، **مرجع سبق ذكره**، 2005، ص: 321.

⁴ عدنان تاية النعيمي و ياسين كاسب الخرشه، **مرجع سبق ذكره**، 2007، ص: 137.

⁵ **نفس مرجع أعلاه**، ص: 169.

تعتبر تكلفة المديونية طويلة الأجل بالنسبة للمؤسسة بمثابة تكلفة الحصول على الأموال لفترة طويلة عن طريق الاقتراض. وهي عادة ما تكون مرجحة بمعدل الضريبة، ذلك أن المصاريف المالية يتم طرحها من الإيرادات الخاضعة للاقتطاع الضريبي.

2-2- القروض على المدى القصير

يمكن تعريف القروض قصيرة الأجل بأنه ذلك الالتزام واجب السداد خلال مدة لا تزيد عن السنة الواحدة. وهناك العديد من مصادر التمويل قصيرة الأجل التي يمكن استخدامها من قبل المؤسسات الاقتصادية.¹

وتعتبر القروض المصرفية قصيرة الأجل من بين مصادر التمويل المهمة التي تلجأ إليها العديد من المؤسسات، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة والمصرف. فعندما تحتاج المؤسسة إلى الأموال لفترات قصيرة ولا يمكن توفيرها عن طريق الائتمان التجاري أو عن طريق الأموال المجمعة داخليا فإنها تلجأ إلى استخدام هذا النوع من التمويل.

وتتحد تكلفة هذا النوع من التمويل من خلال معدل الفائدة الاسمي، أسلوب حساب الفائدة وتحصيلها ومعدل الضريبة على أرباح المؤسسات.

2-3- القرض الإيجاري

يعد القرض الإيجاري من بين أنواع التمويل المستخدمة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غالباً، وهذا من أجل تمويل المعدات وأدوات الإنتاج.²

القرض الإيجاري هو عملية يتم من خلالها تأجير معدات وآلات الإنتاج، حيث يسمح للمؤسسة باستغلال معدات حسب احتياجاتها الإنتاجية من دون الحاجة إلى التسديد الكلي للأموال اللازمة لحيازة هذه المعدات. إلا أنها تلتزم بدفع أقساط الإيجار حسب الرزنامة المتفق عليها مسبقاً.

المطلب الثالث: العوامل المحددة لاختيار مصدر التمويل المناسب

هناك العديد من العوامل الواجب اتخاذها بعين الاعتبار من أجل اختيار بديل التمويل الأمثل الذي يتناسب وحاجيات المؤسسة، والتي يمكن إيجازها في العناصر الآتية: القيود الخاصة بالتوازن المالي، تعظيم المردودية المالية وتكلفة مصادر التمويل.

1- القيود الخاصة بالتوازن المالي

يجب على المؤسسة الأخذ بعين الاعتبار الوضعية المالية قبل اختيار أي بديل تمويلي، ولأجل ذلك يمكن تطبيق مجموعة من القواعد التي يمكن إيجازها كالآتي:¹

¹ عدنان تاية النعيمي و ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، 2007، ص ص: 137-140.

² Pierre Conso et Farouk Hemici, Op-cit, 2005, p 487.

1-1- المديونية القصوى

تنص هذه القاعدة على أن الديون المتوسطة وطويلة الأجل لا يمكن لها أن تتجاوز حدود الأموال الخاصة، والتي يمكن التعبير عنها من خلال نسبة الاستقلالية المالية كما يلي: الديون متوسطة وطويلة الأجل/ الأموال الخاصة، والتي لا ينبغي أن تتجاوز الواحد (1).

1-2- القدرة على التسديد

تنص على أن مبلغ الديون المالية لا ينبغي أن تتجاوز من 3 إلى 4 مرات من قيمة طاقة التمويل الذاتي المتوسطة للمؤسسة.

1-3- التمويل الذاتي الأدنى

أي أن المؤسسة ملزمة بتمويل جزء من استثماراتها بنسبة معينة عادة ما تكون 30% من أجل تحصيل قرض لتمويل الجزء المتبقي.

2- تعظيم المردودية المالية للمؤسسة: أثر الرافعة المالية²

الهدف المحوري الذي تسعى إليه المؤسسة من خلال نشاطها هو تعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي العمل على تعظيم نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة، التي تمثل المردودية المالية.

هذه النسبة هي عبارة عن دالة لهيكله المصادر المستعملة في تمويل المؤسسة، أي نسبة الموجودة بين الديون المالية والأموال الخاصة، حيث إن زيادة حجم الديون المالية يؤدي في البداية إلى ارتفاع المردودية المالية، ولكن عند بلوغ الديون لمستوى معين ينعكس التأثير مما يؤدي إلى انخفاض المردودية المالية.

تتمثل وظيفة المدير المالي للمؤسسة في تحديد النسب المثلى لكل من الأموال الخاصة والديون المالية بما يسمح بتعظيم المردودية المالية للأموال الخاصة.

يجب الإشارة إلى أن ارتفاع حجم الديون يضعف من الصلابة المالية للمؤسسة ويعرضها لخطر الإفلاس، لذا يجب مراعاة كل هذه الظروف في تحديد النسبة المثلى لكل منهما.

3- تكلفة مصادر التمويل

تعد تكلفة مصدر التمويل من بين أهم العوامل المحددة لاختياره من قبل المؤسسة، والتي يمكن تعريفها على أنها المعدل الذي يتساوى من خلاله المبلغ المالي الموضوع تحت تصرف المؤسسة

¹ http://gestionfin.canalblog.com/docs/NG_chapitre_3_d_cision_de_financement.pdf, consulter le 23/06/2011.

² Pierre Conso et Farouk Hemici, **Op-cit**, 2005, pp: 272-273.

ومجموع المبالغ المسددة فعليا في الجهة المقابلة.¹ وتختلف طريقة حساب تكلفة التمويل من مصدر لآخر.

4- التوقيت

يعد التوقيت من العوامل ذات الصلة الوثيقة باختيار نمط التمويل، حيث إنها مجبرة على مراعاة عامل الزمن وتكلفة الفرصة البديلة عند الاختيار بين البدائل التمويلية، أي أنها مجبرة على استعمال المصدر المناسب في الوقت المناسب.²

وهناك أيضا بعض العوامل الأخرى التي تؤثر على اختيار نمط التمويل كتكلفة الإفلاس التي تؤدي بالمسير المالي إلى الحد من الاقتراض عند بلوغه نسبة معينة. إضافة إلى تكاليف الوكالة الناجمة عن مراقبة المالكين لمسير المؤسسة، إذ أن هذه التكاليف تزداد مع ازدياد حجم القروض.³

المبحث الثاني: ماهية السوق المالية

مثلما تمت الإشارة إليه من خلال المبحث الأول، فالمؤسسة بحاجة دائما لموارد مالية سواء على المدى القصير، المتوسط أو الطويل، وهي تسعى جاهدة لتحقيق هذه الموارد وضمانها بما يكفل السير الحسن لمختلف أنشطتها. وتعد السوق المالية (البورصة) من بين الجهات المفضلة للمؤسسات الاقتصادية من أجل تمويل أنشطتها وخاصة على المدى الطويل.

تلعب البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية للدول التي تنتهج الاقتصاد الرأسمالي، إذ تعتبر كمصدر من مصادر التمويل المباشر للاقتصاد بشكل عام وللمؤسسات الاقتصادية بشكل خاص، كما تتيح الفرصة لتعادل العرض والطلب، أي أنها تمثل مقياسا دقيقا لحركة الاستثمار والادخار في البلد. وذلك عن طريق توظيف واستعمال الأموال والمدخرات الفائضة في فترة من الزمن عن حاجيات بعض الشركات أو الأفراد، بهدف استثمارها في شراء أوراق مالية عن طريق البورصة.⁴

الهدف من هذا المبحث هو عرض المفاهيم الخاصة بالسوق المالية، تحديد دورها ووظائفها في الاقتصاد المعاصر، وهذا من خلال ثلاثة مطالب كما يلي:

- ماهية السوق المالية، أصنافها ووظائفها؛
- قواعد وآليات التعامل في السوق المالية؛
- مؤشرات السوق المالية.

¹ http://gestionfin.canalblog.com/docs/NG_chapitre_3_d_cision_de_financement.pdf, consulter le 23/06/2011.

² عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، 2007، ص 204.

³ عمار موسى وعلي مصطفى، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 492.

⁴ الفضيل رتيمة، "البورصة وإشكالية تمويل المؤسسات في الجزائر"، مجلة الاقتصاد المعاصر (مجلة علمية، سداسية، محكمة)، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - المركز الجامعي خميس مليانة-، الجزائر، العدد: 08 أكتوبر 2010، ص 86.

المطلب الأول: السوق المالية، هيكلها ووظائفها

السوق المالية هي المكان الذي يتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية ذات المدى المتوسط والطويل (الأسهم والسندات). وقد أصبح موضوع السوق المالية يحظى باهتمام بالغ بالنسبة للدول المتقدمة والمتخلفة على حد سواء، وذلك لما تقوم به البورصة من جمع وتعبئة للمدخرات من أصحاب الفائض المالي، وإعادة توزيعها على أصحاب العجز المالي ضمن مختلف القنوات الاستثمارية بما يحقق التنمية الاقتصادية ويزيد من رفاهية الأفراد.

وسيتم معالجة هذا المطلب من خلال النقاط الآتية:

- تعريف السوق المالية؛

- هيكل السوق المالية؛

- وظائف السوق المالية.

1- تعريف السوق المالية

لقد تم تقديم عدة تعريفات للسوق المالية، والتي يمكن إيجاز أهمها كما يلي:

- السوق المالية هي السوق التي من خلالها يحصل الأعوان الاقتصاديون، المؤسسات، و الدولة على موارد مالية طويلة ومتوسطة الأجل من خلال البيع العام لمختلف الأصول المالية (أسهم، سندات،... إلخ).¹

- السوق المالية هي سوق رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل أو الادخار المتوسط وطويل الأجل، وهي تمثل مجموع عرض وطلب الأموال، من أجل الاكتتاب في رأس مال المؤسسات والتوظيفات متوسطة وطويلة الأجل.²

- ويعرف سوق الأوراق المالية كذلك بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية، 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 المركزية وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.³

- تعرف السوق المالية بأنه الآلية التي تمكن وتيسر للأعوان الاقتصاديين القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار المالي متوسطة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة الأسعار تعكس فرضية كفاءة السوق.

¹ Pierre Conso, **Op-cit**, 2005, P 519.

² Racim Balia, **L'évaluation des entreprises introduites en bourse, Cas E.G.H El Aurassi**, mémoire de magister en sciences commerciales, Ecole Supérieure de Commerce -Alger-, 2002, P 5.

³ عبد الله وليد رحال، **مبادئ وأساسيات الاستثمار في البورصة**، دمشق، سوريا، 2006، ص 3.

ويشمل هذا التعريف إلى المفاهيم الآتية:

الآلية: تمثل المجال أو الإطار الذي أو الإجراءات والقواعد التي تدار على أساسها السوق المالية.

الأعوان الاقتصاديون: هم الأفراد والمؤسسات بأنواعها كافة والحكومات، سواء كانوا يمثلون وحدات الفائض المالي أم وحدات العجز.

إصدار وتداول: تعني أن هناك سوقين هما سوق الإصدار وسوق التداول لأدوات الاستثمار.

أدوات الاستثمار: تشمل الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات،...إلخ.

تكلفة معاملات منخفضة: أي أن السوق المالية تحقق الكفاءة التشغيلية.

أسعار تعكس فرضية السوق الكفوة: وتتحقق هذه الفرضية إذا لم يكن هناك فرق بين السعر السوقي للأصل المالي وسعره الحقيقي (سعر التوازن).¹

وعليه، يمكن تعريف السوق المالية بأنها سوق الأموال طويلة الأجل، والتي يتم من خلالها المقابلة بين عرض وطلب مختلف الأدوات المالية المصدرة من قبل الأعوان الاقتصاديين. وهذا وفق لوائح وقوانين تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات وكذلك الشروط الواجب توفرها في المتعاملين والأوراق المالية.²

2- هيكل السوق المائية

تتكون السوق المالية من سوقين متكاملتين، هما السوق الأولية أو سوق الإصدار، والسوق الثانوية أو سوق التداول.

2-1- السوق الأولية (سوق الإصدار)

تختص هذه السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس مالها أو مديونيتها، وهذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى الأموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص. وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال.³

إذا هذه السوق ما هي إلا أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات، وتنشؤ نتيجة لذلك علاقة ما بين مقدمي الأموال (المكتتبين) وبين تلك المشروعات.⁴

¹ السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص ص: 67-68.

² نفس المرجع أعلاه، ص 86.

³ عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 281.

⁴ عبد الفتاح إسماعيل وعبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 10.

وقد يتم إصدار وتصريف هذه الأوراق إما بطريقة غير مباشرة حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفرادا أو مؤسسات مالية من أجل بيع الأسهم والسندات المصدرة، وإما أن يتم ذلك بطريقة غير مباشرة وهو قيام مؤسسة متخصصة -عادة مؤسسة مالي- بإصدار هذه الأوراق، وهو الأسلوب الأكثر شيوعا.¹

2-2- السوق الثانوية (سوق التداول)

تختص هذه السوق في التعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو عن طريق أحد المؤسسات المالية المتخصصة. ويطلق على هذه السوق اسم البورصة.

وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين هما أسواق غير منظمة وأسواق منظمة.²

1-2-2- الأسواق غير المنظمة

يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، فليس هناك مكان محدد لإجراء المعاملات، ويقوم بالتعامل بيوت السماسرة حيث تتم من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات التي تتمثل في خطوط الهاتف، والانترنت وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط السماسرة والتجار والمستثمرين.

2-2-2- الأسواق المنظمة

وهي على عكس الأسواق غير المنظمة، حيث تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق. ومن أجل التعامل في الأوراق المالية فإنه لا بد من أن تكون مسجلة في تلك السوق.

ومما سبق، يتضح مدى الارتباط الوثيق ما بين السوق الأولية والسوق الثانوية، فليس من الممكن أن تكون هناك سوق للتداول من دون أن تكون هناك سوق إصدار. وبالمقابل، فإنه لا يمكن أن تكون هناك سوقا أولية ما لم تكن هناك سوقا ثانوية متقدمة.

وبالإضافة إلى الأسواق المنظمة وغير المنظمة، فإن السوق الثانوية قد تضم كذلك أسواقا أخرى هما السوق الثالثة والسوق الرابعة.³

1 عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، 2001، ص 281.

² نفس المرجع أعلاه، ص: 282-285.

³ محفوظ جبار وسامية عمر عيده، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة فرنسا، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص: 6-7.

2-2-3- السوق الثالثة

وتتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق المعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها. وتتميز معاملات هذه السوق بسرعة كبيرة في التنفيذ وإمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها السماسرة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، هذا من جانب، ومن جانب آخر فإن مركز تعاملاتهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة.

2-2-4- السوق الرابعة

تشبه هذه السوق سابقتها في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة، غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبدون وساطة. والهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات، خاصة في حالة الصفقات الضخمة، إذ عليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصالات إلكترونية تعرف بـ Instinet حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وحجم العرض والطلب على الورقة المعنية وغيرها من المعلومات.

3- وظائف السوق المالية

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية، والذي يبرز أكثر فأكثر من خلال الوظائف التي تؤديها، والتي يمكن حصرها في الآتي:

3-1- قناة لتمويل الاقتصاد الوطني

الوظيفة الأولى للسوق المالية هي توجيه جزء من الادخار من أجل تمويل الاقتصاد الحقيقي، حيث تقوم بتجميع الأموال من الأعوان الاقتصاديين ذوي القدرة على التمويل (أصحاب الفائض المالي) وتوجيهها نحو المؤسسات الاقتصادية والإدارات العامة لتوفر لها تمويلا على المدى المتوسط والطويل، وعليه، فهي تضمن نمو المؤسسات وتمنح للدولة موارد إضافية من أجل تجسيد سياساتها المختلفة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية.¹

تساهم السوق المالية في تمويل استثمارات المؤسسة، حيث تعتبر مكملة للتمويل الذاتي، ويتم هذا بطريقة مباشرة ما بين المدخر الذي يرغب في استثمار أمواله، والمستثمر الذي هو بحاجة إلى الأموال.

¹ Alain Choinel et Gérard Rouyer, **Le marche financier : structures et acteurs**, Banque éditeur, Paris, 7^{ème} édition, p 35.

أما بالنسبة للدولة والإدارات العامة، فالسوق المالي تمنحها الموارد المالية من أجل تجسيد مشاريعها الاستثمارية ومعالجة عجز موازنتها العامة.¹

3-2- وسيلة لتنظيم السيولة المدخرة واستثمارها للأجل المتوسط والطويل

وهي وظيفة مكملة للأولى، وتكمن في حماية الادخار من خطر التجميد، فالمدخر يخشى من عدم القدرة على تحويل مدخراته بسهولة إلى سيولة، وهو ما توفره السوق المالية، حيث إن الحائز على الورقة المالية يستطيع من تلقاء نفسه بيعها إلى مستثمر آخر بدون قيود. ويتطلب تنظيم السيولة إيجاد مقابل لعمليات المتدخلين، وفي غياب هؤلاء لا تصبح السيولة متاحة إلا بوجود سوق واسعة بما فيه الكفاية قد تمنع أو تبطئ تلبية أغراض المدخرين والمستثمرين.²

3-3- وسيلة لقياس قيم أصول المؤسسة

يتم تحديد وعرض أسعار الأوراق المالية خلال كل حصة عمل في البورصة عبر المفاوضة أو المزايمة، والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المستثمرين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به المؤسسة والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالمؤسسات وأصولها المالية وأرباحها ووضعيتها المالية وهذا بصفة دورية، وهو ما يحول إلى حد ما دون إيجاد سعر غير واقعي للورقة المالية. ويمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب) وللمشتري (أدنى سعر عرض).³

3-4- تحويل البنى الصناعية والتجارية

لقد لفت النظر كل من B. Solnik & B. Jacquillat⁴، إلى أن تعديل بنى الإنتاج يتطلب مبالغ كبيرة من الضروري اللجوء إلى السوق المالية من أجل تأمينها. ويحدث هذا اللجوء كثيرا في حالة النمو الداخلي (امتلاك موجودات حقيقية) كما في حالة النمو الخارجي (امتلاك شركات موجودة سابقا) مما يؤدي حسب الحالة الثانية إلى ظهور شركات ضخمة تجمع العديد من المؤسسات.

3-5- مكان لتداول الخطر

الابتكار الحاصل في السوق المالية، خاصة ما يسمى بالمنتجات المشتقة، جعلت من هذه الأسواق مكانا لتسيير الأخطار التي يتحملها الأعوان الاقتصاديون، كذلك التنوع في الأوراق المالية يسمح بالتقليل من الأخطار التي يتحملها المستثمر.⁵

¹ Alain Choinel et Gérard Rouyer, Op-Cit, p 36.

² Idem, p : 36.

³ Ibid, p : 36.

⁴ عمار موسى وعلى مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 239، نقلا عن B. Solnik & B. Jacquillat, Marché financier: gestion de portefeuille et de risque, Dunod, Paris, 1989.

⁵ Alain Choinel et Gérard Rouyer, Op-cit, p : 38.

المطلب الثاني: قواعد وآليات التعامل في السوق المالية

سيتم من خلال هذا المطلب تقديم الأطراف التي تتعامل في السوق المالية، وكذا العمليات التي تقوم بها والأوامر التي تصدرها في البورصة.

1- الأطراف المتدخلة في السوق المالية

يتعامل ببورصة الأوراق المالية الكثير من الفاعلين، من أفراد ومؤسسات وبنوك ومستثمرين مؤسسين.

1-1- الأفراد

يعد الأفراد من بين أهم المتعاملين في السوق المالية، حيث إنهم يمثلون الأغلبية في السوق المالية، وهم يعدون من أصحاب الفائض المالي، ولذلك فهم يقومون بعمليات الاستثمار المالي الحقيقي من خلال شراء الأسهم والسندات في السوق الأولية أو المضاربة من خلال بيع وشراء الأوراق المالية في السوق الثانوية.¹

2-2- المستثمرون المؤسسيون

يمكن تعريفهم على أنهم: "هيئات مالية تقوم بجمع موارد ادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها بتوظيف جزء هام في شكل قيم منقولة".² ومن بين تصنيفات المستثمرين المؤسسيين يمكن ذكر:³

1-2-1- صناديق التقاعد Les fonds de pension: وهي توظف جزء هام من اقتطاعات المداخيل في بورصة القيم المنقولة قصد تحقيق عوائد وهذا لوجود فارق زمني طويل بين مدة الاقتطاع ومدة التسديد.

2-2-1- شركات التأمين Les compagnies d'assurance: وهي مؤسسات مالية تقوم بالتأمين ضد الأخطار وعلى الحياة، وتعتبر من بين أهم المستثمرين التأسيسيين.

3-2-1- صناديق البطالة Les fonds de chômage: وظيفتها توفير علاوات للبطالين الذين كانوا قد انخرطوا فيها بشكل منظم قبل أن يجدوا أنفسهم بدون عمل، وتستطيع هذه الصناديق توجيه سيولتها للتوظيف على شكل أوراق مالية.

¹ Idem, p : 339.

² Ibid, p : 346.

³ علال بن ثابت ومحمد بن جاب الله ، المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص 7. نقلا عن Alain Choinel et Gérard Rouyer, Op-cit, p p: 346- 354.

1-2-4- صناديق الودائع والضمانات Les caisses des dépôts et consignations: وتقوم بجمع الودائع من الذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة، وتتمتع بسيولة هامة لا تجد لها سوى البورصة مكانا مناسباً للتوظيف.

1-2-5- هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية Les organisations de placement collectif des valeurs mobilières (PCVM): وتتكون أساساً من تنظيمات مهمتها تسيير محافظ للأوراق المالية لحساب عملاء من صغار المستثمرين وتتكون هذه الهيئات من:

- **شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV):** وهي التي يتكون رأسمالها من مجموعة مساهمات لأشخاص، وهذه المساهمات قابلة للزيادة والنقصان عن طريق التعديل في محفظة الأوراق المالية لها بانضمام مساهمين أو بيع الأوراق المالية.

- **شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت Les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF):** ولا يمارس فيها المساهمون حق الحيازة والتصرف المباشر في قيمة الأوراق المالية إلا باللجوء إلى السوق المالية وبيع حصصهم فيها.

- **الصناديق الجماعية للتوظيف Les fonds communs de placement (FCP):** ويتم فيها تجميع ادخارات العائلات غير المختصة نحو البورصة، وتسير من طرف هيئات مالية مختصة.

- **نوادي الاستثمار Les clubs d'investissement (CI):** وتكون فيها المحفظة المالية ملك لمجموعة من الأشخاص من خلال تقديم أعضائها لدفعات شهرية.

1-3- المستثمرون الآخرون

بالإضافة إلى الأفراد والمستثمرين المؤسسين، يوجد بعض المتعاملين الآخرين الذين يمكن إيجازهم كالآتي:¹

1-3-1- هيئات وتنظيمات ذات أهداف غير ربحية: وغالبا ما تكون تنشط في إطار ثقافي أو علمي أو اجتماعي أو رياضي، وبإمكانها توظيف سيولتها المتاحة عندها في السوق المالية للحصول على عوائد إضافية.

1-3-2- المؤسسات: ويكون تدخلها في السوق المالية لتحقيق ثلاثة أهداف:

- استغلال الفرص الممنوحة من قبل السوق المالية بالاستثمار أو التخلص من الاستثمار في إطار تكوين أو تدعيم أو إعادة ترتيب هيكلها.

- توظيف السيولة المتاحة لديها من أجل تحسين خزيرتها.

¹ علال بن ثابت، الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة - الجزائر، 2003-2004، ص 16.

- القيام بسياسة تخص تسوية أو تدعيم أسعار أوراقها المالية.

1-3-3- البنوك: تعتبر من أهم المتعاملين في السوق المالية، حيث إنها تعمل لحسابها الخاص بشراء أوراق مالية، أو تقوم بتسيير محافظ مالية لصالح عملائها مقابل الحصول على عمولة.

2- عمليات السوق المالية

يتم التعامل على الأوراق المالية في السوق المالية بطريقتين: إما بالعقود العاجلة أو العقود الآجلة.

1-2- العقود العاجلة¹

العقود العاجلة هي عملية بيع وشراء الأوراق المالية مع تسديد الثمن واستلام الأوراق في أجل أقصاه 48 ساعة ويلجأ المتعاملون للعقود الآجلة لأحد الأسباب الآتية:

- الاستثمار وذلك من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية من أجل الاستفادة من أرباحها وفوائدها.
- المضاربة على ارتفاع أسعار الأوراق المالية ببيعها عند تحقق ذلك الارتفاع.
- التحوط أي الحماية من مخاطر انخفاض الأسعار من خلال اللجوء إلى البيع على المكشوف.

تتم هذه العمليات في قاعة التداول بالبورصة، ولا يسمح للمتعاملين بدخولها ما عدا السماسرة وموظفي السوق، حيث يقوم السماسرة بالعمليات نيابة عن المتعاملين، ومن ثم ترسل الأوراق التي تم التعامل عليها إلى الطرفين من أجل التوقيع عليها.

2-2- العقود الآجلة²

يقصد بالمعاملات الآجلة تلك المعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية، حيث يتم الاتفاق على نوع الورقة محل الصفقة، عددها وثنمها عند إبرام الصفقة على أن يتم تسليم الأوراق للمشتري والتمن للبائع عند تاريخ لاحق يسمى يوم التصفية.

ويجب التأكيد على ما يلي بالنسبة للعقود الآجلة:

- الغرض الأساسي للمتعاملين بالسوق الآجلة هو تحقيق الأرباح الرأسمالية من الفرق بين سعرها الحالي والسعر المحدد يوم التصفية.
- أغلب المعاملات الآجلة تجرى على المكشوف، أي إن البائع لا يملك الأوراق محل الصفقة وقت إبرام العقد، ولكن البائع يتوقع انخفاض أسعارها عند تاريخ التصفية ليقوم بشرائها وتسليمها للمشتري.

¹ متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2010، ص ص: 177-178.

² نفس المرجع أعلاه، ص 186.

3- أوامر البورصة

يقوم السمسار بتنفيذ مجموعة من الأوامر التي يصدرها العميل، والتي يمكن تلخيصها من خلال العناصر الآتية:¹

3-1- الأمر السوقي

يتضمن هذا الأمر قيام العميل بمنح السمسار صلاحية الشراء أو بيع الأوراق المالية حسب ما يراه السمسار مناسباً وبما يتلاءم مع السوق (العرض والطلب).

3-2- الأمر المحدد

يتضمن هذا الأمر إعطاء العميل أسعاراً محددة للسمسار، حيث يتم بموجبها تنفيذ الأمر سواء بالبيع والشراء بمجرد وصول السعر إلى هذا الحد.

3-3- أمر التوقف

يعتبر هذا الأمر مزيجاً من النوعين السابقين، وعادة ما يلجأ العميل إلى التوقف في حالة إنقاذ ما يمكن إنقاذه من الربح أو تفادي ما يمكن تفاديه من الخسارة.

3-4- الأمر الفوري

يقضي هذا الأمر تنفيذ ما يطلبه العميل من السمسار فوراً إما ببيع أو شراء الأوراق المالية.

3-5- الأمر الحر أو المطلق

يعطي هذا الأمر للسمسار الحرية المطلقة في عمليات البيع والشراء للأوراق المالية حسب ما يراه السمسار مناسباً لمصلحة وكيله.

3-6- الأمر المحدد بالزمن

ويقضي هذا الأمر بأن يكون محددًا بسقف زمني كأسبوع أو شهر... إلخ.

المطلب الثالث: مؤشرات السوق المالية

ظهرت المؤشرات وتكونت عبر الزمن ابتداءً من القرن 19 مثل مؤشر داو جونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينيات للقرن 20م، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول سنة 1990م.

¹ جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص ص: 28-27.

1- تعريف المؤشر

يعرف المؤشر على أنه أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية من خلال مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على أساس عينة من الأسهم التي يتم تداولها في السوق، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر عكس حالة السوق التي يستهدف المؤشر قياسها.¹

2- أنواع المؤشرات

يمكن التمييز بين نوعين من المؤشرات: مؤشرات إجمالية وأخرى قطاعية.²

1-2- المؤشرات الإجمالية

تستعمل هذه المؤشرات لقياس الحالة العامة للسوق، أي التوجه العام للسوق بمختلف القطاعات الاقتصادية المكونة له. وعليه، فإن هذه المؤشرات تقيس الوضعية الاقتصادية للدول المعنية خاصة إذا كان المؤشر يتكون من جميع الأسهم المتداولة ويعكس مساهمة جميع القطاعات في الناتج الإجمالي الخام.

2-2- المؤشرات القطاعية

تعمل هذه المؤشرات على قياس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة كقطاع الخدمات، الصناعة والنقل.

3- استخدامات المؤشرات

تستخدم المؤشرات لأغراض عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من المتعاملين في السوق المالية، ومن بينها ما يلي:³

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة من خلال المقارنة ما بين التغيير في عائد المحفظة المالية، والتغيير الذي طرأ على مؤشر السوق الذي يعكس مكونات المحفظة.
- الحكم على أداء المديرين المحترفين للمحافظ المالية، من خلال المقارنة ما بين عائد المحفظة وعائد السوق.
- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها حال السوق في المستقبل.

4- مراحل بناء المؤشرات

يمر بناء المؤشر عبر خطوتين أساسيتين هما:

¹ عبد القادر متولي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص 193.

² الياس تقيّة، عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة - الجزائر، 2003-2004، ص 27.

³ عبد القادر متولي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص ص: 194 - 195.

4-1- اختيار العينة المناسبة

العينة هي مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، ويجب أن تكون العينة المختارة ملائمة من حيث الحجم، الاتساع والمصدر.

4-1-1- الحجم: كلما كان عدد الأوراق المالية التي يتكون منها المؤشر كبيرا كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا للسوق.

4-1-2- الاتساع: يجب على العينة أن تشمل جميع القطاعات الاقتصادية المشاركة في السوق إذا كان المؤشر إجماليا، والاقتران على الأوراق المالية الخاصة بقطاع معين في حالة المؤشر القطاعي.

4-1-3- المصدر: يجب أن يكون مصدر الحصول على المعلومات الخاصة بالأسعار هو السوق الأساس الذي تتداول فيه الأوراق.

4-2- تحديد الأوزان النسبية

تعرف الأوزان النسبية بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، والذي يمكن تحديده من خلال الطرق الثلاث الآتية:

4-2-1- الوزن على أساس السعر

أي نسبة سعر السهم الواحد للمؤسسة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى المكونة للمؤشر.

4-2-2- الأوزان المتساوية

أي إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

4-2-3- الأوزان حسب القيمة

أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في المؤشر.

المبحث الثالث: التمويل عن طرق القروض السندية

مثلما تمت الإشارة إليه من خلال المبحثين السابقين، فالمؤسسة بحاجة دائمة للأموال، حيث تمثل سوق الأوراق المالية إحدى الأماكن المفضلة لجمع وتحصيل التمويل على المدى المتوسط والطويل.

وتستطيع الدولة، المؤسسات الاقتصادية ومن أجل تمويل استثماراتها أن تصدر في السوق قروضا على المدى المتوسط والطويل، على شكل أصول مالية قابلة للتداول، تمثل تجزئة للقروض الذي يطلق عليه اسم القرض السندي.

تعد القروض السندية من الأشكال الخاصة للقروض متوسطة وطويلة الأجل، يتم من خلال الإصدار العام لأصول متداولة تسمى السند، وهي تمثل مديونية للمؤسسة المصدرة. ويتم توظيف هذه الأصول في السوق المالية عن طريق وسيط غالباً ما يكون البنك.

وسيتم من خلال هذا المبحث معالجة القروض السندية من خلال ثلاثة مطالب كما يلي:

- ماهية السندات وأنواعها؛

- تنظيم، إصدار وامتلاك القروض السندية؛

- تكلفة التمويل بالقرض السندي.

المطلب الأول: ماهية السندات وأنواعها

السندات عبارة عن أصول مالية قابلة للتداول في السوق المالية، يتم إصدارها من قبل الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي بهدف تجميع موارد مالية قصد مواجهة التزاماتها خاصة على المدى المتوسط والطويل،

وعليه، سيتم من خلال هذا المطلب معالجة النقاط الآتية:

- تعريف السندات؛

- أنواع السندات؛

- عناصر القرض السندي.

1- تعريف السندات

يمكن تعريف السندات على أنها عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر، ويقضي هذا الاتفاق بأن يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغاً معيناً من المال لمدة محددة وسعر فائدة معين، والسند يختلف عن القرض لأنه قابل للتداول حيث يمكن بيعه وهو بذلك يوفر سيولة عالية لحامله، وقد يتضمن العقد شروطاً أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة مقابل إصدار السندات في السوق المالية، كما يمكن أن يتضمن شروطاً لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق (التسديد المسبق للسندات).¹

2- أنواع السندات

يمكن تصنيف السندات وفق عدة معايير منها:²

¹ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل- التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008، ص 224.

² متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2010، ص ص: 141- 142.

2-1-1- تصنيف السندات طبقاً لجهة الإصدار

يمكن تصنيف السندات وفقاً لجهة الإصدار إلى سندات تصدرها المؤسسات الاقتصادية، وأخرى تصدرها جهات حكومية.

2-1-1-2- السندات التي تصدرها المؤسسات الاقتصادية

تعتبر السندات التي تصدرها المؤسسات الاقتصادية صكوك دين تطرح في سوق الأوراق المالية لأجل متوسط وطويلة. وتصدرها باعتبارها مصدراً أساسياً من مصادر التمويل الخارجي متوسط وطويل الأجل.

2-1-2- السندات الحكومية

يمكن تقسيم السندات الحكومية إلى:

2-1-2-1- السندات الادخارية

وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل، كما أنه لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير. ويرتبط معدل الفائدة على السندات طردياً بطول فترة الاحتفاظ بها.

2-2-1-2- سندات الخزنة

تمثل أدوات استثمار متوسط وطويل الأجل، وهي قابلة للتداول، حيث يحق لصاحبها التصرف فيها بالبيع والشراء أو التنازل، كما أن للحكومة الحق في التسديد المسبق لها بقيمة وتاريخ محددة مسبقاً.

2-3-1-2- سندات بدون فائدة

وهي سندات تباع بخصم في القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، وهي قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

2-2- تصنيف السندات طبقاً لشكل السند

يمكن تصنيف السندات طبقاً لشكلها إلى:

2-2-1- السند لحامله

يعد هذا السند ورقة مالية قابلة للتداول يمكن بيعه، شراؤه أو التنازل عنه. وفي تواريخ استحقاق الفائدة يتقدم حامله إلى البنك المختص في دفع الفائدة من أجل تحصيلها.

2-2-2- السند الاسمي

هو سند مسجل باسم شخص معين ولا تدفع الفوائد إلا لهذا الشخص، ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبه من السرقة، التالف أو ما شابه.

2-3-2 تصنيف السندات وفقا لتاريخ الوفاء بقيمة السند

يتم تصنيف السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها إلى:

1-3-2 السندات الدائمة

وهي سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد، والوسيلة الوحيدة للتخلص منها هو بيعها لشخص آخر، ويمكن للمؤسسة من استرجاعها من خلال شرائها في السوق مباشرة.

2-3-2 السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد

وهي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد يتم فيه تقديم السند إلى الجهة المصدرة من أجل استرداد القيمة الاسمية له.

3-3-2 السندات القابلة للاستدعاء

يمكن للمؤسسة المصدرة للسندات أن تقوم بعملية استرجاع أو التسديد المسبق لقيمة السندات وفق معدل الفائدة السائد في السوق.

4-3-2 السندات ذات العائد الصفري

لا يحصل المستثمر في هذا النوع من السندات على فوئد دورية، وإنما يحصل على فوائد عند تاريخ الاستحقاق أو بيع السند، وتمثل الفائدة الفرق بين قيمة شراء السند والقيمة الاسمية التي يباع بها.

5-3-2 السندات ذات معدل الفائدة المتغير

يتم فيه تعديل معدل الفائدة بصفة دورية لكي يعكس أثر التضخم، لأن التضخم يجعل من الفائدة المحصل عليها غير كافية لتعويض المستثمر.

6-3-2 السندات القابلة للتحويل

يعني أن السندات المصدرة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، وهي إما اختيارية أي برغبة حامل السند، أو إجبارية عن طريق استدعاء حملة تلك السندات.

3- عناصر عقد القرض السندي

السند هو أصل مالي يجسد التزام المقرض إلى المقترض، الذي يقوم بدوره بمنحه أموالا وجعلها تحت تصرفه. هذا الالتزام يتم ترجمته من خلال عقد إصدار السندات الذي يحدد خصائص القرض ونمط تسديد الأموال وطريقة مكافأة المقرض.

ويحتوي هذا العقد على العناصر الأساسية الآتية:¹

- القيمة الاسمية للسند وهي القيمة التي يتم على أساسها حساب الفائدة المستحقة على السند.
 - طريقة إهلاك السندات والتي تكون إما التسديد في النهاية، الأقساط (دفعات) الثابتة أو الإهلاك الثابت.
 - مدة القرض التي تمنح معلومات حول تاريخ أو تواريخ سداد القرض.
 - تاريخ توزيع الفوائد وهو عبارة عن التاريخ الذي تبدأ فيه المؤسسة بدفع فوائد لحملة السندات.
 - المعدل الاسمي وهو معدل الفائدة المدفوع في شكل قسائم فائدة لحاملي السندات.
 - سعر الإصدار وهو المبلغ الواجب دفعه من أجل حيازة السندات، قد يكون هذا السعر مساويا للقيمة الاسمية للسند (émission au pair) أو أقل منها (émission au dessous du pair).
 - قيمة السداد وهي القيمة التي يحصل عليها حامل السند عند تاريخ سداد القرض، ويمكن أن تتساوى هذه القيمة مع القيمة الاسمية للسند (remboursement au pair) أو أكبر منها (remboursement au dessus du pair). وفي الغالب، يتم تسديد السندات عن طريق سحب القرعة، وبالاعتماد على الدفعات الثابتة أو الإهلاك الثابت.
 - علاوة الإصدار وهي الفرق ما بين سعر الإصدار والقيمة الاسمية للسندات.
 - علاوة التسديد وهي الفرق ما بين قيمة تسديد السند والقيمة الاسمية له.
 - التردد وتمثل وتيرة دفع قسيمة الفوائد للسند، أي عدد مرات تحصيل الفوائد من طرف حامل السند خلال السنة الواحدة.
- السندات المصدرة في السوق عموما هي سندات ذات معدل فائدة ثابت، أما السندات ذات معدل الفائدة المتغير فهي تحصل قسائم فائدة غير ثابتة، ولكن مثبتة بالنسبة لمعدل فائدة مرجعي تحدده السوق. ويتحدد سعر السند وفقا لتغيرات أسعار الفائدة في السوق المالية.
- وأخيرا، فإن عقد السند يتميز بخاصيتين أساسيتين هما:

¹ Dov Ogien, Pratique des marchés financiers, Dunod, Paris, 2005, p p: 62-63.

- قسائم فائدة مستقلة عن نتائج المؤسسة وهي محددة مسبقا من خلال العقد.
- تتمتع السندات بالأولوية في السداد مقارنة بالأموال الخاصة عند تصفية المؤسسة.¹

المطلب الثاني: تنظيم، إصدار واهتلاك القروض السندية

يخضع إصدار القرض السندي إلى مجموعة من الشروط، الإجراءات القانونية وطرق الإصدار، وعليه، ستنم معالجة هذا الجانب من خلال هذا المطلب وفق ثلاثة عناصر كالآتي:

- تعريف القرض السندي؛
- الشروط القانونية لإصدار القرض السندي وتنظيمه؛
- طرق اهتلاك القرض السندي.

1- تعريف القرض السندي

القرض السندي هو شكل خاص من أشكال القروض متوسطة وطويلة الأجل يتم بواسطتها إصدار أوراق مالية متداولة للجمهور تجسد ديناً على المؤسسة، هذه الأوراق توظف في السوق المالية بواسطة البنك، تسمى هذه الأوراق بالسندات، أما مالكيها فيسمى حامل السند.²

كما يمكن تعريف القرض السندي على أنه قرض يتعلق بمبالغ ضخمة، يقسم إلى أوراق مالية ذات مبالغ صغيرة تسمى سندات، ويعقد بين طرفين:

- المقترض وهي الجهة المصدرة للعقد.
- المقرضين هي الجهة التي تكتتب في القرض، أي الجهة التي تمنح الأموال للمصدر، ويكون لها الحق في استرجاع ديونها إضافة إلى الفوائد في تاريخ أو تواريخ استحقاق القرض.³

2- الشروط القانونية لإصدار القرض السندي وتنظيمه

يخضع إصدار القرض السندي إلى مجموعة من الشروط القانونية الواجب توفرها في المؤسسة المصدرة، كما أنه يتم وفق تنظيم معين، وهو ما سيتم دراسته من خلال هذه النقطة.

1-2- الشروط القانونية للإصدار

يجب على المؤسسات الراغبة في إصدار قروض سندية أن تحقق مجموعة من الشروط التي من شأنها حماية الادخار العام والمستثمرين الخواص. ومن بين هذه الشروط ما يلي:¹

¹ Ben Aouda, **Accès aux marchés financiers**, Document du cours, Institut de Financement du Développement du Maghreb Arabe (I.F.I.D), 2008- 2009, pp : 11-12.

² Pierre Conso & Farouk Hemic, **Op-cit**, 2005, 475.

³ رتيبة رزاز ، تمويل الاستثمارات -دراسة حالة شركة الخطوط الجوية الجزائرية-، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة - الجزائر-، 2005، ص 40.

- أن تكون المؤسسة المصدرة شركة ذات أسهم.
- أن يكون رأس مالها محررا كليا.
- أن تمتلك المؤسسة سنتين من النشاط التي يمكن تبريرها من خلال إعداد ميزانيتين متتاليتين ومصادق عليها بصفة منتظمة.
- يمكن الاستغناء عن الشرطين الأخيرين (تحرير رأس المال ومزاولة المؤسسة للنشاط لمدة سنتين مبررتين بميزانيتين متتاليتين مصادق عليهما) في الحالتين أدناه:
- إصدار السندات مرهونة بأوراق مالية مدينة للدولة.
- في حالة سندات مضمونة من طرف الدولة (الجماعات المحلية أو المؤسسات التي تملك سنتين من النشاط وقامت بإصدار ميزانيتين متتاليتين ومصادق عليها).
- فقط الجمعية العامة العادية للمساهمين هي التي تقرر أو تسمح بإصدار القرض السندي، وهي التي تفوض مجلس الإدارة بتحقيق هذا الإصدار في آجال لا تتجاوز عادة الخمس سنوات بدءا من تاريخ قرار الجمعية العامة بإصدار القرض السندي.
- أما فيما يخص إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم فالجمعية العامة الاستثنائية هي من لها الحق في منح هذا القرار.
- إذا كان القرض السندي موجها للجمهور، فيجب على المؤسسة نشر كافة المعلومات المتعلقة بوضعيتها القانونية والمالية، وكذا المعلومات المتعلقة بخصائص السندات المصدرة. ويجب أن تتم المصادقة عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

2-2- تنظيم إصدار القرض السندي

يتم إصدار السندات وفق ثلاث تقنيات هي:²

2-2-1- الإصدار عن طريق الحنفية المفتوحة (Les émissions à robinet ouvert)

وفق هذه الطريقة، لا يحدد مصدر السندات مبلغ أو تاريخ نهاية الإصدار، حيث يلتزم المصدر بعرض سندات للبيع ما دام هناك طلب عليها. ويتم إصدار سندات الخزينة وفق هذه الطريقة.

2-2-1- الإصدار النقابي (Les émissions syndiquées)

وفق هذه الطريقة، يقوم مصدر السندات باختيار بنك معين، يطلق عليه اسم رئيس الصف (Chef de file)، وهذا من أجل ضمان الجانب القانوني للعملية، وكذا توظيف هذه السندات. كما يكون مكلفا

¹ Pierre Conso & Farouk Hemici, **Op-cit**, 2005, 476.

² Paul-Jacques Lehmann, **Bourse et marchés financiers**, Dunod, Paris, 2^{ème} édition, 2005, pp: 26-28.

بإنشاء نقابة لضمان القرض تكون مكونة من مجموعة من المؤسسات المالية التي تلتزم بضمان السير الحسن لعملية الإصدار. أي ضمان تحصيل مصدر السندات على المبلغ المالي الموافق لحجم الإصدار، إما من الأفراد الذين يقومون بالاكتتاب، أو من أفراد النقابة أنفسهم (يقومون بشراء السندات المصدرة).

الاحتمال الثاني أي قيام أفراد النقابة بشراء السندات بأنفسهم يفسر سبب وجود سوق ما بين البنوك ما بين عمليتي إصدار وتسعير السندات في السوق المالية. وتسمح هذه السوق لأفراد النقابة ببيع السندات للبنوك والمؤسسات المالية التي لا تتمتع بالعضوية في نقابة الإصدار، وهذا من أجل ضمان عدم وجود مشكل سيولة أو تسعير للقرض السندي قبل أول جلسة تسعير له.

من أهم سلبيات هذه الطريقة في الإصدار هي التكلفة المرتفعة، الناجمة أساسا عن نقابات أو لجان التوظيف والضمان.

2-2-3- الإصدار عن طريق المزايمة والإشهار (Les émissions par adjudication et assimilation)

يعتمد المصدر وفق هذه الطريقة، على إجراء بيع بالمزاد للسندات المصدرة، مخصص للوسطاء الماليين المؤهلين قانونيا. وتسمح هذه الطريقة بتخفيض تكلفة الإصدار ذلك أنه لا يتم تشكيل أي لجنة من أي نوع. وتعتمد هذه الطريقة خاصة في إصدار الدولة للأوراق المالية.

تقوم البنوك والمؤسسات المالية المؤهلة قانونيا، والتي تود المشاركة في الإصدار، بتقديم عرضها في ظرف مغلق (مختوم) قبل بداية المزاد. وبعبارة أخرى، تقوم بإرسال عروض الشراء الخاصة بها إلى الخزينة العمومية، والتي تحتوي الكمية المطلوبة من السندات وكذا السعر الذي تستعد لدفعه من أجل الحيازة على السندات.

وفي الجهة المقابلة، تقوم الخزينة العمومية بإعداد قائمة بالأسعار التي تسمح لها بترتيب العروض المستلمة، والتي تمكنها من تحديد سعر البيع. كما يحصل كل متعامل على السندات الخاصة به بمعدل يساوي المعدل المتوسط المرجح لمختلف خطط باقي المساهمين. وتسمى هذه التقنية بالمزاد على الطريقة الهولندية.

ولأجل ضمان نجاح عملية الإصدار، يتم تكليف المتخصصين في قيم الخزينة (Les spécialistes en valeur de trésor) بضمان توظيف القيم المصدرة بتنوع المستثمرين وعددهم، وضمان السيولة في السوق الثانوية.

3- طرق اهتلاك القرض السندي

يتم استبدال السندات بقيمة نقدية عند حلول تاريخ أو تواريخ الاستحقاق، وتكون طريقة الاهتلاك المتبعة منصوصا عليها في عقد الإصدار. ويمكن التمييز بين ثلاث طرق رئيسية لاهتلاك القرض السندي كما يلي:¹

3-1- طريقة الدفعات أو الأقساط الثابتة

تقوم المؤسسة في كل سنة بتخصيص نفس المبلغ من أجل إطفاء أو تسديد القرض السندي. في السنة الأولى، يكون الجزء الأكبر في الدفعة عبارة عن فوائد القرض، والتي تتناقص سنة تلوى الأخرى، يقابلها من الجهة الأخرى ارتفاع تدريجي في قيمة رأس المال المسدد. من بين مساوئ هذه الطريقة في الاهتلاك أنها تجعل ثقل الأعباء المالية (الفوائد) في السنوات الأولى من القرض.

3-2- طريقة الاهتلاك الثابت

وفق هذه الطريقة، تقوم المؤسسة في كل سنة بتسديد نفس العدد من السندات، وعليه تكون الدفعة في هذه الحالة مكونة من جزء ثابت يمثل اهتلاك رأس المال الخاص بالقرض، وجزء متغير ينقص من سنة لأخرى يمثل الفائدة.

3-3- طريقة اهتلاك القرض دفعة واحدة

تعتمد هذه الطريقة على الدفع السنوي للفوائد المستحقة على السندات، وفي المقابل تخصيص مبلغ سنوي يكون كافيا من أجل تشكيل رأس مال مساوي لمبلغ القرض السندي. وتستعمل هذه الطريقة بدرجة أقل مقارنة بالطرق السابقة.

ومهما تكن طريقة الاهتلاك المستعملة، فإن جدول الاهتلاك يوضح عدد السندات المهتلكة أو المسددة كل سنة. هذه السندات يمكن اختيارها عن طريق سحب القرعة، أو إعادة شرائها عن طريق البورصة.

تكون عملية إعادة شراء السندات مفيدة بالنسبة للمؤسسة عندما يكون سعر السند أقل من سعره العادل، وتنتج هذه العملية عند ارتفاع معدل الفائدة الفعلي في السوق المالية. ويمكن توضيح شروط إعادة الشراء من خلال عقد إصدار السندات.

¹ Pierre Conso & Farouk Hemici, **Op-cit**, 2005, p p: 478- 479.

المطلب الثالث: تكلفة التمويل عن طريق القرض السندي

ينتج عن إصدار القرض السندي في السوق المالية تكلفة، تتعلق بمصاريف الاكتتاب والإعداد للإصدار، هذا من جهة، ومن جهة أخرى بالفوائد المستحقة على القرض والتي يتم تسديدها بصفة دورية (سداسية أو سنوية).

وعليه، ومن خلال هذا المطلب، سيتم معالجة النقاط الآتية:

- تسعير السندات في سوق الأوراق المالية؛

- معدلات العائد على السندات؛

- التكلفة الحقيقية للقرض السندي.

1- تسعير السندات في سوق الأوراق المالية

يمكن أن تكون السندات مسعرة في البورصة، أو العكس. ففي حالة التسعير في البورصة فإن إصدار السندات يكون موجهًا لعدد كبير من المستثمرين الخواص والأفراد، كما أنها تكون قابلة للتبادل، وفي هذه الحالة يلزم المصدر بنشر المعلومات المتعلقة بالنداء للادخار العام.

يمكن للمستثمر أن لا يشارك في إصدار السندات، إلا أنه يمكنه الاستثمار في هذه السندات من خلال السوق الثانوية، حيث إن تسعير السندات يسمح بمبادلتها خلال طول فترة حياتها.

أما بالنسبة للسندات غير المسعرة في البورصة، فإن إصدارها يكون لصالح مجموعة من المستثمرين الذين يكونون عادة البنوك والمؤسسات المالية. كما يمكن أن تكون هذه السندات قابلة للتبادل أو العكس، ففي حالة القابلية للتبادل فإن ذلك يتم عن طريق الرضا (gré à gré).

ويرتبط سعر السند في السوق المالية بأربعة عوامل رئيسية كما يلي:

- **تغيرات أسعار الفائدة:** حيث إن سعر السند يرتفع في حالة انخفاض معدل الفائدة، والعكس بالعكس صحيح.

- **خطر الإفلاس بالنسبة للمؤسسة:** ينخفض سعر السند في حالة زيادة خطر عجز المصدر عن السداد، ويرتفع في الحالة المعاكسة. كما يرتفع السعر عند انخفاض هذه المخاطرة بالنسبة للمستثمرين، وينخفض عند ارتفاعها.

- **مرور الوقت:** يرتفع سعر السند مع اقتراب تاريخ توزيع قسائم الفائدة للسند، وينخفض بعد مرور هذا التاريخ.

- **تفضيل المستثمرين للسيولة:** كلما زاد تفضيل المستثمرين للسيولة انخفض سعر السند، ويرتفع في الحالة المعاكسة.

2- معدلات العائد على السندات

يمكن التمييز بين أربعة أنواع مختلفة من معدلات الفائدة على السندات العادية كما يلي:¹

2-1- المعدل الاسمي

يطبق هذا المعدل على القيمة الاسمية للسند من أجل حساب القسيمة السنوية للفائدة. ويمكن ان يكون ثابتا طول مدة القرض السندي، كما يمكن أن يكون متغيرا أو يمكن إعادة مراجعته دوريا قبل فترة استحقاق قسيمة الفائدة، وهذا بالاعتماد على معدل مرجعي.

ويمكن الاعتماد على معدل السوق النقدية، أو معدل سوق السندات الخاصة بالدولة من أجل تحديد معدل الفائدة المرجعي.

2-2- المعدل الحقيقي

يمثل قيمة الفائدة الفعلية المحصل عليها من قبل المستثمر بعد استبعاد أثر الأسعار، ويتم حسابه من خلال العلاقة الآتية:

المعدل الفعلي = المعدل الاسمي - معدل تغير الأسعار.

2-3- معدل العائد الفعلي

يمثل هذا المعدل الفائدة المحصل عليها فعليا مقارنة بالسعر المدفوع من أجل الحصول على السند. ويستعمل عادة هذا المعدل بالنسبة للمستثمرين الذين يقومون بإعادة شراء السندات من البورصة بقيمتها السوقية.

2-4- معدل العائد الحسابي

يمثل معدل العائد الحسابي معدل العائد الفعلي الذي يتحصل عليه المستثمر من خلال شراء السند والاحتفاظ به إلى غاية تاريخ تسديده وهذا بافتراض أن الفوائد المحصل عليها يتم إعادة استثمارها بنفس المعدل.

معدل العائد الحسابي هو معدل الاستحداث الذي يجعل المبلغ الموظف في شراء السندات مساويا لمجموع المداخل المالية المستحدثة والمولدة عن هذا التوظيف. ويمكن حسابه من خلال العلاقة أدناه:²

$$P = \frac{C_t}{1+r} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} \quad (1)$$

¹ Paul-Jacques Lehmann, **OP-cit**, 2005, p p: 23-25.

² B. Jacquillat et B. Solnik, **Marché financiers : gestion du portefeuille et des risques**, Dunod, Paris, 3^{ème} édition, 1997, p p: 212-213.

حيث إن:

P: يمثل سعر السند (سعر الإصدار أو سعر الشراء من البورصة).

C_t : المداخيل المالية للسند في الفترة t ، والمكونة من قسيمة الفائدة وتسديد قيمة السند في تاريخ الاستحقاق.

وعليه، يمكن حساب معدل العائد الحسابي r الذي يمثل حل المعادلة (1)، حيث إن كل الحدود معلومة باستثناء r .

3- التكلفة الحقيقية أو الفعلية للقرض السندي

ينتج عن إصدار القرض السندي تحمل المصدر لتكاليف ناجمة إما عن خدمة الدين المباشرة، والمتمثلة في الفوائد وعلاوات الإصدار والاسترجاع. وإما عن تكاليف الإصدار والمتمثلة في تكاليف اللجان الخاصة المشكلة لهذا الغرض، وتكاليف الوساطة المالية وتكاليف طبع الأوراق المالية ومصاريف الإشهار.

وعليه، فإن مصدر القرض السندي يحصل في الأخير على مبلغ أقل من مبلغ السندات المصدرة (مبلغ القرض - تكلفة القرض).

كما ينتج عن القرض السندي وفرة ضريبية (اقتصاد ضريبي) متمثلة أساسا في الضرائب المستحقة على الأعباء المالية للقرض وكذا مصاريف الوساطة المالية.

وعليه، فإن المعدل الفعلي للقرض السندي بالنسبة للمصدر والذي يطلق عليه أيضا اسم سعر التكلفة يكون مختلفا عن المعدل الاسمي.

4- إيجابيات وسلبيات التمويل بالقرض السندي

للتمول السندي إيجابيات وسلبيات، سواء للمقرض أو المستثمر، ويمكن إجمالها في الآتي:

4-1- إيجابيات التمويل بالقرض السندي

يتيح التمويل بالقرض السندي عدة مزايا للمصدر والمستثمر على حد سواء، ومن بينها ما يلي:

4-1-1- إيجابيات التمويل بالقرض السندي من وجهة نظر مالك السند

تمنح السندات عدة مزايا لحالها، يمكن إيجازها فيما يلي:¹

- يعتبر هذا النوع من التمويل أقل مخاطرة لأن له الأولوية في الدخل والساد.

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للطبع، النشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001، ص ص: 503-504.

- الحصول على دخل ثابت.

- نسبة مخاطر أقل مقارنة بتلك التي يتحملها حملة الأسهم.

4-1-2- إيجابيات التمويل بالقرض السندي من وجهة نظر مصدر القرض السندي

يتمتع مصدر السندات بعدة مزايا أهمها:¹

- تكلفة القرض محددة مسبقا، وهي أقل مقارنة بتكلفة التمويل عن طريق الأسهم.

- الحصول على الإعفاء الضريبي الناتج عن دفع الفوائد ومصاريف الوساطة المالية.

- إعطاء المنظمة مرونة أكبر في تعديل الهيكل المالي للمؤسسة من خلال إصدار السندات القابلة

للتحويل إلى أسهم.

- المحافظة على استقلالية التسيير، حيث إن حملة الأسهم لا يتمتعون بالحق في الرقابة والتصويت.

4-2- سلبيات التمويل عن طريق السندات

كما يترتب عن التمويل السندي بعض السلبيات، والتي من أهمها:

4-2-1- سلبيات التمويل عن طريق السندات بالنسبة لمالك السند

يتعرض حامل السند لعدة مخاطر وسلبيات جراء حيازة السند، ومن بينها ما يلي:

- خطر تقلبات أسعار الفائدة، وتأثير ذلك على السعر السوقي للسند.

- خطر عجز المؤسسة عن التسديد، سواء للفوائد أو أصل القرض.

- عدم امتلاك الحق في الرقابة والتصويت.

4-2-2- سلبيات التمويل عن طريق السندات بالنسبة لمصدر القرض السندي

ينتج عن إصدار السندات بعض السلبيات التي يجب على المؤسسة التعامل معها، ومن بينها:²

- الالتزام بدفع فوائد في تواريخ محددة.

- ارتفاع خطر الإفلاس الناتج عن التوسع في مديونية المؤسسة.

- اختلال التوازن المالي للمؤسسة، وهيكل رأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال بالنسبة

للمؤسسة.

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ، 2001، ص 504.

² نفس المرجع أعلاه، ص 504.

المبحث الرابع: التمويل برفع وفتح رأس المال

إضافة إلى السندات، تتيح السوق المالية مصدرا آخر لتمويل المؤسسات الاقتصادية، ليس عن طريق الاستدانة كما في حالة القرض السندي، ولكن هذه المرة من خلال حقوق الملكية المتمثلة في إصدار الأسهم.

يمكن للمؤسسات الاقتصادية، ومن أجل تمويل أنشطتها أو نموها وتوسعها في مجالات أخرى، أن تلجأ إلى فتح أو رفع رأس مالها بالاستعانة بمستثمرين من خارج المؤسسة من خلال توجيه نداء للاكتتاب العام في السوق المالية. حيث يعتبر هذا الأسلوب التمويلي من بين أهم مصادر التمويل طويلة الأجل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية.

لقد أدى الدور الفعال الذي أصبحت تقوم به البورصة خاصة فيما يتعلق بتجميع الادخار الوطني وتوجيهه إلى أصحاب العجز المالي، إلى طرح العديد من المؤسسات الاقتصادية لأسهمها للاكتتاب العام بغية الحصول على مصدر تمويل طويل الأجل، وكذا تنويع مصادر تمويلها من أجل الحصول على التركيبة المثلى لهيكل رأس مال المؤسسة.

وعليه، سيتم من خلال هذا المبحث عرض عملية فتح ورفع رأس المال كأحد مصادر تمويل المؤسسة، من خلال المطالب الآتية:

- الأسهم، أنواعها وخصائصها؛
- الدخول إلى البورصة؛
- تقييم المؤسسات وسعر الدخول إلى البورصة؛

المطلب الأول: الأسهم، أنواعها وخصائصها

تعد الأسهم إحدى أشكال الملكية، فحاملها يعد مساهما أو مشاركا في رأس مال المؤسسة، وليس دائنا لها. وهي تتخذ عادة أشكالا مختلفة، ولكل منها مميزات.

وسيتم من خلال هذا المطلب معالجة النقاط الرئيسية الآتية:

- تعريف الأسهم؛
- أنواع الأسهم وامتيازاتها؛
- العائد على الأسهم؛
- العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم.

1- تعريف الأسهم

تعد الأسهم من بين أهم الأوراق المتداولة في السوق المالية، وقد تم تحديد عدة تعاريف لها، يمكن إبراز أهمها كما يلي:

يمكن تعريف الأسهم على أنها عبارة عن "ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها على جزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك مثل هذه الورقة"¹.

كما يمكن تعريفها على أنها ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود القيمة الاسمية لها، كما أن حاملها هو شريك في المؤسسة.

عادة يتم تقسيم رأس مال المؤسسة إلى حصص ثابتة ومتساوية تطلق عليها اسم السهم، حيث تقدم إلى كل شخص اكتب في رأس مال المؤسسة، وهي تحمل قيمة اسمية، ويتم تداولها في سوق الأوراق المالية بقيمتها الجارية أو السوقية.

2- أنواع الأسهم وامتيازاتها

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم، لكل منها خصائصه ومميزاته كما يلي:

1-2- الأسهم العادية

تمثل أكثر أنواع الأسهم شيوعاً، ويمكن تعريفها وإبراز أهم ميزاتاتها من خلال ما يلي:

1-1-2- تعريف الأسهم العادية

هذا النوع عبارة عن حصة في ملكية المؤسسة، يحق لصاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد جميع الالتزامات اتجاه الآخرين، كما يحق له حضور اجتماعات الجمعية العامة والتصويت.

تصدر هذا النوع من الأسهم شركات المساهمة العامة فقط ويكون لكل سهم نفس الحقوق والواجبات، وتعتبر الأسهم العادية المصدر الرئيسي لتمويل المؤسسة خاصة في التأسيس. إذ تقوم المؤسسة بتحديد حجم رأس المال المطلوب وتقسيمه إلى عدد من الأسهم يتم طرحه إلى الجمهور للاكتتاب العام في السوق الأولية.²

2-1-2- امتيازات الأسهم العادية

يتمتع حامل الأسهم العادية بمجموعة من الامتيازات يمكن تحديدها في النقاط الآتية:

¹ متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 147.
² عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، 2008، ص 82.

- حق التصويت

يحق لحامل السهم العادي حضور اجتماع الجمعية العمومية للمؤسسة والتصويت أو توكيل أي شخص لينوب عنه في حضور الاجتماعات والتصويت، وبالتالي يمكن لحملة الأسهم العادية التأثير على إدارة المؤسسة عن طريق التصويت وانتخاب مجلس الإدارة. كما يحق لهم الموافقة أو الرفض على أي مقترحات يتقدم بها مجلس الإدارة بشأن توسيع في عمليات المؤسسة وتغيير سياسة توزيع الأرباح أو زيادة رأس مال المؤسسة.¹

- الحق في الأرباح الموزعة

يحق لكل مساهم الحصول على حصته من الأرباح الموزعة ويكون توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية بعد توزيعها لحملة الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى، ويتم الإعلان عن ربح السهم من طرف مجلس الإدارة.²

- المشاركة في أصول المؤسسة عند التصفية

في حالة إفلاس المؤسسة، يحصل المساهمون على ما يتبقى من أصول المؤسسة بعد تسديد جميع التزاماتها اتجاه الدائنين وحملة السندات. وإذا كان الجزء المتبقي بعد تسديد الالتزامات أكبر من رأس المال الأصلي، فإن المساهمين يحصلون على علاوة التصفية (Bonus de liquidation)، وإذا كان أقل فإنهم يتحملون خسارة التصفية (Malus de liquidation).³

- الأولوية في الاكتتاب

يمارس المساهمون هذا الحق في حالة زيادة رأس المال المؤسسة، سواء من خلال إصدار أسهم جديدة (وهو حالة غالبية المؤسسات) أو عن طريق رفع القيمة الاسمية للأسهم الموجودة أصلاً. وتكون عملية رفع رأس المال ناجحة في حالة الاكتتاب في أكثر من ثلاثة أرباع الأسهم المطروحة للبيع.⁴

2-2- الأسهم الممتازة

لقد ظهرت الأسهم الممتازة بمختلف أشكالها من أجل جلب أكبر عدد ممكن من المستثمرين خاصة أصحاب كره المخاطرة، فهي تعمل على تقليل المخاطرة وتقديم ضمانات معينة.

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، 2008، ص 83.

² برايان كويل وترجمة خالد العامري، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2007، ص 18.

³ Paul-Jacques Lehmann, *Op-cit*, 2005, p: 17.

⁴ *Idem*, p p: 12-13.

2-2-1- تعريف الأسهم الممتازة

السهم الممتازة هي مستندات ملكية¹ تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه الأسهم العادية في كونها تمثل حصة في رأس مال المؤسسة يحق لحاملها المطالبة بحصته في الأرباح، وتشبه السندات في كونها تتمتع بأرباح محددة. كما أنها لا تؤثر على السلطة واتخاذ القرار في المؤسسة، إذ أنها لا تتمتع بحق التصويت. كما أن لها الأولوية بعد السندات في حالة التصفية.²

2-2-2- أنواع الأسهم الممتازة

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم الممتازة كما يلي:³

- أسهم ممتازة من ناحية الدخل

يتمتع حملة هذا النوع من الأسهم في الأسبقية في الحصول على الأرباح في حال تحقيقها، حيث توزع عليهم النسبة المنصوص عليها ثم يوزع ما تبقى على حملة الأسهم العاديين.

ويمكن التمييز هنا بين نوعين من الأسهم الممتازة، الأولى مجمعة للأرباح، أي أن لحامل السند الحق بالمطالبة بحقه من الأرباح في السنوات المقبلة إذا كان ربح هذه السنة لا يكف لتغطية النسبة المنفق عليها. وأخرى غير مجمعة للأرباح، أي أن حامل السهم ليس له الحق في المطالبة بالفارق في المستقبل.

- أسهم ممتازة من ناحية الأصول

لهذه الأسهم الأسبقية في تقسيم أصول المؤسسة في حالة التصفية، حيث يحصل حملة الأسهم الممتازة على القيمة الاسمية لأسهمهم، وما تبقى يوزع على حملة الأسهم العادية.

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

يعطي هذا الحق أصحاب هذه الأسهم إمكانية تحويل أسهمهم الممتازة إلى أسهم عادية في حالة تحسن أحوال المؤسسة، وهذا في حالة ما إذا كان ينص على ذلك في قانون المؤسسة.

- أسهم قابلة للسداد

هي أسهم تصدرها الشركات محتفظة بحقها في سداد قيمتها بعد فترة معينة، وعادة ما تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة عالية من الأرباح، ولهذا تعمل المؤسسات على استرجاع قيمتها عند تحسن وضعيتها المالية.

¹ محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص 227.

² عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، 2008، ص 85.

³ محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص: 229-227.

3- العائد على الأسهم

يمكن تعريف العائد على السهم في خلال فترة ما على أنه الأرباح التي تدفعها المؤسسة لحملة الأسهم عن كل سهم يمتلكونه. فالأرباح هي النقود التي يستلمها المساهمون وتعد من العوائد المباشرة والملموسة على الاستثمار.¹

ويمكن تقسيم هذا العائد إلى:²

- **عائد رأس مالي:** يمثل الربح المحقق عند ازدياد سعر السهم السوقي، أو عند بيعه بسعر أعلى من سعر شرائه. وسعر السهم هو عبارة عن استحداث لكل التدفقات المالية المتوقعة له.³
- **الأرباح الموزعة:** وهي قيمة كل سهم من الأرباح الموزعة خلال الدورة المالية. ونظرا لأن الأسهم العادية تعد رأس المال الدائم للمؤسسة، فإن قيمة هذه الأسهم بالنسبة إلى المستثمر تتمثل في كمية الأرباح المستقبلية التي يتوقع المساهمون استلامها. وعادة ما تعلن الشركات عن أرباح أسهمها عند إعلانها عن الأرباح العامة التي حققتها في فترة معينة، كما تقوم بعض المؤسسات بإعلان توزيع الأرباح كل ثلاثة أشهر أو ستة أشهر.

4- العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم

يتم تداول الأسهم في السوق الثانوية بأسعار تختلف عن القيمة الاسمية لها، وتحدد القيمة السوقية للأسهم باتحاد مجموعة من العوامل التي من أهمها:⁴

4-1- الوضعية المالية والتجارية للمؤسسة

في حالة تحسن الوضعية المالية للمؤسسة وزيادة قيمة أصولها وارتفاع أرباحها، فإن الطلب في البورصة على الأسهم الخاصة بالمؤسسة سيزيد، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها. ويحدث العكس في حالة تدهور الوضعية المالية للمؤسسة مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهمها.

4-2- الأوضاع الاقتصادية والسياسية في البلاد

تتميز الأسهم التي تصدرها المؤسسات التابعة لدول تحقق معدلات نمو مرتفعة ومستقرة في الناتج الوطني باستقرار أسعار أسهمها وعدم وجود مخاطر، وهو الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب الخارجي على أسهم مؤسسات هذه الدول، ومن ثم ارتفاع أسعار أسهمها مقارنة بالدول الأخرى. كما أن الاستقرار السياسي يؤثر على استقرار السوق المالية، حيث إن توقع حروب أو موت أحد القادة يدفع

¹ برايان كويل، مرجع سبق ذكره، ص 21.

² متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2010، ص 150.

³ هوارى سويسي، "أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرار الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، العدد الخامس، 2007، ص 112.

⁴ متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2010، ص ص: 150-152.

بالمتعاملين إلى توقع تغيرات في السوق، وبالتالي يبادرون سواء إلى بيع أو شراء الأسهم مما يؤثر على سعرها.

3-4- الحركة العامة للسوق

تتأثر أسعار الأسهم ارتفاعاً أو انخفاضاً بما تشهده البورصة من تقلبات في حجم الطلب والعرض، ومن المناورات التي يقوم بها المضاربون بهدف التأثير على الأسعار، فكلما زادت تقلبات البورصة زادت حدة تذبذبات الأسعار وزادت المخاطر.

4-4- كميات التداول

وهي من أهم العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً، ومن واجب المستثمر أن يتابع متوسط كميات التداول لكل مؤسسة قبل أن يقرر شراء أو بيع أسهم هذه المؤسسة.

4-5- الشائعات

تنقسم الأخبار المتداولة في البورصة إلى نوعين: الأول يمثل الحقائق، وهي بيانات تتعلق بالوضع المالي والتجارية للمؤسسة وكذا الأرباح المحققة. ويمكن الحصول على مثل هذه المعلومات من خلال تقارير المؤسسات التي تم الإفصاح عنها.

أما النوع الثاني فهو يمثل الشائعات، وهي إخبار كاذبة، يتم ترويجه من قبل أشخاص معينين بهدف تحقيق أهداف خاصة ومصالح شخصية. ويمكن الإشارة هنا إلى أن تأثير الإشاعات يكون على المدى القصير فقط، حيث إنه يتلاشى في الأمد الطويل.

المطلب الثاني: الدخول إلى البورصة

تسمح عملية الدخول إلى البورصة من خلال طرح أسهم للاكتتاب العام للمؤسسة بتحقيق عدة مزايا، منها تجميع مبالغ مالية معتبرة من أجل تمويل مختلف أنشطة المؤسسة، وتحقيق فائض قيمة للمساهمين الأصليين إضافة إلى تحسين صورة المؤسسة.¹

وعليه سيتم معالجة عملية الدخول إلى البورصة من خلال فتح ورفع رأس المال في هذا المطلب من خلال العناصر الآتية:

- تعريف، أهداف، مزايا ومساوئ عملية الدخول إلى البورصة؛
- طرق، إجراءات وتكاليف إصدار الأسهم.

¹ Geraldine Broye et Alain Schatt, "Comment réduire la sous-évaluation lors de l'introduction en bourse ?", **La revue des sciences de gestion**, Direction et Gestion, No : 196, Octobre 2002, p 32.

1- تعريف، أهداف، مزايا ومساوئ عملية الدخول إلى البورصة

تسعى المؤسسة من خلال الدخول إلى البورصة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، إلا أن عملية الدخول هذه تتيح للمؤسسة بعض الامتيازات، وفي المقابل تكون مصحوبة ببعض المساوئ. وسيتم من خلال هذه النقطة إبراز تعريف، أهداف، مزايا ومساوئ الدخول إلى البورصة.

1-1- تعريف الدخول إلى البورصة

يمكن تعريف عملية الدخول إلى البورصة على أنها الوصول إلى سوق الأوراق المالية للمرة الأولى والحصول بالتالي على تسعيرة عامة. وهذا يعني توزيع أسهم على مستثمرين جدد، هته الأسهم يمكن أن يكون مصدرها بيع المساهمين الحاليين لجزء أو كل أسهمهم، أو عن طريق زيادة رأس المال (إصدار وبيع أسهم جديدة).¹

2-1- أهداف الدخول إلى البورصة

تعمل المؤسسة إلى تحقيق جملة من الأهداف من خلال دخولها البورصة، والتي من أهمها:²

1-2-1- جمع الأموال

لا تزال عملية جمع الأموال تعتبر الهدف الرئيسي للدخول إلى البورصة، حيث تعتبر البورصة كأحد بدائل التمويل المتاحة للمؤسسة.

تسمح الاستعانة بسوق الأوراق المالية من أجل جمع الأموال بتلبية حاجتين من حاجيات المؤسسة وهما:

- الحاجة إلى مصادر تمويل طويلة من أجل تنفيذ استراتيجية النمو حيث تطمح المؤسسة إلى توسيع نشاطها سواء من خلال شراء شركات أخرى، إنشاء فروع متكاملة أو زيادة الطاقة الإنتاجية وتحسينها، هذه الطموحات تتطلب أموالا كبيرة من أجل تجسيدها والتي يعجز المساهمون عن توفيرها في كل مرة، ولذلك تعتبر البورصة مصدر تمويل بديل أو مكمل متاح أمام المؤسسة.

- تخفيض مديونية المؤسسة حيث تسمح عملية الدخول إلى البورصة بتجميع كم هائل من الأموال، ما يسمح للمؤسسة بتسديد ديونها وتحسين وضعيتها المالية مستقبلا.

2-2-1- الرغبة في توسيع قاعدة المالكين للأسهم

ينتج عن عملية بيع أسهم جديدة في سوق الأوراق المالية ارتفاع في عدد مالكي أسهم المؤسسة، وبالتالي ارتفاع في عدد مالكيها. وهو ما يضمن استمرار المؤسسة وتطورها.

¹ Thouraya Gherissi Labben et autres, **L'opportunité D'introduction En Bourse Des Petites Et Moyennes Entreprises Hôtelières Suisses : Une Nouvelle Solution De Financement Pour La Branche**, Projet déposé dans le cadre du programme Réserve Stratégique de la HES-SO, **Rapport Final**, Juillet 2009, p: 14.

² Le guide de l'introduction des sociétés en bourse de Tunis, Novembre 2008, p p: 2-4,

1-2-3- تحسين سمعة المؤسسة

تسعى المؤسسة إلى تحسين صورتها الخارجية، سواء أمام زبائنها أو المستثمرين، وهو ما تتيحه عملية الدخول إلى البورصة، إذ تسمح بتحسين سمعة المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالمصداقية و الثقة. وهو ما يسمح بتسهيل علاقاتها التجارية والمالية مع مختلف شركائها (بنوك، موردين،... إلخ).

1-2-4- الاستفادة من حوافز ضريبية

يسمح الدخول إلى البورصة للمؤسسة بالاستفادة من وضع ضريبي خاص ومفيد، حيث تستفيد من تخفيضات ضريبية مغرية. وفي المقابل فإن بيع المساهمين القدامى ل حصصهم في رأس المال يكون معفى من كل أنواع الضرائب.

1-3-3- مزايا ومساوئ الدخول إلى البورصة

تتيح عملية الدخول إلى البورصة العديد من المزايا للمؤسسة، وفي المقابل قد تجعلها تتعرض لجملة من المساوئ، وهو ما سيتم إبرازه كما يلي:

1-3-1- مزايا الدخول إلى البورصة

من بين المزايا التي تتيحها عملية الدخول إلى البورصة ما يلي:¹

- زيادة سمعة المؤسسة وتحسين صورتها في الداخل والخارج.
- الوصول إلى سوق الأوراق المالية وجعل مصادر تمويلها مباشرة.
- وفاء العمال والمستخدمين من خلال منحهم الفرصة للمشاركة في رأس المال.
- توسيع دائرة المساهمين.
- الحصول على رؤوس أموال خاصة، وبالتالي تغيير هيكل رأس المال من أجل الوصول إلى الهيكلة المثلى.

- التسعير المستمر لقيمة أسهم المؤسسة، مما يسمح بتقييم دائم للمؤسسة.

- تقييم الأداء الفعلي للمؤسسة.

1-3-2- مساوئ الدخول إلى البورصة

من بين مساوئ الدخول إلى البورصة، يمكن ذكر ما يلي:²

- الشفافية اتجاه سوق الأوراق المالية والمستثمرين فيما يخص حساباتها واستراتيجيتها.

¹ Éric Stéphan, **La relation capital-risque/PME: Fondements et pratiques**, édition Boeck université, 1^{ère} édition, 2003, p p: 182-183.

² **Idem**, p: 183.

- القيود التنظيمية الثقيلة وخاصة فيما يتعلق بحماية الأقلية من حملة الأسهم (Actionnaires minoritaires).

- التقلبات المؤقتة، والأسعار المفرطة التي لا تتماشى وفعالية المؤسسة.

- التكاليف المتعلقة بالدخول إلى البورصة والتسعير.

2- طرق، إجراءات وتكاليف إصدار الأسهم

يخضع إصدار الأسهم في سوق الأوراق المالية إلى مجموعة من القواعد والإجراءات، كما أنه يكون مصحوبا بتكلفة تمثل تكلفة الدخول إلى البورصة. وسيتم من خلال هذه النقطة معالجة العناصر الآتية:

- طرق الدخول إلى البورصة؛

- اختيار البنك المرافق للمؤسسة؛

- تكاليف الدخول إلى البورصة.

2-1- طرق الدخول إلى البورصة

توجد ثلاث طرق رئيسية من أجل إدراج أي مؤسسة في البورصة، وهي:

2-1-1- العرض بسعر مغلق L'offre à prix fermé

تعتمد هذه الطريقة على طرح كمية من الأسهم في سوق الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا من طرف المؤسسة والبنك المرافق لها. ويلزم المستثمرون على تقديم عروضهم وفق هذا السعر،¹ حيث لا يأخذ بعين الاعتبار إلا العروض التي توافق هذا السعر.²

2-1-2- العرض عن طريق المزاد

سعر البيع في هذه الحالة هو السعر الناجم عن مقابلة كل من العرض والطلب على أسهم المؤسسة المصدرة.³

2-1-3- العرض عن طريق ترتيب العروض la procédure du livre d'ordres⁴

يتم تجميع العروض من طرف الوسيط المرافق للمؤسسة في عملية الدخول إلى البورصة، وتعطى له الصلاحيات في توزيع الحصص وتحديد السعر.

¹ Patrick Sentis, « Introduction en Bourse: Quelles stratégies pour l'entreprise candidate », Revue française de gestion, 2005/5 (n° 158), Lavoisier, P 235.

² Éric Stéphany, Op-cit, 2003, p: 187.

³ Patrick Sentis, Op-cit, 2005, p: 235.

⁴ Idem, p: 235.

لقد فرض هذا النوع من الإجراءات نفسه على بقية أنواع عرض الأسهم في سوق الأوراق المالية في جميع أنحاء العالم. ويرجع هذا النجاح إلى إمكانية تفضيل بعض المستثمرين الذين يقدمون معلومات خاصة بهم. وهو الأمر الذي من شأنه ضمان نجاح عملية الاكتتاب والسماح بالتحديد الدقيق لسعر العرض.

2-2- اختيار البنك المرافق للمؤسسة¹

من أجل ضمان السير الحسن لعملية الاكتتاب يتوجب على المؤسسة اختيار بنك أو مجموعة بنوك لمرافقتها في فتح أو رفع رأس مالها، ويعتبر قرار تعيين البنك من بين أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة فيما يتعلق بالدخول إلى البورصة، ذلك أن البنك ملزم بمرافقة المؤسسة عبر مختلف إجراءات الاكتتاب، وضمان المناقشات مع هيئة تسيير البورصة فيما يخص تسعير الأسهم، كما يجب عليه ضمان قنوات توزيعية فعالة لضمان بيع الكمية المصدرة من الأسهم. وفي حال فشل البنك في إحدى هذه المجالات، فإن المؤسسة المصدرة سوف تتعرض إلى خسائر معتبرة.

ويجب على المؤسسة أن تأخذ ثلاثة أشياء بعين الاعتبار عند التفاوض على العقد مع البنك، وهي تكاليف الضمان، اختيار طريقة تحديد السعر وخيار التخصيص (overallotment option). هذه العوامل هي التي تحدد أتعاب البنك وكذا حجم الخطر الذي يتعرض له.

2-3- تكاليف الدخول إلى البورصة

ينتج عن دخول المؤسسة إلى البورصة تحملها تكاليف مباشرة معتبرة، تكاليف خاصة بالبنك المرافق للمؤسسة، مصاريف التسجيل، مصاريف قانونية، مصاريف محاسبية ومصاريف مدفوعة للمحللين الاختصاصيين. إضافة إلى مصاريف أخرى متعلقة بالمتطلبات القانونية للعملية يجب دفعها من طرف المؤسسة، ومن بينها، المصاريف المدفوعة سنويا لمحاظ الحسابات، لأن هذه المصاريف لا ترتفع مع ارتفاع حجم العملية.

لقد أورد ريتز Ritter (1987) تقريرا عن تكاليف الدخول إلى البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة الممتدة من 1977 إلى غاية 1982. وقد وجد أن تكاليف الدخول المباشرة تزيد عن 250.000 دولار، إضافة إلى تكاليف متغيرة قد تصل إلى حد 7% من رأس المال المحصل عليه من عملية الاكتتاب.²

¹ Tarek Miloud, **Introductions en bourse, la structure de propriété et la création de valeur**, Presses universitaires de Louvain, 2003, p p: 88-89.

² **Idem**, p: 91.

المطلب الثالث: تقييم المؤسسات وسعر الدخول إلى البورصة

يعتبر عملية تقييم المؤسسة قبل الدخول إلى البورصة أمراً ضرورياً، حيث تخضع جميع أصول المؤسسة المادية، المالية والمعنوية إلى إعادة تقييم من طرف خبراء ومكاتب دراسات معتمدة في هذا المجال، وهذا من أجل ضمان اختيار سعر الدخول الأمثل الذي يضمن نجاح عملية الاكتتاب.

يلاحظ من خلال معظم عمليات الدخول إلى البورصة في مختلف الدول، اعتماد المؤسسة المصدرة على تخفيض في قيمة أسهمها مقارنة بالقيمة الفعلية أو السوقية لها.¹

وسيتم تقسيم هذا المطلب إلى النقاط الرئيسية الآتية:

- تقييم المؤسسة ماهيته وأهميته من أجل عملية الدخول إلى البورصة؛
- مختلف طرق تقييم المؤسسات؛
- سعر الدخول وتخفيضه من أجل الدخول.

1- تقييم المؤسسة ماهيته وأهميته من أجل عملية الدخول إلى البورصة

من أجل الدخول إلى البورصة، تلجأ المؤسسات المقدمة على هذه العملية إلى مكاتب دراسات متخصصة من أجل تقييمها وتحديد السعر المناسب الذي يتم به عرض أسهمها للمستثمرين. ويمثل هذا السعر أحد أهم عناصر نجاح عملية الاكتتاب.

وسيتم من خلال هذا الجزء تعريف عملية تقييم المؤسسة وكذا أهميته في نجاح عملية الدخول إلى البورصة.

1-1- تعريف عملية تقييم المؤسسات

تقييم المؤسسة ككل أو جزء منها هو تحديد السعر الأكثر احتمالاً، والذي يتوقع أن تتعقد به الصفقة في ظل الشروط العادية للسوق. هذا السعر يعكس الاستراتيجيات السابقة وفرص النمو المستقبلية المتاحة أمام المؤسسة.

أو هو عملية إعطاء قيمة للمؤسسة من خلال البيانات المتوفرة، وبالاعتماد على معايير محددة في تاريخ محدد.

1-2- أهمية تقييم المؤسسة في نجاح عملية الدخول إلى البورصة

تسمح عملية تقييم المؤسسة بتحديد قيمة المؤسسة، والتي يتم على أساسها تحديد سعر الأسهم من أجل الدخول إلى سوق الأوراق المالية. وتعتبر هذه العملية شديدة الحساسية للسعر المختار، حيث يتوقف

¹ Géraldine BROYE et Alain SCHATT, « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », **Revue Finance Contrôle Stratégie** – Volume 6, N° 2, juin 2003, p 68.

عليها نجاح عملية الدخول من جهة، ومن جهة أخرى تحصيل المؤسسة على الأموال الضرورية لنموها وتطويرها.

فإذا كان سعر الدخول أقل من القيمة الحقيقية للمؤسسة، فإنها لا تحصل المبلغ المطلوب من عملية الدخول، إضافة إلى تحملها تكاليف مرتفعة ناجمة عن التخفيض في السعر. أما إذا كان مرتفعا أكثر من اللازم، فإن ذلك قد يرهن نجاح عملية الدخول إلى سوق الأوراق المالية، من خلال عدم إقبال المستثمرين على شراء أصول المؤسسة.

2- مختلف طرق تقييم المؤسسات

يمكن التمييز بين عدة طرق أساسية تستعمل في تقييم المؤسسات، ومن أهمها:

2-1- طريقة التدفقات النقدية الحالية La méthode des cash-flows actualisés

ترتكز هذه الطريقة على تحديد قيمة المؤسسة على أساس استحداث القيمة الصافية لتدفقات الخزينة المستقبلية الناتجة عن نشاط المؤسسة.¹

ولتحديد القيمة المتوقعة للمؤسسة وفق هذه الطريقة يجب:²

- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة.

- حساب معدل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

ويمكن التعبير عنها رياضيا من خلال العلاقة الآتية:

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{VT}{(1 + CMPC)^n} - V_D$$

حيث: V_E : قيمة المؤسسة.

CF_t : التدفق النقدي الصافي في الفترة t .

$CMPC$: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

n : مدة حياة المؤسسة.

VT : القيمة النهائية للمؤسسة (المتبقية).

V_D : قيمة الديون المالية الصافية.

¹ Sébastien Dossogne, Valorisation et cession d'entreprise: de l'intention à la finalisation, de la valeur au prix, Edition Edipro, 2eme édition, 2003, p: 275.

² Abdelkader Gliz, Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marche, Thèse de doctorat d'état en sciences économiques, Faculté des sciences économiques et des sciences de gestion, Université d'Alger, 2001, p 81.

من ميزات هذه الطريقة أنها تسمح بإدماج استراتيجيات المؤسسة، وكذا توقعات النمو والتطوير المستقبلية، وشروط المساهمين فيما يتعلق بالعائد المنتظر على أساس المخاطر المحتملة.¹ ومن سلبياتها أن قيمة المؤسسة تتغير وفقا لتغيرات تكلفة رأس المال، والذي بدوره يصعب تحديده.²

2-2-2- طريقة الأصول La méthode des patrimoniales

بصفة عامة، قيمة أصول المؤسسة تمثل المجموع الجبري لقيم العناصر المكونة للمؤسسة. وفق هذه الطريقة، المصدر الرئيسي للمعلومات هي الميزانية، الجرد ومختلف عقود المؤسسة (قرض، إيجار، ... إلخ). وتعتبر قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة كقيمة تصفية.³ ويمكن التمييز بين أربع طرق رئيسية لقياس قيمة الأصول وهي:

2-2-2-1- القيمة المحاسبية الصافية La Valeur Comptable Nette

يتم تحديدها مباشرة من عناصر الميزانية، حيث تمثل الفرق بين الأصول الصافية (رأس المال الاجتماعي، الاحتياطات، المؤونات ذات الطابع الاحتياطي والأرباح الغير موزعة) والديون.⁴ ومن بين مساوئ هذه الطريقة اعتمادها على القيمة التاريخية، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار القيم المعنوية، وتهمل العناصر غير الموجودة في الميزانية.⁵

2-2-2-2- القيمة المحاسبية الصافية المصححة La Valeur Comptable Nette Corrigée

جاءت هذه الطريقة لتغطي نقائص الطريقة السابقة، حيث إنها تعتمد على قيمة الأصول الحقيقية الحالية (القيمة السوقية، القيمة الجوهرية أو قيمة التصفية)،⁶ وتأخذ بعين الاعتبار العناصر غير الموجودة في الميزانية مثل الضمانات. إلا أنها هي الأخرى لا تأخذ بعين الاعتبار العناصر المعنوية، وتتجاهل مبادئ أساسيين للمؤسسة هما ترتيب الأصول وهدف البحث عن الربح.⁷

¹ THIERRY MELOUX, Analyse 360°: Pratique de l'analyse financière des entreprises, Edition Books on Demand, 2008, p: 131.

² Idem, p: 131.

³ Abdelkader Gliz, Op-cit, 2001, p p: 102-103.

⁴ Éric Stéphany, Op-cit, P 117.

⁵ Abdelkader Gliz, Op-cit, 2001, p:103.

⁶ Albert Corhay, Mapapa Mbangala, Fondements de gestion financière: manuel et applications, Editions du CEFAL, 3eme édition, 2008, P152.

⁷ Abdelkader Gliz, Op-cit, 2001, p:104.

3-2-2- القيمة الجوهرية (La Valeur Substantielle)

تعطي هذه الطريقة قراءة اقتصادية لأصول المؤسسة من خلال الاحتفاظ بالسلع الضرورية للاستغلال (بما فيها السلع المستأجرة وقرض الإيجار). وتقييم الأصول المختارة بتكلفة الاستبدال. ويمكن التمييز بين مقابرتين للقيمة الكبيرة هما:

القيمة الجوهرية الخام = أصول التشغيل + السلع المستأجرة وقرض الإيجار + الأصول المتداولة.
القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الكبيرة الخام – الديون.¹

لا يمكن اعتبار القيمة الجوهرية كطريقة لتحديد قيمة المؤسسة، فبض العناصر ليست ملكا للمؤسسة، وبالمقابل تم أخذها بعين الاعتبار. القيمة الجوهرية لا يمكن أن تساوي سعر بيع المؤسسة. ولأجل هذا، فإن هذه الطريقة ليس لها أساس قانوني حقيقي، حيث أنها تستعمل أساسا لتقدير Goodwill.²

4-2-2- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation³

يتم حسابها من خلال العلاقة الآلية: أصول الاستغلال + احتياج رأس المال العامل المعياري.

تعطي هذه الطريقة تقييما إجماليا لقيمة المؤسسة، فإذا كان الهدف البحث عن قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة، فإنه يكفي طرح الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال، وهي الديون المستخدمة في شراء أصول الاستغلال.

3-2-3- طريقة المردودية Valeur de rendement⁴

ترتكز على مبدأ استحداث التدفقات، وهي تستعمل عادة من أجل المقارنة بين المؤسسات من نفس فئة المخاطرة.

1-3-2- قيمة العائد La valeur de rendement

حيث أن $V_r = \text{Résultat net} / k_{cp}$: يمثل معدل العائد المتوقع المنتظر من طرف المساهمين.

2-3-2- قيمة المردودية (La valeur de rentabilité)

حيث أن $V_{re} = \text{Div} \times 100 / k_{cp}$: تمثل قيمة المردودية. Div: قسائم الأرباح الموزعة.

¹ Éric Stéphany, **Op-cit**, 2003, p: 118.

² Abdelkader Gliz, **Op-cit**, 2001, p:108.

³ Éric Stéphany, **Op-cit**, 2003, p: 118-119.

⁴ **Idem**, p p: 124-125.

2-3-3- نسبة السعر إلى الفائدة Price earning ratio

يعتبر PER أو coefficient de capitalisation boursière من بين المؤشرات واسعة الاستعمال في سوق الأوراق المالية. ويتم حسابه من خلال قسمة السعر على الفائدة للسهم الواحد. حيث يسمح بمقارنة أسهم مختلف المؤسسات من أجل اتخاذ قرار الاستثمار المالي فيها.

3- سعر الدخول إلى البورصة وظاهرة تخفيضه

سيتم استعراض سعر الدخول إلى السوق المالية، وعملية تخفيضه وكذا أهم النظريات التي تفسر عملية التخفيض.

3-1- سعر الدخول إلى البورصة

يعتبر سعر عرض الأسهم في سوق الأوراق المالية من أهم العوامل المحددة لنجاح عملية الاكتتاب. فإذا كان السعر مرتفعا كثيرا، فإن المستثمرين يعزفون عن عملية الاكتتاب، وبالتالي فشل العملية. أما إذا كان منخفضا كثيرا مقارنة بقيمته الحقيقية، فإن المؤسسة ستعجز عن تحصيل المبالغ المالية الضرورية لتحقيق استثماراتها، وبالتالي فهي تتحمل تكلفة مرتفعة جراء ذلك.¹

يتم في أغلب عمليات الدخول إلى البورصة تخفيض سعر الاكتتاب عن القيمة الحقيقية له، وقد تمت ملاحظة هذه الظاهرة منذ فترة طويلة، وبنسب متغيرة حسب مختلف البلدان (أنظر الملحق رقم 01)، حيث بلغت نسبة 7% في سنوات الثمانينات، 15% ما بين سنوات 1990 و1998 قبل أن تبلغ الذروة بتسجيل نسبة 65% في زمن فقاعة الانترنت (bulle internet).²

3-2- أهم التفسيرات لتخفيض أسعار الأسهم عند الدخول إلى البورصة

ترتكز النظريات التي تفسر على تخفيض سعر الأسهم عند الدخول إلى البورصة أساسا على:³

- وجود عدم تناظر في المعلومات وظاهرة الإشارة؛
- التحسب لإمكانية التقاضي أمام المحاكم؛
- سلوك المساهمين الأصليين اتجاه مراقبة رأس المال؛
- البحث عن السيولة للأوراق المالية في السوق الثانوية.

¹ Patrick Sentis, **Op-cit**, 2005, p: 235.

² Dominique Dufour et Eric Molay, **Sous évaluation a l'introduction en bourse et valorisation : l'exemple d'ALTERNEXT**, International Review of Financial Analysis Vol 16, 2008, p 100.

³ **Idem**, p p : 102-106.

3-2-1- وجود عدم تناظر في المعلومات وظاهرة الإشارة l'existence d'asymétries informationnelles et de phénomènes de signalisation

تفترض نماذج المعلومات أنه عند الدخول إلى سوق الأوراق المالية، تقوم المؤسسات والبنوك المرافقة لها أو المستثمرين بتقديم أفضل المعلومات. افترض روك (Rock) (1986) أن بعض المستثمرين أحسن اطلاعا حول القيمة الجوهرية للأسهم المصدرة، وبالتالي فهم لا يكتتبون إلا في الإصدارات الأكثر جاذبية. وفي المقابل، يقوم المستثمرون الأقل اطلاعا بالاكتتاب في جميع الإصدارات. وهذا ما يؤدي إلى وجود طلب كبير على الإصدارات الجذابة، مما يولد تخفيضا واضحا في سعر الإصدارات الجديدة التي تترجم بمرودية كبيرة بعد الدخول إلى البورصة. وهذا ما يؤدي إلى ظاهرة تدعى لعنة الفائز (winner's curse)، حيث إن المستثمرين الأقل اطلاعا يكتتبون بنسب أكبر في الإصدارات ذات السعر المرتفع، الذي سرعان ما ينخفض بعد الدخول إلى البورصة، وبالتالي يكون معدل المردودية المحصل عليه من طرف هؤلاء المستثمرون أقل مقارنة بالبقية، وفي بعض الحالات تكون سلبية خاصة بالنسبة للإصدارات ذات السعر الأعلى من قيمتها الحقيقية. وهو ما يفسر الحجم القليل أو المنعدم من الطلب عليها من قبل المستثمرين الأحسن اطلاعا.

ومن أجل ضمان عدم اختفاء هذا النوع من المستثمرين (investisseurs maudits) فإنه لا بد من ضمان حصولهم على مردودية في المتوسط تكون موجبة، وبالتالي التخفيض نسبيا من سعر الدخول إلى البورصة. هذا التخفيض يكون مكلفا بالنسبة للمؤسسة، وبالتالي فهي تعمل على الحد منه. من خلال الحد من عدم تناظر المعلومات. ومن بين الحلول الممكنة أمام المؤسسة هي إرسال إشارة إلى المستثمرين عن جودة المعلومات المقدمة من خلال الاستعانة بخدمات أحد البنوك المرموقة من أجل مرافقتها في عملية الدخول إلى البورصة، أو مدقق حسابات مشهور.

أثبتت الدراسات التجريبية أن المستثمرين الخواص (الأفراد) يمكن اعتبارهم أقل اطلاعا من المستثمرين المؤسساتيين (المستثمرين المؤسسين سجلوا نسب مردودية أعلى مقارنة بتلك المحصل عليها من طرف الأفراد).

3-2-2- التخفيض في سعر الدخول كوسيلة لإدارة التقاضي La sous-évaluation comme outil de gestion des litiges

في بعض البلدان، وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية، يقوم المستثمرون بمتابعة الجهات المصدرة للأوراق المالية قضائيا نتيجة الخسائر المالية التي تكبدها من خلال الاستثمار في الأسهم جراء المعلومات المغلوطة أو غير المعلن عنها. وفي هذا الإطار يمكن أن يكون التخفيض كوسيلة لتقليل الخطر القضائي. حيث أثبتت العديد من الدراسات التجريبية ذلك (دراسة تينيك (Tinic) (1988) ولاوري شوو (Lowry et Shu) (2002)).

3-2-3- التخفيض، نتيجة لسلوك استراتيجي للمساهمين في السوق La sous-évaluation, résultat d'un comportement stratégique des actionnaires en place

على الرغم من أن عملية تخفيض سعر الأسهم عند الدخول إلى سوق الأوراق المالية تعتبر عملية جد مكلفة، إلا أنها يمكن أن تعزز من تشتت الملكية، وبالتالي الحد من سيطرة المساهمين الرئيسيين. عندما تكون الأسهم مسعرة بأقل من قيمتها الأصلية (مخفضة)، فإن المردودية المتوقعة لها تكون مرتفعة جدا وبالتالي يكون الطلب عليها كبيرا. وهو ما يسمح للمؤسسة بالتركيز على الأشخاص الطبيعيين في الاكتتاب. هذه الأخيرة لا تهتم بالرقابة على المؤسسة، وهو ما يسمح باحتفاظ الملاك الأصليين على كل السلطات في المؤسسة.

3-2-4- التخفيض، وسيلة لجعل السوق الثانوية أكثر سيولة La sous-évaluation, un moyen de rendre le marché secondaire plus liquide

يقوي تخفيض سعر الدخول إلى البورصة السوق الثانوية. لأن الأصول المخفضة تلقى في غالب الأحيان رواجاً وطلباً كبيراً على الاكتتاب، المستثمرون المشاركون في عملية الدخول إلى البورصة لهم إمكانية بيع أسهمهم لمستثمرين عقلانيين بسعر أعلى من سعر الدخول (الاكتتاب). عمليات البيع والشراء في يوم الدخول إلى البورصة تولد مداخيل وساطة للوسطاء الماليين، والتي تعوضهم عن الخسارة المتعلقة بالتخفيض الأولي عند الدخول إلى البورصة.

خلاصة الفصل الأول

- لقد تم من خلال هذا الفصل عرض المفاهيم النظرية المتعلقة بكل من التمويل، السوق المالية ومختلف صيغ التمويل التي تتيحها للمؤسسة الاقتصادية سواء التمويل عن طريق القروض السندية أو عن طريق رفع رأس المال. وقد تم الوصول إلى النتائج الرئيسية الآتية:
- تعتبر وظيفة توفير رؤوس الأموال للمؤسسة من أجل تجسيد مختلف خططها وتمويل احتياجاتها من أهم الوظائف في المؤسسة، وذلك لما تمثله الأموال بالنسبة لمختلف الوظائف الأخرى.
 - تملك المؤسسة عدة بدائل تمويلية، سواء من أجل التمويل القصير، المتوسط أو طويل الأجل. وهذا إما باللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية (البنوك)، أو الاعتماد على التمويل المباشر (السوق المالية).
 - يخضع اختيار البديل التمويلي الأنسب إلى مجموعة من الاعتبارات أهمها قيود تتعلق بالهيكل المالي للمؤسسة، المردودية، التكلفة وتوقيت الحصول على الأموال.
 - تتيح السوق المالية عدة فرص لتمويل المؤسسات الاقتصادية، تتناسب وحاجتها إلى الأموال على المدى المتوسط والطويل. إذ تعمل السوق المالية على تعبئة وجمع الادخار، وتحويله إلى المؤسسات من خلال القيام بإصدار أوراق مالية.
 - من بين مصادر التمويل التي تتيحها السوق المالية أمام المؤسسة هي إصدار القروض السندية، حيث تعتبر شكلا خاصا من أشكال القروض (زيادة في مديونية المؤسسة). إذ تقوم المؤسسة بإصدار سندات وتوجيهها للاكتتاب العام مقابل دخل سنوي ثابت عموما.
 - ينتج عن التمويل بالقرض السندي تكلفة كباقي مصادر التمويل، وتتعلق أساسا بخدمة الدين المتمثلة في الفوائد وعلاوات الإصدار والاسترجاع، وإما تكاليف الإصدار والمتمثلة في تكاليف لجان الضمان، الوساطة المالية وطبع الأوراق المالية.
 - إضافة إلى القروض السندية، تتيح السوق المالية إمكانية أخرى لتمويل المؤسسات الاقتصادية وهي رفع رأس مالها من خلال طرح أسهم للاكتتاب العام. حيث تقوم المؤسسة باختيار بنك يرافقها خلال مختلف مراحل هذه العملية.
 - تتحمل المؤسسة تكاليف مختلفة خلال عملية الدخول إلى السوق المالية، تتمثل في تكاليف البنك المرافق للمؤسسة والنقابات المشكلة، مصاريف قانونية ومحاسبية. إضافة إلى التكلفة التي تتحملها جراء تخفيض سعر الدخول بغية جلب أكبر عدد ممكن من المستثمرين.
 - تلجأ المؤسسة إلى تقييم أصولها من أجل تحديد سعر الدخول إلى البورصة، باستعمال عدة طرق أهمها تلك التي تعتمد على استحداث التدفقات النقدية، القيمة المحاسبية للأصول وطريقة المردودية.

الفصل الثاني:

تمويل المؤسسات الجزائرية عن طريق البورصة

الفصل الثاني: تمويل المؤسسات الجزائرية عن طريق البورصة

مثلما تمت الإشارة إليه من خلال الفصل الأول، تعد السوق المالية من بين أهم مصادر التمويل في العالم، ليس بالنسبة للدولة فقط بل حتى لمختلف المؤسسات، وذلك من خلال عديد الفرص التي تتيحها لها، والتي تتناسب وحاجيات كل مؤسسة على حدى، وعلى طبيعة التمويل المحبذ من طرفها. سواء تعلق الأمر بزيادة ديونها بعرض سندات للاكتتاب العام أو للبنوك والمؤسسات المالية. أو من خلال زيادة حقوق ملكيتها برفع رأس مالها من خلال اللجوء إلى النداء العلني للاذخار.

وفي ظل الإصلاحات الاقتصادية وبرامج إعادة الهيكلة التي تم تطبيقها، حرص المشرع الجزائري على إصلاح النظام المالي وعصرنته، ومن جملة الإصلاحات التي أقرها كان إنشاء بورصة للقيم المتداولة في الجزائر، وهذا من أجل التفتح على الاقتصاديات العالمية، والعمل على الخصوصية الجزئية لبعض المؤسسات العمومية، إضافة إلى توفير بدائل تمويلية جديدة للمؤسسات العامة منها والخاصة، قصد تنويع مصادر تمويلها من جهة، وزيادة فعاليتها من جهة أخرى.

وعليه جاء هذا الفصل في محاولة لعرض وتقييم تجربة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، العامة منها والخاصة، سواء كان التمويل عن طريق القروض السندية أو فتح ورفع رأس المال، وهذا من خلال تناول المباحث الآتية:

- تقديم عام للسوق المالية في الجزائر؛
- التمويل عن طريق القرض السندي في الجزائر؛
- التمويل عن طريق فتح ورفع رأس المال في الجزائر.

المبحث الأول: تقديم عام للسوق المالية في الجزائر

لقد تم إنشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر سواء الأولية منها أو الثانوية بغية إتاحة بدائل تمويلية جديدة أمام مختلف المؤسسات الاقتصادية العامة منها والخاصة، وبالتالي تعزيز فرص نمو الاقتصاد الوطني وافتتاحه على الاقتصاديات الأخرى. وقد شهدت منذ تأسيسها وفقا للمرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 عديد عمليات الإدراج، سواء تعلق الأمر بإدراج أسهم أو سندات.

وسيتم من خلال هذا المبحث معالجة المطالب الآتية:

- نشأة بورصة الجزائر، تنظيمها ودورها؛
- الدخول إلى بورصة الجزائر: الأهداف، الفوائد والشروط؛
- وضعية بورصة الجزائر بالأرقام.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر، تنظيمها، أهدافها وأهميتها

يتناول هذا المطلب بالدراسة العناصر أدناه:

1- مراحل إنشاء بورصة الجزائر

مرت بورصة الجزائر على عدة مراحل يمكن تلخيصها فيما يلي¹:

بعد صدور أولى نصوص الإصلاحات سنة 1988 والمتمثلة في القانون رقم 01-88 الصادر بتاريخ 12 جانفي 1988 والمتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية وكذا القانون رقم 03-88 المؤرخ في 12 جانفي 1988 والخاص بإنشاء صناديق المساهمة، ولما كان تحضير نص تشريعي يتطلب وقتا، فإن السلطات العمومية رأت من المفيد تحضير أدنى شروط تشغيل سوق تهتم بالأنشطة البورصية. وعليه، فإنه في أكتوبر 1990، ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة "Société des Valeurs Mobilières".

إضافة إلى ذلك، تم صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 مايو 1991 تختص بتبادلات القيم المتداولة، أنواع وأشكال القيم المتداولة وكذا شروط إصدارها وأيضا لجنة البورصة.

وفي شهر فبراير 1992، تم رفع رأس مالها واتخذت هذه الشركة رسميا تسمية بورصة القيم المتداولة إلا أن البورصة لم تشتغل حيث اعترضتها صعوبات عديدة.

¹ لحرش الطاهر، استراتيجية تسويق الأوراق المالية وأثرها في تنشيط الاستثمار المالي دراسة تحليلية لخصائص ومحددات سلوك المستثمر المالي للفرد الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، المدرسة العليا للتجارة -الجزائر-، 2009، ص ص: 292-293.

وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسومين التشريعيين أدناه:

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة.

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين، تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر، حيث نص المرسوم التشريعي رقم 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها، ومنح لها من الصلاحيات ما يجعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة، وتوالى صدور عدد من المراسيم التنفيذية قصد استكمال شروط قيام بورصة الجزائر ويمكن في هذا الصدد ذكر ما يلي:

- المرسوم التنفيذي رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بنظام هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية.

- النظام رقم 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وكذا واجباتهم.

- النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 ديسمبر 1997 المتضمن قواعد سير بورصة الجزائر.

2- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية بالجزائر

لقد وضع القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 الهيئات المنظمة لعمل بورصة القيم والتي تشمل على ما يلي:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- شركة تسيير بورصة القيم المتداولة.

- المؤتمر المركزي على السندات.

2-1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية. أنشأت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم بالمرسوم التشريعي رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003.

تتكون اللجنة من رئيس و06 أعضاء، حيث يتم تعيين الرئيس بموجب مرسوم رئاسي لعهدتها مدتها أربع (04) سنوات. أما أعضاء اللجنة فيتم تعيينهم من طرف وزير المالية لمدة أربع (04) سنوات حسب التوزيع الآتي:¹

- قاض يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي والبحث العلمي، ويختار لكفاءته في المجال المالي والبورصي.

- عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين المصدرين قيما منقولة.

- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين.

وقد اسندت للجنة مهمة السهر على ما يأتي:²

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي منتج مالي آخر يؤدي إلى اللجوء إلى الادخار العلني.

- السير الحسن للسوق وشفافيتها.

تسفيد اللجنة من إعانة تسيير تمنحها الدولة، إضافة إلى تقاضيتها أتعاب وإتاوات على الأعمال والخدمات التي تقدمها (الإدراج، التسعير،...).

تتمتع لجنة تسيير عمليات البورصة ومراقبتها بمجموعة من الصلاحيات والسلطات هي كما يلي:³

- **سلطة تنظيمية:** تقوم اللجنة بسن الأنظمة المتعلقة بالتزامات المصدرين في الإعلام أثناء الإصدار، اعتماد الوسطاء، شروط التداول والمقاصة، القواعد المتعلقة بمسك الحسابات وحفظ السندات، نظام التسوية والتسليم المتصل بالسندات وتسيير حافظة القيم المنقولة.

- **سلطة المراقبة والرقابة:** تسمح هذه السلطة من التأكد على احترام الأحكام التشريعية والتنظيمية من طرف المتدخلين في السوق وكذا الامتثال للتزامات الإعلام والسير الحسن للسوق.

- **السلطة التأديبية والتحكيمية:** النظر في كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء وفي كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية. كما أن لها السلطة للنظر في كل نزاع ينجم عن تأويل القوانين والأنظمة التي تحكم سوق البورصة.

¹ تنظيم اللجنة ومهامها وصلاحياتها، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها حيدرة الجزائر، 2004، ص ص: 1-2.

² نفس المرجع أعلاه، ص 2.

³ نفس المرجع أعلاه، ص 4.

2-2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

بورصة القيم المتداولة هي سوق مقننة تجري فيها عمليات تداول القيم المنقولة المسعرة، وشركة إدارة بورصة القيم المنقولة هي مؤسسة مكلفة بضمان تسييرها. أما المساهمون في هذه الشركة فهم الوسطاء المعتمدون في عمليات البورصة.

تتمثل المهام التي يسندها القانون إلى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة في ما يلي:¹

- التنظيم العملي لإدخال القيم المقبولة في البورصة.
- التنظيم المادي لجلسات التداول.
- تسجيل عمليات التداول.
- تنظيم عمليات مقاصة الصفقات على القيم المنقولة.
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات.
- طبع نشرة يومية لجدول التسعير.

يقدر رأس مال شركة تسيير القيم المنقولة حاليا بمبلغ 475 200 000 دج، مقسمة على 4 752 سهم وبقيمة اسمية تعادل 100 000 دج للسهم الواحد، وهو محرر بنسبة 58,34%، أي ما يعادل مبلغ 277 200 000 دج.²

أما رأس مال شركة تسيير القيم المنقولة فهو مقسم على المساهمين أدناه:³

- بنك التنمية المحلية، البنك الجزائري الخارجي، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري والصندوق الوطني للادخار والتوفير بنصيب 680 سهم لكل منهم، أي بنسبة 14,31% لكل مساهم. ويبلغ رأس المال المحرر لكل منهم ما مبلغه 35 000 000 دج.
- الشركة العامة المالية، شركة الراشد المالي، الشركة المالية للاستشارات والتوظيف، شركة توظيف القيم المنقولة بنصيب 156 سهم لكل منهم، أي ما نسبته 3,28% من مجموع رأس مال الشركة. وهو محرر بمقدار 15 600 000 دج لكل مساهم.
- يونيون بنك (Union Bank Brokerage) بنصيب 48 سهم، أي 1,01% من رأس المال، وهو محرر بمقدار 4 800 000 دج.

¹ سير البورصة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيدرة الجزائر، 2004، ص 2.

² <http://www.sgbv.dz/sgvb-ar.php>. Consulté le 12/16/2011.

³ Rapport d'activité, Bourse d'Alger, 2008, p: 6.

2-3- المؤتمن المركزي على السندات

المؤتمن المركزي على السندات عبارة عن هيئة تأسست بموجب القانون رقم 03-04 سالف الذكر، وهي تحمل تسمية تجارية "الجزائر كليرينغ **Algerie Clearing**". وهي شركة ذات أسهم يتكون رأسمالها المقدر بمبلغ 65 000 000 دج من مساهمات البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط. بالإضافة إلى المؤسسات المسعرة في البورصة وهي مجمع صيدال وشركة تسيير نزل الأوراسي¹ (حدد مبلغه مليوني دج كأدنى حد للمساهمة).

المساهمة في رأس المال مفتوحة فقط للوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للسندات وشركة تسيير القيم المنقولة.

تعتبر الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين بقوة القانون.

وقد اوكلت للمؤتمن المركزي الوظائف الآتية:²

- يفتح ويدير حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحسابات -الحافظين المنخرطين فيه-. وهو بذلك يركز حفظ السندات ويسهل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب الى حساب.
- ينفذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع ارباح الأسهم، رفع رأس المال،...).
- يقنن السندات المقبولة في عملياته حسب المقاييس الدولية International Securities Identification Number: ISIN.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

3- دور السوق المالية في الجزائر

تلعب السوق المالية في الجزائر أدورا شتى سواء بالنسبة للمتعاملين الخواص أو العموميين وكذا الدولة، ويمكن عرض أهم أدوارها في الجزائر كما يلي:

- توفير وتنويع مصادر تمويل المتعاملين الاقتصاديين، العموميين والخواص، وذلك من خلال إصدار سندات، فتح أو رفع رأس المال باللجوء العلني للادخار.
- تمويل عجز ميزانية الدولة من خلال إصدار سندات الخزينة وطرحها للاكتتاب العام.
- فتح رأس المال والمساعدة في خوصصة المؤسسات العمومية للمساهمة الخاصة.

¹ المادة 11 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المتداولة، المعدل والمتمم، العدد 11 الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003، ص: 22.

² المؤتمن المركزي على السندات، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حيدرة الجزائر، 2004، ص: 1-2.

- منح المؤسسات إمكانية التوسع الخارجي من خلال اقتناء وحدات إنتاجية أو مؤسسات تنشط في نفس القطاع.

- تشجيع الادخار الأجنبي وتطويره في الجزائر، والانفتاح على الاقتصاديات العالمية.

4- أقسام بورصة الجزائر

تتشكل بورصة الجزائر من قسمين:¹

4-1- قسم القيم المنقولة

يتم التداول في هذا القسم على سندات رأس المال سندات الدين. يوجد حاليا (إلى غاية نهاية سنة 2010) في مقصورة شركة تسيير بورصة القيم ستة شركات مسجلة في التسعيرة الرسمية وهي:

- ثلاث شركات للأسهم: مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي وأليانس للتأمينات.

- ثلاث مؤسسات للسندات: سونلغاز، اتصالات الجزائر و دحلي.

يتم تداول القيم المنقولة مرتين في الأسبوع و ذلك كل صباح من يوم الاثنين و الأربعاء.

4-2- قسم سندات الخزينة العمومية

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

وتتنوع سندات الخزينة المدرجة بين سندات ذات الآجال 7 سنوات، 10 سنوات و 15 سنة حيث يتم تداولها عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين وشركات التأمين المتخصصة في قيم الخزينة بمعدل خمس (05) حصص في الأسبوع.

5- طريقة التسعير في بورصة الجزائر

يتم التداول في البورصة بمواجهة أوامر الشراء وأوامر البيع، ويتم هذا بإحدى الطريقتين التثبيت (FIXING) أو التسعيرة المستمرة.²

5-1- طريقة التثبيت

يسمح التسعير بالتثبيت بتحديد سعر يومي بمواجهة أوامر الشراء والبيع وذلك خلال فترة زمنية محددة للوصول إلى سعر توازني.

تسمح طريقة التسعيرة بالتثبيت بما يلي:

¹ <http://www.sgbv.dz/compartiments-ar.php>. Consulté le 12/16/2011.

² <http://www.sgbv.dz/mod-cotation-ar.php>. Consulté le 12/16/2011.

- تحقيق أكبر قدر ممكن من الصفقات.
- التخفيض من اللاتوازن.
- يسمح بأقل تذبذب للأسعار.
- تعين سعر الوحدة الذي تتداول عليه القيم.
- هو وحيد صالح خلال كل مدة حصة التداول.

5-2- طريقة التسعيرة المستمرة

يتمثل في مواجهة متواصلة بين أوامر الشراء والبيع والذي يشكل العديد من أسعار التوازن. يتم في التسعيرة المستمرة تجميع كل الأوامر، غير أنه بمجرد ما يتفق بائع ومشتري حول السعر، يتم التبادل. تتم التبادلات بالاستمرار من افتتاح إلى إقفال البورصة. إن الطريقة المتبعة في التسعير ببورصة الجزائر هي التسعير بـ"التثبيت الإلكتروني" حيث تتم مواجهة الأوامر عن طريق جهاز الإعلام الآلي.

المطلب الثاني: الدخول إلى بورصة الجزائر: الشروط، الأهداف والفوائد

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى النقاط الرئيسية الآتية:

- شروط القيد في بورصة الجزائر؛
- مراحل وإجراءات القيد في بورصة الجزائر؛
- الأهداف والفوائد من الدخول إلى بورصة الجزائر.

1- شروط القيد في بورصة الجزائر

ينبغي على المؤسسة الراغبة في الانضمام إلى بورصة الجزائر سواء من خلال القروض السندية، فتح أو رفع رأس المال الاستجابة إلى مجموعة من الشروط المنصوص عليها في القوانين المنظمة لسير عمل البورصة، ويمكن التمييز بين نوعين من الشروط: شروط عامة وشروط خاصة حسب طبيعة الورقة (العملية) التي تصدرها المؤسسة.

1-1- الشروط العامة

وتتمثل هذه الشروط فيما يلي:¹

- يجب أن يتم إصدار القيم المتداولة من طرف شركة ذات أسهم طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري.

¹ Guide d'introduction en bourse, Société de gestion de la bourse des valeurs, Bourse d'Alger, 2011, p: 4.

- تقديم تقرير تقييمي لأصول المؤسسة معد من طرف أحد أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين في الجزائر.
- نشر قوائمها المالية المصادق عليها للثلاث سنوات المالية السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
- يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية التي سبقت سنة طلب القبول.
- تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- إذا كان لا بد من التوقف أو التخلي عن بعض عناصر الأصول قبل دخولها في البورصة، فالمؤسسة ملزمة بإعلام شركة إدارة وتسيير بورصة القيم المنقولة بهذا الشأن.

2-1- الشروط الخاصة حسب طبيعة الورقة

تنقسم هذه الشروط حسب طبيعة الورقة كونها أسهم أو سندات K وسيتم ذكر هذه الشروط بشيء من التفصيل كما يلي:¹

1-2-1- الشروط الخاصة بالأسهم

توجد عدة شروط خاصة بالأسهم منها ما يلي:

- توفر رأس مال أدنى محرر يقدر بمبلغ مائة مليون دج (100.000.000 د.ج)
- توزيع على الجمهور ما نسبته عشرون بالمائة من رأس المال الإجمالي للشركة على الأقل.
- توزع الأسهم على مائة وخمسين (150) مساهما على الأقل يوم الإدخال كآخر أجل.

2-2-1- الشروط الخاصة بالسندات

توجد عدة شروط خاصة بالسندات منها ما يلي:

- نسبة القرض تعادل على الأقل مبلغ خمسمائة مليون دينار جزائري (500.000.000 د.ج) يوم الإدخال.
- إن أوراق القرض الصادرة عن الدولة لا تخضع لشروط الحد الأدنى لا بالنسبة لقيمة الإصدار ولا فيما يخص عدد المكتتبين.

2- مراحل وإجراءات القيد في بورصة الجزائر

تمر عملية إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر من خلال المراحل الثلاث الرئيسية الآتية:

¹ الطاهر لحرش ، مرجع سبق ذكره، 2009، ص ص: 300-301.

2-1-1- مرحلة ما قبل الدخول

هي المرحلة التي تسبق عملية الدخول إلى البورصة، وهي أول مرحلة يجب اتباعها. وتحتوي على:¹

2-1-1- القرار الذي هو أصل العملية

يمكن للجمعية العامة الاستثنائية فقط اتخاذ قرار عملية اللجوء العلني للاذخار، ولا يمكن ان تفوض هذه السلطة إلى مجلس الإدارة.

2-1-2- التحضير القانوني للشركة والمساهمين

من أجل الدخول إلى البورصة، يجب على المؤسسة مراجعة وضعيتها القانونية وذلك بسبب التغييرات المحتملة على وضعية المؤسسة، الشكل القانوني وهيكل رأس المال، وهذا من أجل احترام شروط الدخول إلى البورصة.

2-1-3- اختيار وسيط في عمليات البورصة (رئيس الصف)

يجب على المؤسسة اختيار وسيط في عمليات البورصة (رئيس الصف) والذي يكلف بمساعدة ومصاحبة وتقديم الاستشارات اللازمة للمؤسسة طيلة فترة الإدخال.

من أجل ضمان نجاح عملية الإدخال، يقوم الوسيط رئيس الصف بتشكيل نقابة التوظيف التي تتكون من وسطاء البورصة المعتمدين.

يخضع اختيار الوسيط المرافق للمؤسسة إلى مجموعة من المعايير الموضوعية كالتفاعلية والتكلفة، والى معايير خاصة، حيث إن معظم الوسطاء في الجزائر عبارة عن بنوك. وبالتالي تلعب علاقة الثقة ما بين المؤسسة والبنك الخاص بها دورا مهما في تحديد الوسيط.

2-1-4- إعداد جدول زمني للعملية

بمساعدة الوسيط رئيس الصف، تقوم المؤسسة بإعداد جدول زمني يلخص أهم المراحل التي يجب على المؤسسة المرور بها من أجل ضمان مرور العملية في أحسن الظروف.

2-1-5- تقييم المؤسسة

يجب على المؤسسة أن تقوم بتقييم اقتصادي لأصولها من طرف خبير محاسبي معتمد أو معروف من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. تسمح عملية التقييم بتحديد سعر الدخول إلى البورصة.

¹Guide d'introduction en bourse, **Op-Cit**, 2011, p p : 4-14.

2-1-6- إيداع مشروع المذكرة الإعلامية

تقوم المؤسسة بإعداد ملف من نسختين يحتوي وثائق قانونية، اقتصادية، مالية ومحاسبية خاصة بالمؤسسة ويتم تقديمها للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، كما تقدم المؤسسة مذكرة إعلامية تحتوي على المعلومات الآتية:

- تقديم وهيكله المصدر؛
- الوضعية المالية؛
- تطور نشاط المؤسسة؛
- هدف وخصائص العملية.

2-1-7- البيان

يحتوي البيان على ملخص للمذكرة الإعلامية من خلال عرض المعلومات الأكثر أهمية.

2-1-8- تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بفحص المعلومات الواردة في المذكرة الإعلامية والتأكد من صحتها. وفي الأخير منح تأشيرة الموافقة على عملية الدخول إلى السوق المالية (السوق الأولية).

تقدر مدة صلاحية تأشيرة اللجنة في حدود 12 شهرا، لذا يجب على المؤسسة تحقيق العملية في غضون هذه المدة.

2-1-9- الانخراط في المؤتمر المركزي

يجب على المؤسسة أن تقوم بتسجيل السندات الخاصة بها لدى المؤتمر المركزي.

2-1-10- إعداد عقد الشراكة

يجب على المؤسسة القيام بإعداد عقود شراكة تحدد التزامات كل المتدخلين في العملية ومنهم: المؤسسة/الوسيط، الوسيط/البنك، ...

2-1-11- التسويق والاتصال

تقوم المؤسسة بتفعيل سياسة تسويقية واتصالية من خلال مختلف الوسائل المتاحة، وهذا من أجل ضمان الاستجابة الواسعة لعملية الشراء.

2-1-12- فترة الاكتتاب

طوال فترة الاكتتاب، يقوم المستثمرون بتقديم عروضهم مباشرة من خلال مختلف الوكالات البنكية المشاركة في العملية.

2-2- مرحلة الدخول

يمكن التمييز بين نوعين من إجراءات الدخول إلى بورصة الجزائر كما يلي:¹

2-2-1- الإجراءات العادية

هو ذلك الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأس مال الشركة المعنية موزعا بشكل مرضي بين الجمهور و80 بالمائة من رأس المال موزع بين ثلاث مائة مساهم على الأقل أو أن السندات موزعة بشكل كاف بين مائة حامل من القيم، عندها تسجل القيم بشكل مباشر في جدول التسعيرة المعمول بها في السوق انطلاقا من سعر دخول مصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة على أساس شروط السوق.

وعليه، يتم استعمال هذا الإجراء بعد القيام بدعوة عمومية للادخار، بمعنى في حالة إصدار السندات أو رفع رأس مال الشركة بمساهمة سبق لها وأن قامت بدعوة عمومية للادخار. يضاف إليها إذا تعلق الأمر بالسندات التي تتولى إصدارها الدولة وهيئاتها.

2-2-2- إجراء العرض العمومي للبيع

يمكن التمييز بين نوعين من العرض العمومي للبيع هما:

2-2-2-1- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى

هو ذلك الإجراء الذي بموجبه يتم وضع تحت تصرف الجمهور يوم الدخول عددا معينا من القيم المتداولة بسعر أدنى يقبل به المتدخلون للأوراق المالية للتنازل عنها. وفي هذه الحالة يتم قبول الأوامر بسعر محدد فقط دون غيرها من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شريطة أن تبقى ضمن هامش أعلى بسعر معقول مقارنة بسعر العرض.

2-2-2-2- إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت

هو ذلك الإجراء الذي يتم بمقتضاه وضع تحت تصرف الجمهور يوم الدخول عددا معينا من القيم المتداولة أو بيعها بسعر محدد سلفا. وتقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتجميع أوامر الشراء التي وصلت للوسطاء في عمليات البورصة يوم الدخول وتتولى بعد ذلك عملية فرز هذه الأوامر، حيث لا يقبل منها إلا تلك الأوامر المحددة لسعر العرض وفي حالة الإعلان بأن أوامر الشراء كانت مرضية،

¹ Guide d'introduction en bourse, **Op-Cit**, 2011, p p : 15-20.

فإن سعر التسعيرة يكون نفسه سعر العرض ومن ثم، يتم تنفيذ الأوامر وفق طريقة الداخل أولا المنفذ أولا.

2-3- مرحلة ما بعد الدخول

هي المرحلة التي تلي أول تسعير لقيم المؤسسة في البورصة، حيث تلتزم المؤسسة بإعلام الجمهور بكل التغييرات التي من شأنها التأثير على سعر الأوراق المالية، كما تلتزم بنشر القوائم المالية السنوية، السداسية والتقارير السنوية.

3- الأهداف والفوائد من الدخول إلى بورصة الجزائر

هناك عدة أسباب تجعل المؤسسات تدرج أوراقا مالية في البورصة، ومنها:

- الرغبة في تغيير رأسمالها الاجتماعي (خاصة المؤسسات المرشحة للخصخصة).
- اكتساب التسعيرة والتقييم في البورصة، وما يصحبه من تحسين لصورة المؤسسة لدى زبائنها والمتعاملين معها.
- فتح فرص النمو الخارجي أمام المؤسسات.
- تحسين تنافسية المؤسسة.

وبالتالي، يمكن عرض أهم ميزات الدخول إلى البورصة فيما يلي:

- التفتح على الخارج، وتعزيز مصداقيتها وصورتها أمام المستهلكين.
- توفير مصادر تمويلية مهمة بالنسبة للمؤسسة.

المطلب الثالث: وضعية بورصة الجزائر بالأرقام

سيتم من خلال هذا المطلب دراسة وكذا تحليل الوضعية الحالية لبورصة الجزائر من خلال التطرق للنقطتين الآتيتين:

- التفاوض في بورصة الجزائر؛
- الرسلطة في بورصة الجزائر.

1- التفاوض في بورصة الجزائر

يعمل التفاوض في بورصة الجزائر على المواجهة بين مختلف أوامر البيع والشراء، وهو يتم بمساعدة التسعيرة الإلكترونية المعتمدة من طرف بورصة الجزائر، والتي تتم مرتين في الأسبوع (الاثنين والأربعاء).

تعتمد بورصة الجزائر على التسعيرة الثابتة التي تطبق تسعيرة موحدة طوال حصة التسعير، وهو ما من شأنه تعظيم حجم التبادلات على مختلف الأوراق المالية، وتخفيض حجم تذبذب الأسعار إلى أدنى مستوياتها.

ويمكن عرض ميزانية التفاوض الخاصة ببورصة الجزائر للفترة 1999-2010 من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم(01) : ميزانية التفاوض في البورصة خلال الفترة 1999-2010.

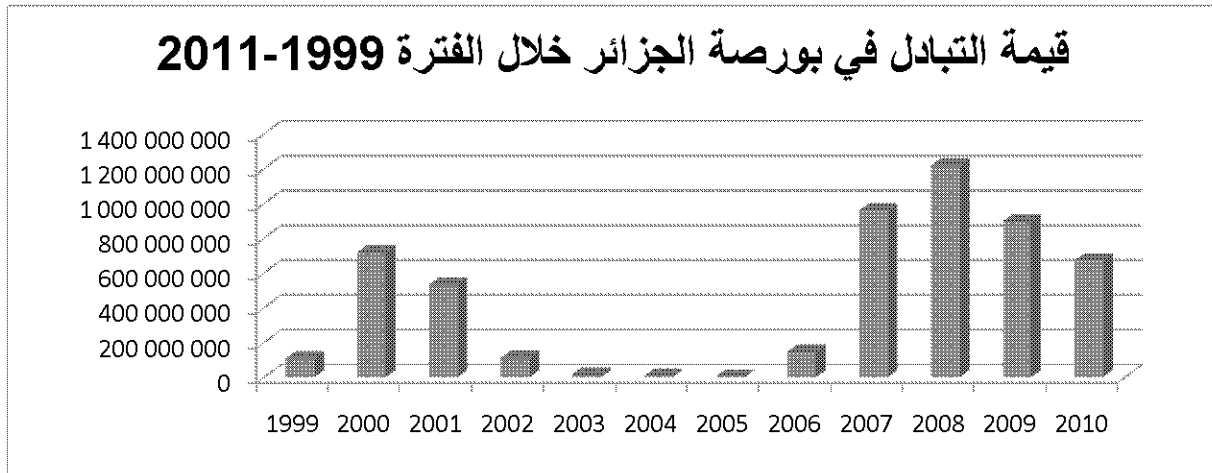
السنة	حجم التبادل	قيمة التبادل	الأوراق المالية المعنية بالتبادل*
1999	35 348	108 079 690	ERD, SAI, SNT
2000	323 490	720 039 160	ERD, SAI, SNT, AUR
2001	361 445	533 217 905	ERD, SAI, SNT, AUR
2002	80 161	112 060 345	ERD, SAI, SNT, AUR
2003	39 693	17 257 700	ERD, SAI, AUR
2004	22 183	8 432 615	ERD, SAI, AUR
2005	13 487	4 188 200	SAI, AUR
2006	76 010	149 391 910	ERD, SAI, AUR, AT11, SNG11
2007	130 443	960 417 115	SAI, AUR, AT11, SNG11, AA10
2008	184 110	1 218 511 505	SAI, AUR, AT11, SNG11, AA10, SNG14
2009	143 563	896 650 625	SAI, AUR, AT11, SNG11, AA10, SNG14, DH
2010	117 729	670 069 575	SAI, AUR, AT11, SNG11, AA10, SNG14, DH
المجموع	1 686 723	5 650 232 915	

المصدر: <http://www.sgbv.dz/bilan.php.php> , Consulte le 12/05/21011

ملاحظة: الاختصارات ERD, SAI, AUR, AAS, AT11, SNG11, AA10, SNG14, DH تمثل بالترتيب السندات والأسهم المعروضة لعامة الجمهور وهي: سند دخلي، سند سونلغاز استحقاق 2014، سند الخطوط الجوية الجزائرية، سند سونلغاز استحقاق 2011، سند اتصالات الجزائر، سهم أليانس للتأمينات، سهم الأوراسي، سهم صيدال وسهم الرياض سطيف.

من خلال الجدول أعلاه يمكن عرض الرسم البياني الآتي:

الشكل رقم (01): تطور قيمة التداول في البورصة خلال الفترة 1999-2011



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الجدول رقم (01)

من خلال الجدول والرسم البياني أعلاه، يمكن ملاحظة أن كلا من حجم وقيمة التبادل عرف انخفاضا كبيرا خلال سنة 2003، وقد استمر هذا الانخفاض إلى غاية سنة 2005.

يرجع الانخفاض المحسوس في حجم وقيمة التداول بداية من سنة 2002 إلى غاية 2005 إلى غياب إصدارات جديدة، إضافة إلى إطفاء السند الخاص بسوناطراك في عام 2002، وغياب أي تعاملات على سهم الرياض سطيف في سنة 2005.

عرف التداول في البورصة ارتفاعا محسوسا خلال السنوات 2006، 2007 و2008، وهذا بسبب الإدخالات الجديدة لكل سند اتصالات الجزائر وسونلغاز استحقاق 2011 و2014، وكذا إدراج مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية لسندات ذات تاريخ الاستحقاق في 2010، وهو ما أدى إلى بلوغ أعلى مستويات التداول في سنة 2008.

أما في سنة 2009 و2010، فقد عاد نشاط البورصة إلى الانخفاض رغم وجود إصدار جديد، ويتعلق الأمر بسند دحلي في سنة 2009، ويرجع هذا الانخفاض إلى تخوف المستثمرين خاصة بعد آثار الأزمة المالية العالمية.

2- الرسملة البورسية

الرسملة البورسية هي قيمة المؤسسات المدرجة في البورصة من خلال سعر البورصة. ويتم حسابه من خلال ضرب عدد الأسهم المكونة لرأس المال الاجتماعي للمؤسسة في سعر السهم الواحد.

وعليه، فالرسملة البورسية لبورصة الجزائر ما هو إلا مجموع الرسملة البورسية لمجموع المؤسسات المسعرة في البورصة. ويمكن توضيح تطور الرسملة البورسية لبورصة الجزائر، الناتج الداخلي الخام وحاصل القيمة بينهما من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (02): الرسملة البورصية لبورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2010.

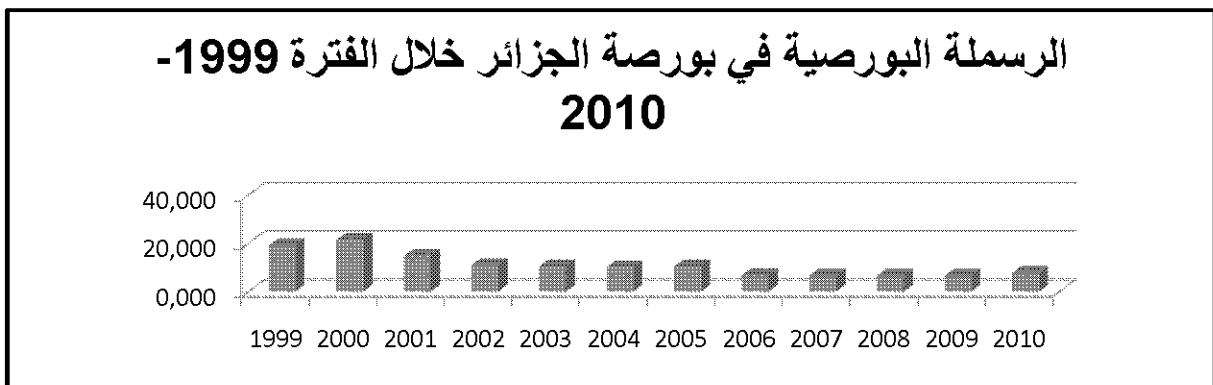
السنة	الرسملة البورصية (CB)	الناتج الداخلي الخام (PIB)	CB/PIB (%)
1999	19,175	3 509,800	0,55
2000	21,495	3 698,684	0,58
2001	14,720	3 754,871	0,39
2002	10,990	4 023,414	0,27
2003	10,360	4 700,040	0,22
2004	10,100	5 545,852	0,18
2005	10,400	6 930,153	0,15
2006	6,710	7 836,998	0,09
2007	6,620	8 567,942	0,08
2008	6,580	10 002,134	0,07
2009	6,550	8 808,701	0,07
2010	7,900	10 428,715	0,08

المصدر: التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنوات 1999-2010.

www.ons.dz, Consulte le 12/05/21011

ويمكن عرض تطور الرسملة البورصية من خلال الرسم البياني أدناه:

الشكل رقم (02): تطور الرسملة البورصية خلال الفترة 1999-2010



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الجدول رقم (02)

بلغ حجم الرسملة البورصية أقصى قيمتها في سنة 2000، وذلك بسبب إدخال سهم الأوراسي. ليعرف فيما بعد انخفاضات متتالية بسبب انخفاض أسعار الأسهم المتداولة في البورصة وانعدام الإصدارات الجديدة.

في سنة 2006، عرفت الرسملة البورصية انخفاضا حادا بسبب سحب سهم مجمع الرياض سطيف من التداول في بورصة الجزائر.

يسمح ناتج قسمة الرسملة البورصية على الناتج الداخلي الخام من معرفة مدى مساهمة البورصة في تمويل الاقتصاد الوطني، حيث تبقى هذه النسبة قليلة جدا إذ لم تتعد نسبة 0,58%، وهي في تناقص مستمر نتيجة انخفاض حجم الرسملة البورصية من جهة، وارتفاع الناتج الداخلي الخام من جهة أخرى.

المبحث الثاني: التمويل عن طريق القرض السندي في الجزائر

شهدت بورصة الجزائر منذ نشأتها العديد من عمليات إصدار السندات كوسيلة لتمويل استثمارات المؤسسات العمومية منها والخاصة، وهذا على المدى المتوسط والطويل. ويتم الإصدار إما من خلال اللجوء إلى الادخار العلني أو المستثمرين المؤسسيين المنخرطين في بورصة الجزائر. وسيتم من خلال هذا المبحث التركيز على الإصدارات ذات الادخار العلني للاستثمار وفق المطالب الآتية

- القرض السندي لمؤسسة اتصالات الجزائر Algérie Télécom؛
- القرض السندي لمؤسسة سونلغاز Sonelgaz؛
- القرض السندي لمؤسسة دحلي Dahli.

المطلب الأول: القرض السندي لمؤسسة اتصالات الجزائر Algérie Télécom

تعتبر مؤسسة اتصالات الجزائر Algérie Télécom من بين المؤسسات العامة التي لجأت إلى بورصة الجزائر كأداة لتمويل استثماراتها وتوسعها، من خلال عرض سندات للادخار العام الموجه للبنوك، المؤسسات المالية، المستثمرين المؤسسيين والجمهور العام.

وسيتم من خلال هذا المطلب إبراز أهم خصائص ومميزات القرض السندي، وهذا من خلال:

- تقديم عام لمؤسسة اتصالات الجزائر Algérie Télécom؛
- الوضعية المالية لمؤسسة اتصالات الجزائر Algérie Télécom قبيل الإصدار؛
- خصائص ومميزات القرض السندي لمؤسسة اتصالات الجزائر Algérie Télécom؛
- تداول سند اتصالات الجزائر في بورصة الجزائر؛
- تكلفة التمويل بالقرض السندي ومعدل المردودية؛
- تسعير سند اتصالات الجزائر في بورصة الجزائر.

1- تقديم عام لمؤسسة اتصالات الجزائر

نص القرار 2000/03 المؤرخ في 05 أوت 2000 على استقلالية قطاع البريد والمواصلات حيث تم بموجبه إنشاء مؤسسة بريد الجزائر والتي تكفلت بتسيير قطاع البريد، ومؤسسة اتصالات الجزائر التي حملت على عاتقها مسؤولية تطوير شبكة الاتصالات في الجزائر، إذ وبعد هذا القرار أصبحت اتصالات الجزائر مستقلة في تسييرها عن وزارة البريد التي أوكلت لها مهمة المراقبة. وبهذا أصبحت اتصالات الجزائر مؤسسة عمومية اقتصادية ذات أسهم برأس مال اجتماعي يقدر بـ 50 000 000 000 دج وتنشط في مجال الاتصالات.

بدأت اتصالات الجزائر نشاطها رسمياً بتاريخ 1 جانفي 2003، حيث دخلت عالم التكنولوجيا والاتصال مسطرة في برنامجها تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية متمثلة في الجودة، الفعالية ونوعية الخدمات، وهذا من أجل ضمان الريادة في سوق أصبح يتسم بالمنافسة التامة بين مختلف المتعاملين. وتعتبر مؤسسة اتصالات الجزائر مجمع حقيقي من خلال فروعها التي أنشئت لتساير التطورات الحاصلة في مجال الاتصالات. فقد تم إنشاء فرع اتصالات الجزائر "موبيليس" مختص في الهاتف الخليوي، حيث تعتبر موبيليس أحد أهم متعاملي النقال في الجزائر من خلال تغطيتها التي تعدت 98 بالمائة وكذا عدد زبائنها الذي تعدى 10 ملايين مشترك.

كما يظم مجمع اتصالات الجزائر فرع أساسي هام وهو اتصالات الجزائر للانترنت "جواب" مختص في تكنولوجيا الانترنت حيث أوكلت له مهمة تطوير وتوفير الانترنت ذو السرعة الفائقة. إضافة إلى فرع اتصالات الجزائر الفضائية المختص في تكنولوجيات الساتل والأقمار الصناعية. بالإضافة إلى كونها متعامل المتعاملين والرائد في مجال الاتصالات في الجزائر، تعتبر اتصالات الجزائر من أكبر المؤسسات الوطنية تواجدا عبر كافة مناطق الوطن فهي تشمل كل شبر من هذه الجزائر، وذلك من خلال هيكلتها.

تعتمد مؤسسة اتصالات الجزائر في هيكلتها على منطق الشمولية أي توزيع منتجاتها عبر مختلف مناطق الوطن. فاتصالات الجزائر تسييرها مديرية عامة مقرها العاصمة و12 مديرية إقليمية في كل من الجزائر، وهران، قسنطينة، سطيف، عنابة، ورقلة، بشار، الشلف، باتنة، تيزي وزو، البليدة وتلمسان. تحتوي كل منها على مديريات ولائية على مستوى 48 ولاية إضافة إلى مديريتين إضافيتين على مستوى العاصمة بمجموع 50 مديرية عبر التراب الوطني. ومن جهتها تحتوي المديريات الولائية على وكالات تجارية ومراكز هاتفية.

2- الوضعية المالية لمؤسسة اتصالات الجزائر قبيل الإصدار

استنادا إلى الميزانيات المحاسبية الخاصة بالمؤسسة لسنوات 2003، 2004، 2005 (انظر الملحق رقم 02) وبعد إعادة ترتيب عناصر الميزانية حسب درجة السيولة والاستحقاقية يمكن عرض الميزانية المالية لنفس السنوات كما يلي:

الجدول رقم (03): الميزانية المالية لمؤسسة اتصالات الجزائر لسنوات 2003-2005. (ملايين الدنانير)

الأصول			الخصوم				
السنوات	2003	2004	2005	السنوات	2003	2004	2005
قيم ثابتة	101 086	138 611	143 178	أموال خاصة	75 522	113 898	112 943
قيم الاستغلال	4 588	7 749	6 830	ديون طويلة ومتوسطة الأجل	40 995	39 480	40 576
قيم قابلة للتحقيق	31 386	42 259	59 611	ديون قصيرة الأجل ما عدا التسبيقات	25 503	45 442	66 071
متاحات	4 959	10 201	9 971	السحب على المكشوف	19	49	3 922
مجموع الأصول	142 019	198 820	219 590	مجموع الخصوم	142 019	198 820	219 590

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على معطيات الملحق رقم 02.

من خلال الميزانية المالية، يمكن حساب المجاميع الرئيسية الآتية:

الجدول رقم (04): أهم المجاميع المالية لمؤسسة اتصالات الجزائر (ملايين الدنانير)

السنوات	2003	2004	2005
رأس المال العامل	15 431	14 767	10 341
احتياجات رأس المال العامل	10 490	4 615	4 292
الخزينة	4 940	10 152	6 049
النتيجة الصافية	3 849 504	4 580 119	5 822 819
طاقة التمويل الذاتي	13 011	15 575	23 010

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على معطيات الجدول أعلاه.

يمكن من خلال الجدول أعلاه ملاحظة أن الوضعية المالية لمؤسسة اتصالات الجزائر متوازنة، حيث إن رأس المال العامل موجب طول الفترة 2003-2005، وبقيمة مطلقة أكبر من احتياج رأس المال العامل لنفس الفترة، وهو ما يفسر القيمة الموجبة للخزينة طوال الفترة.

أما بالنسبة للنتيجة فهي موجبة طيلة الفترة 2003-2005 وفي تزايد مستمر، حيث ارتفعت في 2004 بنسبة 19% مقارنة بسنة 2003، وبنسبة 27% في 2005 مقارنة بسنة 2004.

وفيما يخص طاقة التمويل الذاتي فهي موجبة وفي تزايد مستمر، حيث ارتفعت بنسبة 20% سنة 2004 مقارنة بسنة 2003، وبنسبة 48% سنة 2005 مقارنة بسنة 2004، وهو ما يدل على قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها ومواجهة التزاماتها اتجاه الدائنين الحاليين والمستقبليين (القرض السندي).

3- خصائص ومميزات القرض السندي لمؤسسة اتصالات الجزائر

لقد قامت مؤسسة اتصالات الجزائر Algérie Télécom في سنة 2006 بإصدار قرض سندي مشترك، عموميا ومؤسسيا، حيث بلغت الأموال المرفوعة منه 21.59 مليار دينار،¹ والتي سيتم استعمالها في اقتناء تجهيزات موجهة لتطوير شبكة الهاتف النقال التابع لفرع موبليس ولإنجاز استثمارات لصالح الشركة الرئيسية. ويتميز هذا القرض بالخصائص أدناه:

- نوعية السندات: سندات عادية.
- مبلغ القرض: 21 598 560 000 د.ج.
- السعر الإسمي: 10 000 د.ج.
- المدة: خمس (05) سنوات.
- معدل الفائدة: (في كل 17 أكتوبر من كل سنة)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011
معدل الفائدة (%)	4.00	4.00	4.50	4.50	7.90

- دورية القسيمة: سنوية.
- مدة الاككتاب: 17 سبتمبر إلى 31 أكتوبر 2006.
- سعر الإصدار: 100% من القيمة الاسمية، أي 10 000 د.ج.
- طريقة الإهلاك: في النهاية.
- البنك المرافق للمؤسسة في عملية الإصدار: البنك الوطني الجزائري.
- نقابة القبض الثابت (الإصدار): البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري وبنك الفلاحة والتنمية الريفية.
- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: رقم 05/06 المؤرخة في 03 سبتمبر 2006.
- الدخول الرسمي إلى بورصة الجزائر: 12 نوفمبر 2006.

¹ التقرير السنوي، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2006، ص 22.

4- تداول سند اتصالات الجزائر في بورصة الجزائر

القرض السندي لاتصالات الجزائر موجه لعامة الجمهور، إضافة إلى البنوك والمؤسسات المالية والمستثمرين المؤسسيين. ويمكن توضيح نسبة الاكتتاب لكل فئة من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (05): نسبة الاكتتاب في القرض السندي لاتصالات الجزائر

المؤسسات المالية	الأشخاص المعنويون	أعضاء نقابة القبض الثابت	الأشخاص الطبيعيون	الفئة
02	24	30	44	نسبة الاكتتاب (%)

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2006، ص 25.

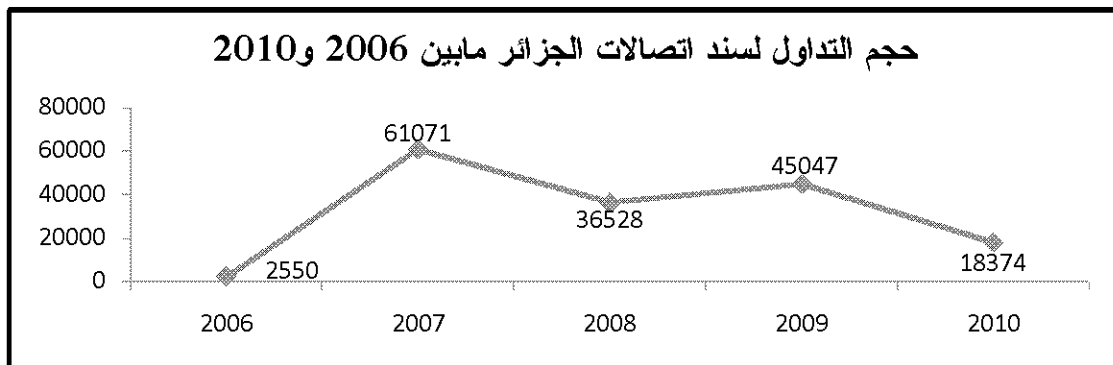
شهد سند اتصالات الجزائر العديد من أوامر البيع والشراء منذ تاريخ إدخاله رسميا لبورصة الجزائر في 12 نوفمبر من سنة 2006. ويمكن إبراز حجم وقيمة هذا التبادل من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (06): تداول سند اتصالات الجزائر في البورصة

السنة	الحجم		القيمة	
	حجم التداول	التغير	قيمة التداول	التغير
2006	2 550	-	25 678 500	-
2007	61 071	2295%	610 492 980	2277%
2008	36 528	-40%	365 759 080	-40%
2009	45 047	23%	454 795 910	24%
2010	18 374	-59%	183 940 170	-60%

المصدر: التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنوات: 2006، 2007، 2008، 2009 و 2010.

ويمكن التعبير عن تطور حجم التداول لسند اتصالات الجزائر من خلال الشكل أدناه:
الشكل رقم (03): تداول سند اتصالات الجزائر في البورصة ما بين 2006 و 2010.



المصدر: تم إعداد الشكل انطلاقا من معطيات الجدول رقم (06).

يلاحظ من خلال الجدول والرسم البياني الانخفاض التدريجي في كل من حجم وقيمة التداول، فباستثناء سنة 2007 التي ارتفع فيها حجم التداول مقارنة بسنة 2006 والذي يرجع أساسا إلى انخفاض مدة التداول بالنسبة لسنة 2006 والمقدرة بأقل من شهرين (تاريخ الدخول الرسمي إلى البورصة كان في 12 نوفمبر 2006)، فقد تم تسجل انخفاضات متتالية وصولا إلى حجم تداول يقدر ب 18 374 سند وقيمة تداول تفوق مبلغ 170 940 183 دج سنة 2010.

5- تكلفة التمويل بالقرض السندي ومعدل المردودية

5-1-1- تكلفة التمويل لسند اتصالات الجزائر

بلغت التكلفة الإجمالية لعملية القرض السندي لمؤسسة اتصالات الجزائر ما قيمته 436 750 000 دج خارج الرسم، أي نسبة 2,02 % من حجم الأموال المحصل عليها من خلال القرض السندي. ويمكن تقسيمها كما يلي¹:

5-1-1- الرسوم والأتعاب القانونية

- أتعاب لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: 5 000 000 دج.
- أتعاب ALGERIE CLEARING: 1 200 000 دج.
- أتعاب مؤسسة تسيير القيم المنقولة: 2 050 000 دج.

5-1-2- مصاريف الخدمات

- مصاريف البنك المرافق للمؤسسة (البنك الوطني الجزائري): 40 000 000 دج.
- مصاريف نقابة التوظيف: 347 500 000 دج.

5-1-3- مصاريف الاتصال

تقدر بمبلغ 41 750 000 دج، وتتعلق أساسا بمصاريف الإشهار والترويج.

5-2- معدل المردودية لسند اتصالات الجزائر

يمكن الاعتماد على عدة معدلات من أجل تقييم مردودية سند اتصالات الجزائر بالنسبة لحامله، حيث يمكن تحديد معدل الفائدة الفعلي المطبق، وهو ما يمكن توضيحه من خلال الجدول أدناه:

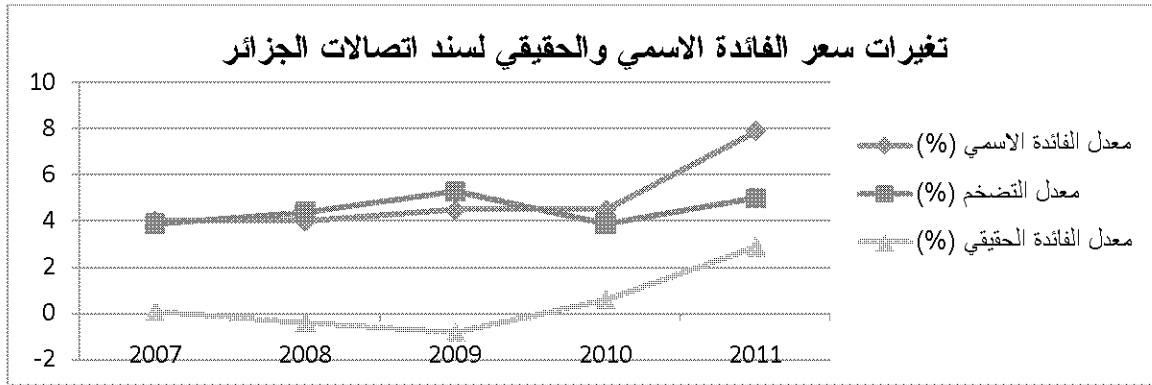
¹ Emprunt obligataire Algérie Telecom, **Notice d'information**, Septembre 2006, p 5.

الجدول رقم (07): تغيرات سعر الفائدة الاسمي والحقيقي على سندات اتصالات الجزائر

السنة	2007	2008	2009	2010	2011
معدل الفائدة الاسمي (%)	4	4	4.5	4.5	7.9
معدل التضخم (%)	3.9	4.4	5.3	3.9	5
معدل الفائدة الحقيقي (%)	0.1	0.4-	0.8-	0.6	2.9

المصدر: بالاعتماد على تقارير الديوان الوطني للإحصائيات وتقديرات البنك العالمي لمعدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 2011-2014.

ويمكن التعبير عن هذه التغيرات من خلال البيان أدناه:

الشكل رقم (04): تغيرات سعر الفائدة الاسمي والحقيقي لسند اتصالات الجزائر

المصدر: بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (07).

يتضح من خلال الجدول والرسم البياني أعلاه أن معدل الفائدة الحقيقي على سندات اتصالات الجزائر ذو إشارة متغيرة حسب معدل التضخم المحلي، حيث قدر سنة 2007 بنسبة 0,1 %، ليعرف تراجعاً سنّي 2008 و2009 بسبب ارتفاع معدل التضخم ليبلغ -0,4 و-0,8 على التوالي وهو ما يعني أن معدل الفائدة الاسمي غير قادر على تغطية الارتفاع في الأسعار. وبالتالي لا ينشأ على الاستثمار قيمة مضافة خلال هتين السنتين. إلا أنه في سنتي 2010 و2011 وبسبب ارتفاع معدلات الفائدة الاسمية وثبات معدلات التضخم ارتفعت معدلات الفائدة الحقيقية لتبلغ 0,6 و2,9 على التوالي.

بالاعتماد على معدلات الفائدة المطبقة على سندات الخزينة ذات مدة الاستحقاق المقدرة ب 07 سنوات، يمكن ملاحظة أن معدل الفائدة المطبق على سند اتصالات الجزائر أكبر من معدل الفائدة على سندات الخزينة ذات نفس تاريخ الإصدار، بالإضافة إلى أن معدل الفائدة على سند اتصالات الجزائر تصاعدي انطلاقاً من 04 % وصولاً إلى نسبة 7,90 %، عكس سندات الخزينة ذات معدل الفائدة الثابت والمقدر بنسبة 04 % . ويمكن إرجاع هذا الفرق إلى علاوة المخاطرة التي تتطوي على الاستثمار في هذا النوع من السندات.

يقدر معدل العائد على سندات اتصالات الجزائر حتى تاريخ الاستحقاق بنسبة 4,9 %، وهو ما يفوق معدل التضخم المتوسط لنفس الفترة والمقدر بنسبة 4,49 % . كما أن المستثمرين غير معنيين بدفع الضريبة على أرباح الشركات أو الضريبة على الدخل الإجمالي الناتجة عن الاستثمار المالي في هذا النوع من السندات كنوع من التحفيز المقدم من طرف الدولة من أجل تشجيع الاستثمار المالي في الجزائر.

6- تسعير سند اتصالات الجزائر في بورصة الجزائر

يوضح الجدول أدناه تغيرات سعر سند اتصالات الجزائر في البورصة خلال جلسات التسعير للفترة 2006-2010.

الجدول رقم (08): تغيرات سعر سند اتصالات الجزائر للفترة 2006-2010

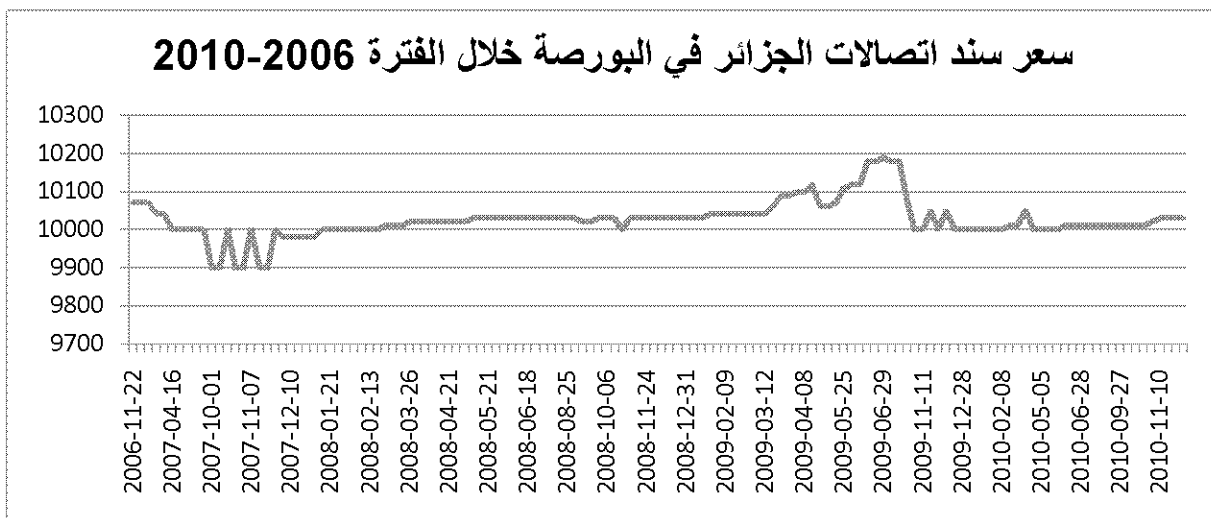
الانحراف المعياري	التباين	السعر المتوسط	السعر الأدنى	السعر الأعلى
49	2 437	10 026	9 900	10 190

المصدر: بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (05).

يظهر من خلال الجدول أن السعر الأقصى لسندات اتصالات الجزائر في البورصة يقدر بمبلغ 10190 دج للسند. أما أدنى سعر فيقدر بمبلغ 9900 دج، وعليه، كان السعر المتوسط عموماً أكبر من قيمة الإصدار، حيث قدر بمبلغ 10026، أي بزيادة طفيفة قدرها 0,26% عن القيمة الاسمية للسند.

يتميز سعر سند اتصالات الجزائر بأنه أعلى من القيمة الاسمية في أغلب حصص التداول، وهو ما يمكن إبرازه من خلال المنحنى أدناه:

الشكل رقم (05): سعر سند اتصالات الجزائر خلال الفترة 2006-2010



المصدر: بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (05).

يظهر من خلال الرسم البياني، الاستقرار في تسعيرة سندات اتصالات الجزائر طوال أغلب فترات التسعير، إلا أن ذلك لم يمنع من وجود بعض التذبذبات سواء السلبية في بداية فترة تسعير السند في البورصة، أو الإيجابية في جوان من سنة 2009، وهو ما يفسر قيمة الانحراف المعياري المقدرة بقيمة 49 دج للسند الواحد وهو ما يمثل أقل من 0,5% من القيمة الاسمية للسند.

المطلب الثاني: القرض السندي لمؤسسة سونلغاز Sonelgaz

تعد مؤسسة سونلغاز من أهم المتعاملين الاقتصاديين نشاطا في سوق الأوراق المالية الخاصة بالسندات، وذلك من خلال العدد الكبير من الإصدارات التي تقوم بها سواء لفائدة الجمهور العام أو للبنوك والمستثمرين المؤسساتيين، وسيتم من خلال هذا المطلب دراسة القرض السندي الذي تم إطلاقه سنة 2008 من خلال تناول النقاط الآتية:

- تقديم عام لمؤسسة سونلغاز؛
- الوضعية المالية لمؤسسة سونلغاز؛
- خصائص ومميزات القرض السندي لمؤسسة سونلغاز؛
- تداول سند سونلغاز في بورصة الجزائر؛
- تكلفة التمويل بالقرض السندي ومعدل المردودية؛
- تسعير سند سونلغاز في بورصة الجزائر

1- تقديم عام لمؤسسة سونلغاز

مرت مؤسسة سونلغاز بعدة مراحل منذ نشأتها يمكن تلخيصها فيما يلي:

سنة 1947: كان ميلاد شركة الكهرباء والغاز الجزائرية (E.G.A) مكلفة بإنتاج ونقل وتوزيع الكهرباء والغاز، وذلك بمقتضى المرسوم رقم 1002/47 الصادر بتاريخ 1947/06/05.

سنة 1962: احتفظت المؤسسة بعد الاستقلال بإطارها القانوني فيما يتعلق بكونها مؤسسة عمومية وذلك من خلال المرسوم 157/62 الصادر بتاريخ 1962/12/31، والمتعلق بسير التقنين.

سنة 1969: تم إنشاء الشركة الوطنية للكهرباء والغاز (سونلغاز) وتحديد أهدافها، وذلك بمقتضى الأمر رقم 59/69 الصادر في الجريدة الرسمية بتاريخ 1969/08/01.

سنة 1983: إعادة هيكلة سونلغاز وذلك بميلاد ست (06) شركات تابعة لها هي:

- KAHRIF: أشغال الكهرباء.
- KAHRAKIB: تركيب المنشآت الكهربائية.
- KANAGAZ: إنتاج قنوات وتركيب الغاز.

- INEGRA: الأثغال العمومية.

- ETTERKIB: تركيب صناعي.

- AMC: صناعة العدادات وأجهزة الكبس والمراقبة

سنة 1991: أصبحت سونلغاز مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري EPIC، حيث غيرت المؤسسة إطارها القانوني، وذلك بمقتضى المرسوم رقم 475/91 الصادر بتاريخ 1991/12/14.

سنة 1995: تم تسمين أن سونلغاز مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري وفق الأمر رقم 280/95 الصادر بتاريخ 1995/12/17 الذي تضمن المهام التي يجب على المؤسسة اتباعها في مهمتها للخدمات العمومية.

سنة 1999: صدور المرسوم التنفيذي بتاريخ 1999/05/11 الذي قرر تحويل الشركات التابعة لسونلغاز إلى شركات ذات أسهم.

سنة 2002: أصبح مجمع سونلغاز وفروعه شركات ذات أسهم.

2- الوضعية المالية لمؤسسة سونلغاز

استنادا إلى الميزانيات المحاسبية وجدول حسابات النتائج الخاصة بمؤسسة سونلغاز لسنوات 2005، 2006، 2007 (انظر الملحق رقم 03) وبعد إعادة ترتيب عناصر الميزانية حسب درجة السيولة والاستحقاقية يمكن عرض الميزانية المالية لنفس السنوات كما يلي:

الجدول رقم (09): الميزانية المالية لمؤسسة سونلغاز لسنوات 2005، 2006 و 2007، (ملايين

الدينانير)

الخصوم			الأصول				
2007	2006	2005	السنوات	2007	2006	2005	السنوات
520 483	469 088	440 888	أموال خاصة	607 480	539 042	483 917	قيم ثابتة
229 241	140 081	115 072	ديون طويلة ومتوسطة الأجل	1 623	2 673	3 252	قيم الاستغلال
82 752	100 141	64 100	ديون قصيرة الأجل ما عدا التسبيقات	161 534	142 757	121 879	قيم قابلة للتحقيق
0	0	0	السحب على المكشوف	61 839	24 838	11 012	متاحات
832 476	709 310	620 060	مجموع الخصوم	832 476	709 310	620 060	مجموع

المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الملحق رقم 03.

من خلال الميزانية المالية، يمكن حساب المجاميع المالية الرئيسية الآتية:

الجدول رقم (10): أهم المجاميع المالية لمؤسسة سونلغاز (ملايين الدنانير)

السنوات	5200	6200	7200
رأس المال العامل	72 043	70 127	142 244
احتياج رأس المال	61 031	45 289	80 405
الخزينة	11 012	24 838	61 839
النتيجة الصافية	15 261	15 924	10 090

المصدر: بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (09).

من خلال الجدول أعلاه، يمكن ملاحظة أن الوضعية المالية الإجمالية لمؤسسة سونلغاز مريحة، فالخزينة موجبة وفي تزايد مستمر طوال الفترة 2005-2007، وهو ما يعني أن المؤسسة تتمتع بالملاءة المالية التي تمكنها من مواجهة التزاماتها على المدى القصير وخاصة السحب على المكشوف.

كما يلاحظ أن رأس المال العامل موجب أي أن الأموال الدائمة قادرة على تغطية الاستخدامات الثابتة إضافة إلى تغطية الاحتياجات الدورية لدورة الاستغلال المتمثلة في احتياج رأس المال العامل، وهو ما يفسر الخزينة الموجبة طيلة الفترة 2005-2007.

أما بالنسبة للنتيجة الصافية فهي موجبة طيلة الفترة 2005-2007 وفي تزايد مستمر، حيث ارتفعت في 2006 بنسبة 4% مقارنة بسنة 2005، إلا أنها سجلت انخفاضا في سنة 2007 مقارنة بسنة 2006 قدر بنسبة 36%.

3- خصائص ومميزات القرض السندي لمؤسسة سونلغاز

ويتميز القرض السندي الخاص بمؤسسة سونلغاز بالخصائص الآتية:¹

- نوعية السندات: سندات عادية (لحاملها).
- مبلغ القرض: من 25 إلى 30 مليار دج.
- المبلغ المحصل عليه عند انتهاء العملية: 30 مليار دج.
- السعر الاسمي: 5 000 دج.
- المدة: 6 سنوات.
- معدل الفائدة: تدفع الفائدة سنويا في كل 1 جوان من كل سنة.

السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014
معدل الفائدة (%)	3.75	4.00	4.50	5.00	5.50	6.50

- دورية القسيمة: سنوية.

¹ Emprunt obligataire grand public 2008, **Notice d'information**, Sonelgaz SPA, Juin 2008, p p : 9-13.

- مدة الاكتتاب: 1 إلى 30 جوان 2008.
- سعر الإصدار: 100% من القيمة الاسمية، أي 5 000 دج.
- طريقة الإهلاك: في النهاية بسعر الإصدار.
- البنك المرافق للمؤسسة في عملية الإصدار: البنك الوطني الجزائري.
- نقابة القبض الثابت (الإصدار): البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، SOCIETE GENERALE و BNP Paribas-EL- DJAZAIR.
- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: رقم 02/08 المؤرخة في 12 ماي 2008.

4- تداول سند سونلغاز في بورصة الجزائر

بدأ تداول سندات سونلغاز في بورصة الجزائر بداية شهر أوت 2008، ويمكن توضيح حجم وقيمة التداول الخاصة به من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (11): تداول سندات سونلغاز في بورصة الجزائر

السنة	الحجم		القيمة	
	التغير	حجم التداول	قيمة التداول	التغير
2008	-	546 25	450 738 127	-
2009	67%	554 42	000 770 212	67%
2010	16.28%	483 49	000 519 247	16.33%

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنوات 2008، 2009 و 2010.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن نسبة تداول سندات سونلغاز في بورصة الجزائر جد ضعيفة، حيث لم تتعد في أحسن الأحوال نسبة 01% (0.82% سنة 2010)، مع أنها سجلت ارتفاعا خلال الفترة 2008-2010. حيث ارتفعت من 0.43% سنة 2008 إلى 0.82% سنة 2010.

ويمكن التعبير عن تطور حجم تداول سندات سونالغاز من خلال البيان الآتي:

الشكل رقم (06): تداول سند سونلغاز في البورصة خلال الفترة 2008-2010



المصدر: بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (11).

من خلال الشكل أعلاه، يمكن ملاحظة النمو المستمر في حجم تداول سندات سونلغاز، وفي المقابل الارتفاع في قيمة التداول، حيث ارتفع حجم التداول بنسبة 67% سنة 2009 مقارنة بسنة 2008 (تم التداول في النصف الثاني من سنة 2008 فقط) وبنسبة 16% سنة 2010 مقارنة بسنة 2009.

5- تكلفة التمويل بالقرض السندي ومعدل المرودية

5-1- تكلفة التمويل لسند سونلغاز

بلغت التكلفة الإجمالية لعملية القرض السندي لمؤسسة سونلغاز ما قيمته 510 299 988 دج خارج الرسم، أي ما يعادل نسبة 1,70 % من حجم الأموال التي تم جمعها من خلال هذه العملية. ويمكن تقسيمها كما يلي:¹

5-1-1- الرسوم والأتعاب القانونية

- أتعاب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: 5 000 000 دج.
- أتعاب التوظيف: 241 770 350 دج.
- أتعاب مؤسسة تسيير القيم المنقولة: 36 265 552,50 دج.

5-1-2- مصاريف الخدمات

- مصاريف البنك المرافق للمؤسسة (البنك الوطني الجزائري): 30 000 000 دج.
- مصاريف نقابة التوظيف: 269 681 832,50 دج.

5-1-3- مصاريف الاتصال

تقدر مصاريف الاتصال بمبلغ 183 118 155,50 دج، وتتعلق أساسا بمصاريف الإشهار والترويج.

¹ Emprunt obligataire grand public, **Notice d'information**, Sonelgaz SPA, Juin 2008, p: 10.

5-1-4- مصاريف متنوعة

تقدر المصاريف المتنوعة بمبلغ 2 500 000 دج.

5-2- معدل المرادوية لسند سونلغاز

يمكن من خلال الجدول أدناه توضيح معدل الفائدة الاسمي، معدل التضخم ومعدل الفائدة الحقيقي المطبق على سندات مجمع سونلغاز كما يلي:

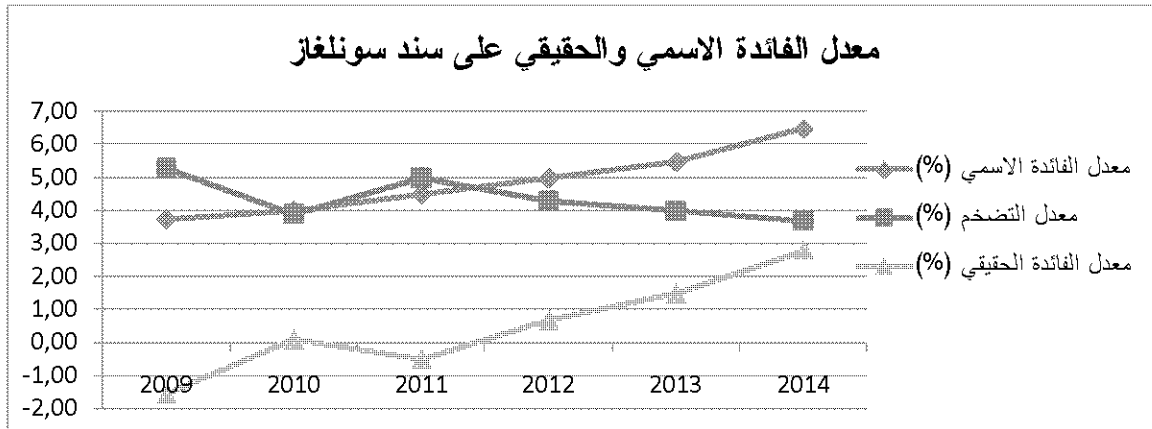
الجدول رقم (12): تغيرات سعر الفائدة الاسمي والحقيقي على سندات سونلغاز.

السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014
معدل الفائدة الاسمي (%)	3.75	4.00	4.50	5.00	5.50	6.50
معدل التضخم (%)	5.30	3.90	5.00	4.30	4.00	3.70
معدل الفائدة الحقيقي (%)	1.55-	0.10	0.50-	0.70	1.50	2.80

المصدر: بالاعتماد على معطيات الديوان الوطني للإحصائيات وتقديرات البنك العالمي لمعدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 2011-2014.

ويمكن التعبير عن هذه التغيرات من خلال الشكل أدناه:

الشكل رقم (07): تغيرات سعر الفائدة الاسمي والحقيقي لسند سونلغاز



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الجدول رقم (12).

خلال السنوات 2009، 2010 و 2011، كان معدل الفائدة الحقيقي على سندات سونلغاز سالبا أو يقارب الصفر (0,10 سنة 2010)، ويعود ذلك إلى انخفاض معدل الفائدة في السنوات الأولى للقرض وكذا الارتفاع النسبي لمعدلات التضخم.

أما في باقي سنوات القرض (2012-2014)، فقد سجل معدل الفائدة الحقيقي ارتفاعا محسوسا، بالنظر إلى ارتفاع معدلات الفائدة الاسمية وكذا استقرار معدل التضخم (تنبؤات البنك العالمي) في حدود 04 %.

بالاعتماد على معدلات الفائدة المطبقة على سندات الخزينة ذات مدة الاستحقاق المقدرة بسبع (07) سنوات والمصدرة سنة 2008، يمكن ملاحظة أن معدل الفائدة المطبق على سند سونلغاز أكبر من معدل الفائدة على سندات الخزينة ذات نفس تاريخ الإصدار. بالإضافة إلى أن معدل الفائدة على سند سونلغاز تصاعدي انطلاقاً من 3,75 % وصولاً إلى نسبة 6,50 %، عكس سندات الخزينة ذات معدل الفائدة الثابت والمقدر بنسبة 04 % . ويمكن إرجاع هذا الفرق إلى علاوة المخاطرة التي تنطوي على الاستثمار في هذا النوع من السندات.

يقدر معدل العائد على سندات سونلغاز حتى تاريخ الاستحقاق بنسبة 4,8 %، وهو ما يفوق معدل التضخم المتوسط لنفس الفترة والمقدر بنسبة 4,36 % . كما أن المستثمرين غير معنيين بدفع الضريبة على أرباح الشركات أو الضريبة على الدخل الإجمالي الناتجة عن الاستثمار المالي في هذا النوع من السندات كأحد أنواع التحفيز المقدمة من طرف الدولة من أجل تشجيع الاستثمار المالي في الجزائر.

6- تسعير سندات سونلغاز في بورصة الجزائر

بدأ تسعير سندات سونالغاز في بورصة الجزائر بداية من 28 جويلية 2008، تاريخ أول إدراج للسندات في البورصة، ويمكن توضيح أهم مميزات تغيير سعر سند سونالغاز من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (13): تغيرات سعر سند سونلغاز خلال الفترة 2008-2010

الانحراف المعياري	التباين	السعر المتوسط	السعر الأدنى	السعر الأعلى
2	3	5 000	5 000	5 010

المصدر: بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (03).

يظهر من خلال الجدول أعلاه، التقارب الكبير في الأسعار القصوى، الدنيا والمتوسطة لسند سونلغاز، حيث إن السعر الأعلى يقدر بمبلغ 5010 دج للسند الواحد، وهو ما يمثل نسبة زيادة تقدر بنسبة 0,2 %، أما فيما يخص السعر الأدنى فهو لم يتقهقر دون مستوى القيمة الاسمية للسند طول فترة التسعير، وهو ما يجعل من المتوسط الحسابي لسعر السند مقارباً لقيمة الإصدار والمقدرة بمبلغ 5000 دج للسند.

من خلال ما سبق، يظهر مدى الاستقرار في سعر السند، وهو ما يمكن إبرازه من خلال المنحنى

أدناه:

الشكل رقم (08): سعر سند سونلغاز في البورصة خلال الفترة 2008-2010



المصدر: بناء على معطيات الملحق رقم (05)

يظهر من خلال الشكل الاستقرار في تسعيرة سندات اتصالات الجزائر طوال أغلب فترات التسعير، وهو ما يفسر قيمة الانحراف المعياري التي لا تتجاوز 02 دج للسند الواحد.

المطلب الثالث: القرض السندي لمؤسسة دحلي DAHLI

قدمت مؤسسة دحلي طلبا للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من أجل إصدار قرض سندي بقيمة 8.3 مليار دينار. وسيتم من خلال هذا المطلب معالجة ما يلي:

- تقديم عام لمؤسسة دحلي؛
- الوضعية المالية لمؤسسة دحلي قبيل الإصدار؛
- خصائص ومميزات القرض السندي لمؤسسة دحلي؛
- تداول سند دحلي في بورصة الجزائر؛
- تكلفة التمويل بالقرض السندي ومعدل المردودية؛
- تسعير سند دحلي في بورصة الجزائر.

1- تقديم عام لمؤسسة دحلي

تعد شركة المساهمة دحلي هي المؤسسات القلائل التابعة للقطاع الخاص التي استلمت تأشيرة إصدار قرض سندي بمبلغ 8,3 مليار دج موجه إلى الجمهور الواسع. وتعمل الشركة من خلال التوجه نحو سوق السندات إلى رفع الأموال الضرورية لتمويل ثلاثة مشاريع؛ تتمثل في حظيرة مائية، وفندق بشق، وميناء استجمام "مارينا"، التي سوف تكون جزء لا يتجزأ من مدينة الأعمال الجديدة، "الجزائر مدينة".

ويحمل المصدر تسمية شركة "دايو الجزائر للفندقة والترفيه العقاري- Daewoo Algérie Hôtellerie Loisirs et Immobiliers" وتدعى باختصار "دحلي DAHLI" وهي شركة مساهمة تأسست في 09 أكتوبر 1996 تنشط أساسا في قطاع الفندقة والعقارات والترفيه. ويبلغ رأسمالها 20,8 مليار دج.¹

2- الوضعية المالية لمؤسسة دحلي قبيل الإصدار

استنادا إلى الميزانيات المحاسبية وجدول حسابات النتائج الخاصة بمؤسسة دحلي لسنوات 2005، 2006، 2007 (انظر الملحق رقم 04) وبعد إعادة ترتيب عناصر الميزانية حسب درجة السيولة والاستحقاقية يمكن عرض الميزانية المالية لنفس السنوات كما يلي:

الجدول رقم (14): الميزانية المالية لمؤسسة دحلي الجزائر لسنوات 2005-2007. (ملايين الدنانير)

الخصوم			الأصول				
2007	2006	2005	السنوات	2007	2006	2005	السنوات
21 981 242	4 436 992	3 997 747	أموال خاصة	27 136 494	9 227 703	9 318 644	قيم ثابتة
5 077 376	4 662 284	5 172 296	ديون طويلة ومتوسطة الأجل	131 416	136 586	123 343	قيم الاستغلال
2 168 489	1 698 264	1 301 491	ديون قصيرة الأجل ما عدا التسبيقات	1 026 874	873 776	698 653	قيم قابلة للتحقيق
45 703	11 051	135 609	السحب علم، المكشوف	978 026	570 526	466 503	متاحات
29 272 810	10 808 591	10 607 143	مجموع الخصوم	29 272 810	10 808 591	10 607 143	مجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على معطيات الملحق رقم 04.

من خلال الميزانية المالية، يمكن حساب المجاميع المالية الرئيسية الآتية:

الجدول رقم (15): أهم المجاميع المالية لمؤسسة دحلي (ملايين الدنانير)

2007	2006	2005	السنوات
-77 876	-128 427	-148 601	رأس المال العامل
-1 010 199	-687 902	-479 495	احتياج رأس المال
932 323	559 475	330 894	الخزينة
265 742	102 848	92 311	النتيجة الصافية
848 871	720 843	467 868	طاقة التمويل الذاتي

المصدر: بناء على معطيات الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه، يمكن ملاحظة أن الوضعية المالية الإجمالية لمؤسسة دحلي متوازنة، فالخزينة موجبة وفي تزايد مستمر طوال الفترة 2005-2007، وهو ما يعني أن المؤسسة تتمتع بالملاءة

¹ Emprunt obligataire grand public, **Notice d'information**, S P A. D A H L I, 2008, p : 04.

التي تمكنها من مواجهة التزاماتها على المدى القصير وخاصة السحب على المكشوف. كما يلاحظ أن رأس المال العامل سالب، وهو ما يعني أن المؤسسة تقوم بتمويل احتياجات متوسطة وطويلة المدى (الاستثمار،...) بأموال ذات استحقاقات لا تتجاوز السنة، ورغم أنه في تناقص مستمر مع مرور السنوات إلا أنه يعد تهديدا للمؤسسة، خاصة في حالة عدم توفر الأموال لمواجهة الالتزامات المتعلقة بتمويل الاحتياجات الاستثمارية. كما أن احتياج رأس المال سالب وبقيمة مطلقة أكبر من رأس المال العامل وهو ما يؤدي في النهاية إلى خزينة موجبة.

أما بالنسبة للنتيجة الصافية فهي موجبة طيلة الفترة 2005-2007 وفي تزايد مستمر، حيث ارتفعت في 2006 بنسبة 11% مقارنة بسنة 2005، وبنسبة 158% في 2007 مقارنة بسنة 2006. وهو ما يعني أن المؤسسة قادرة على تغطية كل التكاليف سواء المتعلقة بالاستغلال أو خارج الاستغلال، وتكوين فائض يمثل النتيجة الصافية.

وفيما يخص طاقة التمويل الذاتي فهي موجبة وفي تزايد مستمر، حيث ارتفعت بنسبة 54% سنة 2006 مقارنة بسنة 2005، وبنسبة 18% سنة 2007 مقارنة بسنة 2006 وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى النتائج الموجبة المحققة. وهو ما يدل على قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها ومواجهة التزاماتها اتجاه الدائنين الحاليين والمستقبليين (القرض السندي).

3- خصائص ومميزات القرض السندي لمؤسسة دحلي

طرحت مؤسسة دحلي قرضا سنديا بقيمة 8.3 مليار دج موجه للجمهور العام، وكذا البنوك والمؤسسات المالية والمستثمرين المؤسسين والأشخاص المعنويين. وتعد مؤسسة دحلي أول مؤسسة خاصة تقوم بطرح سندات للاكتتاب العام من أجل تمويل استثماراتها وخططها التوسعية على طول ساحل الجزائر العاصمة. وقد بلغت قيمة الأموال المرفوعة 2 360 140 000 دج.

ويتميز القرض السندي الخاص بمؤسسة دحلي بالخصائص الآتية¹:

- نوعية السندات: سندات عادية.
- مبلغ القرض الأولي: 8 300 000 000 دج.
- السعر الاسمي: 10 000 دج.
- المدة: 7 سنوات.
- معدل الفائدة: تدفع الفائدة سنويا في كل 11 جانفي من كل سنة.

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
معدل الفائدة (%)	4.00	4.25	4.75	5.25	5.75	6.25	6.75

¹ Emprunt obligataire grand public, S P A. D A H L I, **Op-Cit**, 2008, pp : 7-11.

- دورية القسيمة: سنوية.
 - مدة الاكتتاب: 11 جانفي إلى 26 فيفري 2009.
 - سعر الإصدار: 100% من القيمة الاسمية، أي 10 000 دج.
 - طريقة الإهلاك: في النهاية.
 - البنك المرافق للمؤسسة في عملية الإصدار: بنك الجزائر الخارجي.
 - نقابة التوظيف (الإصدار): البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، الشركة العامة SOCIETE GENERALE و ب-ب-ن-بي باريبا BNP Paribas-EL- DJAZAIR.
 - تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: رقم 03/08 المؤرخة في 11 نوفمبر 2009.
 - الدخول الرسمي إلى بورصة الجزائر: 16 مارس 2009.
- الملاحظ أن قيمة الأموال المرفوعة أقل بكثير من قيمة القرض الأصلي، حيث تقدر بنسبة 28.44%، وهو ما يدل على تخوف المستثمرين من الاستثمار في مؤسسة خاصة.
- 4- تداول سند دخلي في بورصة الجزائر**

بدأ تداول سندات دخلي في بورصة الجزائر بداية من شهر مارس 2009. ويمكن توضيح حجم وقيمة التداول الخاصة به من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (16): تداول سندات دخلي في بورصة الجزائر

السنة	الحجم		القيمة	
	حجم التداول	التغير	قيمة التداول	التغير
2009	300	-	3 000 000	-
2010	1 130	277%	11 216 900	274%

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنتي 2009 و 2010.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نسبة تداول سند دخلي في البورصة جد ضعيفة، حيث لم تتعدى نسبة 0.5 % سنة 2010، مع أنها سجلت ارتفاعا محسوسا مقارنة بسنة 2009 بلغت نسبته 274%.

5- تكلفة التمويل بالقرض السندي ومعدل المردودية

5-1-1- تكلفة التمويل لسند دخلي

بلغت التكلفة الإجمالية لعملية الاكتتاب العام للقرض السندي لمؤسسة دخلي ما قيمته 243 944 515,54 دج خارج الرسم، وهي تمثل نسبة 10,34 % من حجم الأموال المرفوعة من العملية. وهي تتعلق أساسا بما يلي:¹

5-1-1- الرسوم والآتاع القانونية

- آتاعاب لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: 5 000 000 دج.
- آتاعاب الوديع المركزي ALGERIE CLEARING: 2 200 000 دج خارج الرسم.
- آتاعاب مؤسسة تسيير القيم المنقولة: 2 250 000 دج خارج الرسم.

5-1-2- مصاريف الخدمات

- مصاريف البنك المرافق للمؤسسة (بنك الجزائر الخارجي): 7 080 420 دج خارج الرسم.
- مصاريف نقابة التوظيف: 23 601 400 دج خارج الرسم.

5-1-3- مصاريف الاستشارة المالية

- تتعلق بآتاعاب مؤسسة "Strategica Finance" والتي تقدر بمبلغ 23 601 400 دج خارج الرسم.

5-1-4- مصاريف الاتصال

تقدر مصاريف الاتصال بمبلغ 161 737 875,54 دج خارج الرسم، وتتعلق أساسا بمصاريف الإشهار والترويج.

5-2- معدل المردودية لسند دخلي

يوضح الجدول أدناه معدل الفائدة الاسمي، معدل التضخم ومعدل الفائدة الحقيقي المطبق على سندات دخلي خلال الفترة 2010-2016 كما يلي:

الجدول رقم (17): تغيرات سعر الفائدة الاسمي والحقيقي على سندات دخلي.

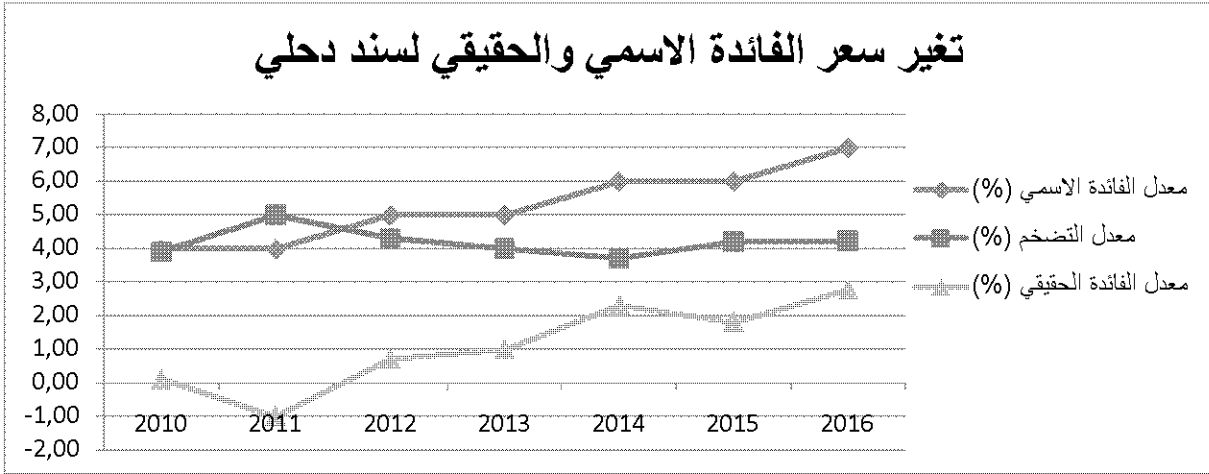
السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
معدل الفائدة الاسمي (%)	4.00	4.00	5.00	5.00	6.00	6,00	7,00
معدل التضخم (%)	3.90	5.00	4.30	4.00	3.70	4,20	4,23
معدل الفائدة الحقيقي (%)	0.10	1.00-	0.70	1.00	2.30	1,80	2,77

المصدر: بالاعتماد على معطيات الديوان الوطني للإحصائيات وتقديرات البنك العالمي لمعدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 2011-2014.

¹ Notice d'information, Emprunt obligataire DAHLI SPA, 2008, p 8.

ويمكن التعبير عن هذه التغيرات من خلال الشكل أدناه:

الشكل رقم (09): تغيرات سعر الفائدة الاسمي والحقيقي لسند دخلي



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الجدول رقم (17).

يتضح من خلال الجدول والشكل أعلاه أن معدل الفائدة الحقيقي المطبق على سندات مؤسسة دخلي موجب على العموم، فبخلاف سنة 2011، أين حقق معدل فائدة حقيقي سالب بسبب معدل التضخم المرتفع نسبيا مقارنة بباقي السنوات والذي قدر بنسبة 05 %، فإنه كان موجبا. وهو ما يعني أن معدل الفائدة الاسمي المطبق على سندات دخلي أكبر من معدل التضخم.

مقارنة بمعدلات الفائدة المطبقة على سندات الخزينة ذات مدة الاستحقاق المقدره بسبع (07) سنوات والمصدرة سنة 2009، يمكن ملاحظة أن معدل الفائدة المطبق على سند دخلي أكبر من معدل الفائدة على سندات الخزينة ذات نفس تاريخ الإصدار، بالإضافة إلى أن معدل الفائدة على سند دخلي تصاعدي انطلاقا من 4,00 % في السنة الأولى (2010) وصولا إلى نسبة 7,00 % في السنة الأخيرة (2016)، عكس سندات الخزينة ذات معدل الفائدة الثابت والمقدر بنسبة 03 %. ويمكن إرجاع هذا الفرق إلى علاوة المخاطرة التي تنطوي على الاستثمار في هذا النوع من السندات.

يقدر معدل العائد على سندات دخلي حتى تاريخ الاستحقاق بنسبة 5,19 %، وهو ما يفوق معدل التضخم المتوسط لنفس الفترة والمقدر بنسبة 4,18 %. كما أن المستثمرين غير معنيين بدفع الضريبة على الأرباح أو الضريبة على الدخل الإجمالي الناتجة عن الاستثمار المالي في هذا النوع من السندات كأحد أنواع التحفيز المقدمة من طرف الدولة من أجل تشجيع الاستثمار المالي في الجزائر.

6- تسعير سند دخلي في بورصة الجزائر

بدأ تسعير سندات دخلي في بورصة الجزائر بداية من 16 مارس 2009، تاريخ أول إدراج للسندات في البورصة، ويمكن توضيح أهم مميزات تغير سعر سند دخلي من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (18) : تغيرات سعر سند دخلي خلال الفترة 2010-2009

الانحراف المعياري	التباين	السعر المتوسط	السعر الأدنى	السعر الأعلى
32	1,053	9,986	9,900	10,000

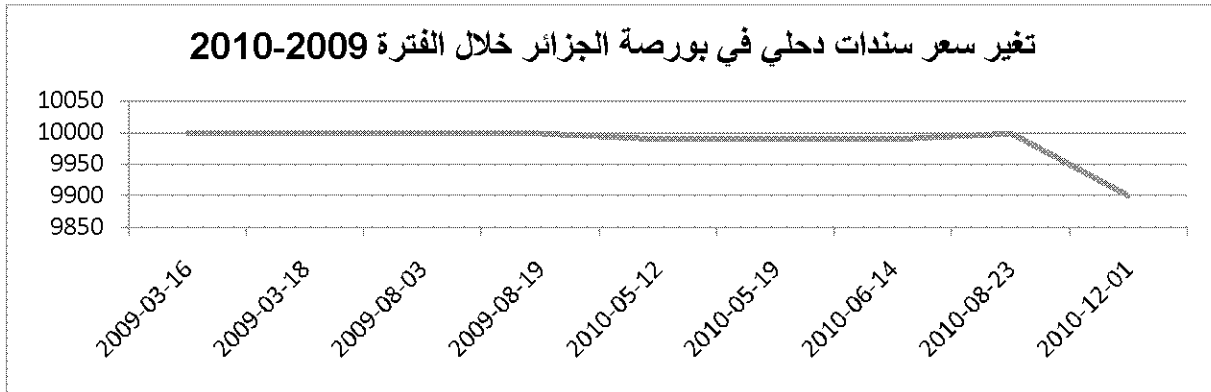
المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الملحق رقم (05)

رغم أن فترة تسعير سندات دخلي في بورصة الجزائر قاربت السنتين إلى غاية نهاية سنة 2010 (22 شهرا)، فإن عدد الحصص المثمرة لم يتجاوز التسع (09) حصص. وهو ما يدل على ضعف التجاوب مع هذه السندات بيعا وشراء. ولم تتجاوز أسعار سند دخلي في البورصة قيمة الإصدار المقدرة بمبلغ 10000 دج. أما السعر الأدنى فقدر بمبلغ 9900 دج، وهو ما يمثل 99% من القيمة الاسمية، أما السعر المتوسط فقدر بمبلغ 9986 دج بانخفاض طفيف عن سعر الإصدار قدره 14 دج.

ويمكن إبراز تغيرات سعر سندات دخلي في البورصة للفترة 2010-2009 من خلال المنحنى

أدناه:

الشكل رقم (10): سعر سند دخلي في البورصة خلال الفترة 2010-2009



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الملحق رقم (05)

يظهر الشكل أعلاه استقرارا نسبيا في تسعيرة سندات اتصالات الجزائر، ما يفسر قيمة الانحراف المعياري المنخفضة والمقدرة بمبلغ 32 دج للسند الواحد.

المبحث الثالث: التمويل عن طريق فتح ورفع رأس المال في الجزائر

مقارنة بعمليات إصدار القروض السندية في بورصة الجزائر، والتي يمكن القول أنه كانت معتبرة سواء تلك المقتصرة على الهيئات والمنظمات المالية بصفة خاصة، أو تلك المقدمة إلى الجمهور بصفة عامة، فإن عمليات فتح ورفع رأس المال من خلال النداء العام للاكتتاب كان جد محتشم، حيث لم تعرف سوى أربع عمليات منذ انطلاق بورصة الجزائر حيز العمل، ويتعلق الأمر بفتح رأس المال لكل من مؤسسة صيدال وشركة تسيير نزل الأوراسي، اللتان مازالتا مسعرتين في البورصة، إضافة إلى

مؤسسة الرياض سطيف التي قامت بحسب أسهمها من سوق الأوراق المالية. ومؤسسة اليانس للتأمينات التي قامت بعملية الاكتتاب العام في أواخر سنة 2010.

وسيتيم من خلال هذا المبحث دراسة النقاط الآتية:

- عملية فتح رأس المال لمؤسسة الرياض سطيف؛
- عملية فتح رأس المال لشركة تسيير نزل الأوراسي؛
- عملية فتح رأس المال لمؤسسة صيدال؛

المطلب الأول: عملية رفع رأس المال لمؤسسة الرياض سطيف

كانت مؤسسة الرياض سطيف أول مؤسسة عمومية تدخل البورصة من خلال عملية رفع رأس المال باللجوء إلى الادخار العام ، وقد تم اتخاذ قرار الدخول إلى البورصة من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 05 فيفري 1998 لتحديد بعدها الجمعية العامة الاستثنائية المنعقدة بتاريخ 29 أبريل 1998 الإطار العام لعملية رفع رأس المال وتسعير الأسهم في البورصة.¹

وسيتيم من خلال هذا المطلب التطرق إلى النقاط الآتية:

- تقديم عام لمؤسسة الرياض سطيف؛
- تقييم مؤسسة الرياض سطيف وتحديد سعر الدخول إلى البورصة؛
- دخول مؤسسة الرياض سطيف إلى البورصة.

1- تقديم عام لمؤسسة الرياض سطيف

أنشأت مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها "الرياض سطيف" في 01 جانفي 1983، بعد إعادة هيكلة الشركة الوطنية للمسامد، المطاحن، العجائن الغذائية والكسكس.

تحولت مؤسسة الرياض سطيف إلى مؤسسة ذات أسهم بتاريخ 02 أبريل 1990 لمدة أقصاها 99 سنة وبرأس مال يقدر بمبلغ 100 000 000 دج مقسم إلى 1000 سهم بقيمة اسمية تقدر بمبلغ 100 000 دج للسهم الواحد موزع على صناديق المساهمة كما يلي:

¹ Notice d'information, augmentation de capital en numéraire par appel public à l'épargne, ERIAD Setif SPA, 1998, p 5.

جدول رقم (19): توزيع أسهم مجمع الرياض سطيف حسب صناديق المساهمة

صناديق المساهمة لـ	عدد الأسهم	النسبة (%)
الصناعات الزراعية الغذائية	350	35
الصناعات المختلفة	250	25
الخدمات	200	20
المناجم والمحروقات والمياه	200	20
المجموع	1000	100

المصدر: Notice d'information, augmentation de capital en numéraire par appel public à l'épargne, ERIAD Setif SPA, 1998, p 11.

يلاحظ من خلال هذا الجدول أن صندوق المساهمة للصناعات الزراعية الغذائية يحتكر أكبر نسبة والمقدرة بنسبة 35% من مجموع الأسهم، وهذا راجع إلى أن الصندوق ينتمي إلى نفس قطاع مؤسسة (الصناعات الغذائية).

تم رفع رأس مال المجمع على عدة مراحل حيث قدر بمبلغ 550 000 000 دج بتاريخ 03 مارس 1993، ليبلغ 850 000 000 دج 08 جانفي 1994، مقسمة على 8 500 سهم متساوية القيمة. وقد كانت هذه الزيادة في الأسهم لصالح صندوق المساهمة للصناعات الزراعية الغذائية، كما يوضحه الجدول الآتي:

جدول رقم (20): عدد أسهم صناديق المساهمة ونسبتها في مجمع الرياض سطيف

صناديق المساهمة لـ	عدد الأسهم	النسبة
الصناعات الزراعية الغذائية	5825	68.53
الصناعات المختلفة	1357	16.18
المناجم والمحروقات والمياه	1100	12.94
الخدمات	200	2.35
المجموع	8500	100

المصدر: Notice d'information, augmentation de capital en numéraire par appel public à l'épargne, ERIAD Setif SPA, 1998, p 11.

وفي ماي 1994، تم التحويل الكلي لرأس المال الاجتماعي (850.000.000 دج) إلى صندوق المساهمة للصناعات الزراعية الغذائية. وفي 18 أبريل 1997، وبموجب الأمر رقم 95-25 المتعلق بتسيير رؤوس الأموال التجارية التابعة للدولة، تم تحويل الأسهم كليا لفائدة الشركة القابضة العمومية الزراعية الغذائية الأساسية.

وفي 29 أبريل 1998 ارتفع رأسمال الشركة من 850 000 000 دج إلى 4 000 000 000 دج مقسمة على 4 000 000 سهم بقيمة اسمية تقدر بمبلغ 1 000 دج للسهم الواحد.

2- تقييم مؤسسة الرياض سطيف وتحديد سعر الدخول إلى البورصة

لقد تم تحديد سعر الدخول إلى البورصة بمبلغ 2 300 دج مع احتساب كل الأتعاب والمصاريف والرسوم. وقد تم تحديد هذه القيمة بناء على عملية التقييم الاقتصادي لمجمع الرياض سطيف التي قام بها مكتبا دراسات معتمد (خبيران محاسبين ومحافظا حسابات).

وقد تم الاعتماد على ثلاث طرق لتقييم المجمع وفق التوليفة الخطية الآتية: $0.6 \times$ (قيمة الأصول الصافية) $+ 0.3 \times$ (القيمة استنادا إلى رسمة النتيجة الصافية لسنة 1997) $+ 0.1 \times$ (قيمة المؤسسة استنادا إلى رسمة النتائج المستقبلية).

ويمكن توضيح قيمة سهم مجمع الرياض سطيف وفق كل طريقة والقيمة النهائية من خلال ما يلي:¹

2-1- قيمة المؤسسة استنادا إلى طريقة الأصول في 1997/12/31

قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة تعتمد على قيمة الأصول الصافية بعد إعادة تقييمها، التي تقدر حسب مكتبي الدراسات بمبلغ 8 286 000 000 دج، وحيث إن عدد أسهم مجمع الرياض سطيف يقدر ب 4 000 000 سهم، فإن قيمة السهم الواحد تقدر بمبلغ: $8\,286\,000\,000 / 4\,000\,000 = 2\,071,5$ دج للسهم الواحد.

2-2- قيمة المؤسسة استنادا إلى رسمة النتيجة الصافية لسنة 1997

حققت مؤسسة الرياض سطيف نتيجة صافية (غير موزعة) تقدر بمبلغ 827 000 000 دج في نهاية سنة 1997. وباستعمال معدل استحداث 8%، فإن قيمة المؤسسة تحسب من خلال العلاقة:

النتيجة الصافية (غير موزعة) // معدل الاستحداث.

أي $827\,000\,000 \times 8\% = 10\,337\,500\,000$ دج.

وعليه فإن قيمة السهم الواحد هي: $10\,337\,500\,000 / 4\,000\,000 = 2\,584,375$ دج للسهم الواحد.

¹ Notice d'information, augmentation de capital en numéraire par appel public à l'épargne, ERIAD Setif SPA, 1998, p p : 5-6.

2-3- قيمة المؤسسة استنادا إلى رسملة النتائج المستقبلية

تعتمد هذه الطريقة على التنبؤ بالنتيجة الصافية للفترة 1998-2000 بالاعتماد على النتائج الصافية للفترة 1992-1997 وباستعمال تقنية الانحدار الخطي. وقد كانت النتائج المتوقعة لسنوات 1998، 1999 و 2000 كما يلي:

1998: 953 مليون دج.

1999: 1 098 مليون دج.

2000: 1 243 مليون دج.

النتيجة المتوسطة المتوقعة للفترة 1998-2000 تقدر بمبلغ 1 098 مليون دج.

وباستعمال نفس معدل الاستحداث (8%)، يمكن حساب قيمة المؤسسة كما يلي: 1 098 مليون دج \ 8% = 13 725 مليون دج.

ومنه فان قيمة سهم المؤسسة هو: 13 725 مليون \ 4 000 000 = 3 431,25 دج للسهم الواحد.

2-4- سعر الدخول إلى البورصة

باستعمال الترتيبات على مختلف الطرق يمكن تحديد سعر السهم الواحد لمؤسسة الرياض سطيف كما يلي:

$$2 361,33 = 2 071,5 \times 0,6 + 2 584,375 \times 0,3 + 3 431,25 \times 0,1$$

تم اجتماع مجلس إدارة مؤسسة الرياض سطيف في 23 ماي 1998، وتم قبول الاقتراح الذي تقدمت به مكاتب الدراسات التي قامت بعملية تقييم المجمع، والذي يقضي بتحديد سعر الدخول إلى البورصة بمبلغ 2 300 دج للسهم الواحد. أي بفارق يقدر بمبلغ 61,33 دج للسهم الواحد. (-1 361,33) (2300).

يتبين مما سبق أن المؤسسة قامت بتخفيض سعر الدخول الرسمي إلى البورصة، وهذا من أجل تشجيع المستثمرين على الاكتتاب بقوة في أسهم المؤسسة وبالتالي إنجاح أول عملية اكتتاب تتم في بورصة الجزائر.

3- دخول سهم الرياض السطيف إلى البورصة

3-1- تكلفة الدخول إلى البورصة

بلغت التكاليف المتعلقة بعملية رفع رأس المال التي قام بها مجمع الرياض سطيف بمبلغ 148 085 000 دج موزعة على مصاريف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (1 725 000 دج)،

مصاريف الوسطاء الماليين (23 360 000 دج)، مصاريف قانونية وإدارية (1 500 000 دج)، مصاريف طبع الأوراق (6 000 000 دج) ومصاريف التسويق والاتصال (500 000 دج).¹

3-2- نتائج عملية الاكتتاب العام في أسهم المجمع

بعد انتهاء عملية اللجوء العلني للاذخار التي قام بها المجمع خلال فترة الاكتتاب الممتدة من 02 نوفمبر إلى 15 ديسمبر 1998، حيث تم بيع مليون سهم للجمهور بقيمة اسمية تقدر بمبلغ 1 000 دج للسهم، وبسعر إصدار يساوي 2 300 دج للسهم، أصبح رأس مال المجمع يقدر بمبلغ 5 000 000 000 دج مقسمة على 5 ملايين سهم موزعة كما يلي:

جدول رقم (21): هيكل رأس مال مجمع الرياض سطيف في 1999/12/31

البيان	عدد الأسهم	نسبة الحصة
الشركة القابضة للصناعات الغذائية الزراعية الأساسية	4.000.000	80
الأشخاص المعنويون الخواص	63082	1
الأشخاص الطبيعيون	395844	8
البنوك والمؤسسات المالية	541074	11
المجموع	5.000.000	100

المصدر: Rapport Annuel, ERIAD-SETIF/SPA, 2000, p11.

من خلال الجدول أعلاه يمكن ملاحظة أن نسبة اكتتاب الأشخاص الطبيعيين والمعنويين بلغت نسبة 56% تقريبا في الإصدار الجديد، وهو ما يعني أن الإقبال الجماهيري على الاكتتاب كان مقبولا، وقد تم تعويض الباقي بمساهمة البنوك المشكلة لنقابة الإصدار والتي تعهدت بضمان إتمام العملية في أحسن الظروف، حيث قامت بالاكتتاب بنسبة 54%.

3-3- تداول أسهم الرياض سطيف في البورصة

تم أول تداول لأسهم مجمع الرياض سطيف في الحصة المقامة بتاريخ 13 سبتمبر 1999، وهي تعد أول حصة في تاريخ بورصة الجزائر يتم فيها فتح الأبواب أمام مختلف الوسطاء الماليين المعتمدين من أجل تسعير سهم الرياض سطيف. وقد تم تحديد سعر الإدخال بمبلغ 2300 دج، أي نفس قيمة الاكتتاب في السوق الأولية.

تهدف عملية تسعير الأصول في البورصة إلى توفير السيولة للمستثمرين من خلال إتاحة إمكانية بيع وشراء أسهم المجمع في السوق الثانوية.

¹ Notice d'information, augmentation de capital en numéraire par appel public à l'épargne, ERIAD Setif SPA, 1998, P : 6.

ويمكن تلخيص أهم مميزات سعر أسهم مجمع الرياض سطيف في بورصة الجزائر من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (22): تسعير سهم الرياض سطيف في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2006.

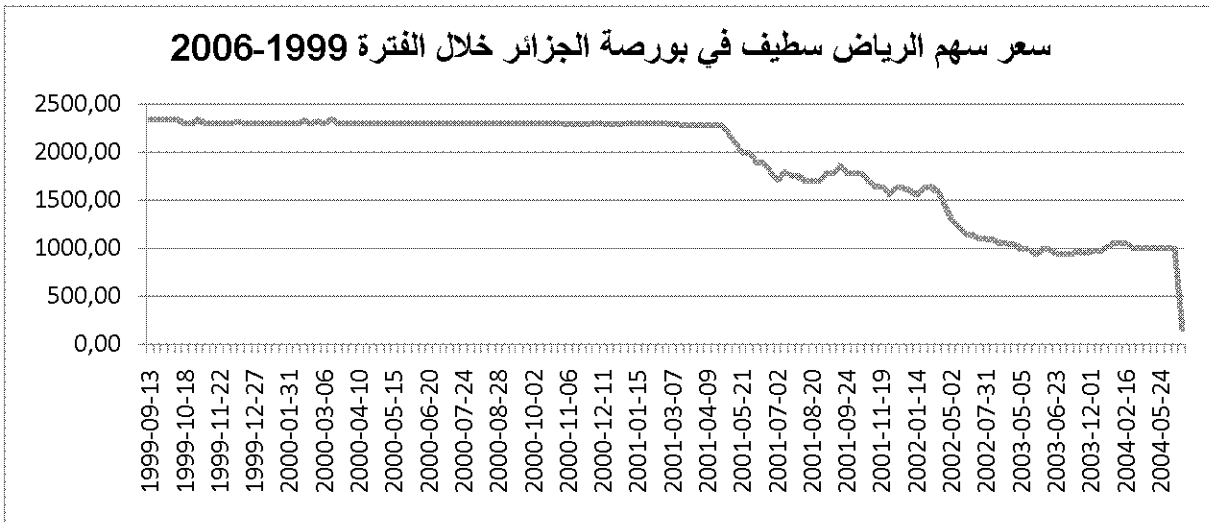
الانحراف المعياري	التباين	السعر المتوسط	السعر الأدنى	السعر الأعلى
540	291 318	1 889	160	2 350

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على معطيات الملحق رقم 05.

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن سعر سهم الرياض سطيف في بورصة الجزائر عرف تذبذبا كبيرا، حيث سجل في بدايات إدخاله ارتفاعا طفيفا مقارنة بسعر الإدخال الأولي المقدر بمبلغ 2300 دج، إلا أن أدنى تسعير للسهم كان في مستويات جد متدنية حيث لم يتعد مبلغ 160 دج، وقد سجل سهم الرياض سطيف سعرا متوسطا يقدر بمبلغ 1889 دج، أي بانخفاض عن قيمة إدخاله تقدر بنسبة 18%، وهو ما يبرز الاتجاه نحو الانخفاض الذي عرفه هذا السهم طوال فترة تسعيره في البورصة.

ويمكن توضيح تذبذبات أسعار سهم الرياض سطيف من خلال البيان أدناه:

الشكل رقم (11): سعر سهم الرياض سطيف في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2006



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الملحق رقم 05.

من خلال المنحنى، يظهر أن سهم الرياض سطيف عرف استقرارا نسبيا بداية من أول حصة تسعير له بتاريخ 13 سبتمبر 1999 وإلى غاية 07 ماي 2001، حيث كان المتوسط الحسابي يقدر بمبلغ 2302 دج، أي بارتفاع طفيف يقدر بمبلغ دينارين لكل سهم.

ولكن وانطلاقاً من تاريخ 14 ماي 2001 بدأ سعر مجمع الرياض سطيف في التقهقر ليبلغ 1000 دج في 20 ديسمبر 2004 و160 دج في آخر حصة تسعير له بتاريخ 03 أبريل 2006، وقد سجل خلال هذه الفترة (2001-2006) متوسطاً يقدر بمبلغ 1355 دج، أي بانخفاض يقدر بنسبة 41%.

يمكن ملاحظة أن أول تسعير لسهم الرياض سطيف في البورصة كان بمبلغ 2340 دج للسهم، وهو أعلى من قيمة إدراج الأسهم في السوق الأولية، ويرجع هذا الارتفاع إلى التخفيض الأولي في سعر بيع الأسهم للاكتتاب العام، حيث إن نتيجة التقييم كانت تدل على مبلغ 2361 دج للسهم إلا أن سعر البيع كان بمبلغ 2300 دج للسهم الواحد.

3-4- سحب سهم الرياض سطيف من البورصة

قرر مجمع صيدال تقديم عرض علني لسحب أسهمه من سوق الأوراق المالية والمقدرة بمليون سهم (1000 000) والتي يحوزها 5200 مساهم يتألفون من بنوك ومؤسسات مالية وأشخاص طبيعيين ومعنويين. وهذا بتاريخ 30 جويلية 2006.

حدد المجمع سعر سحب الأسهم من التداول بمبلغ 1500 للسهم الواحد، وقد امتدت فترة السحب من 30 جويلية إلى 31 أكتوبر 2006. وقد وصفت بالناجحة إذ تم سحب ما نسبته 94,28% من الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر.¹

المطلب الثاني: عملية فتح رأس المال لشركة صيدال

تعتبر شركة صيدال ثان مؤسسة عمومية تدخل البورصة من خلال عملية فتح رأس مالها باللجوء إلى العرض العمومي للبيع من خلال طرح مليوني (02 مليون) سهم من مجموع أسهمها البالغ 10 مليون سهم للجمهور لعام، البنوك والمؤسسات والمستثمرين المؤسسين. وقد تم اتخاذ قرار الدخول إلى البورصة من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة بناء على القرار المتخذ في 18 جوان 1998، لتحديد بعدها الجمعية العامة الاستثنائية في 22 جوان 1998 الإطار العام لعملية فتح رأس المال وتسعير الأسهم في البورصة.²

وسيتم من خلال هذا المطلب عرض النقاط الآتية:

- تقديم عام لمجموعة صيدال؛
- تقييم مجموعة صيدال وتحديد سعر الدخول إلى البورصة؛
- دخول مجموعة صيدال إلى البورصة.

¹ التقرير السنوي، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2006، ص 19.

² Notice d'information pour ouverture du capital, Groupe Sidal, 1998, P 5.

1- تقديم عام لمجمع صيدال

تم إنشاء المؤسسة الوطنية للمنتجات الصيدلانية في أبريل 1982 وفقا للمرسوم رقم 161-82، بعد الإصلاح الهيكلي للصيدلة المركزية الجزائرية. وفي أبريل 1993 طرأت تحويلات على هيكل المؤسسة، مكنتها من المشاركة في العمليات الصناعية و التجارية المرتبطة بهدفها الاجتماعي. و في أبريل 1997 اتجه مركب إنتاج الدواء بالمدينة إلى إنتاج المضادات الحيوية، و بالتالي أصبح ملكا للمؤسسة الوطنية للصناعات الكيماوية، هذه الأخيرة التي تم الإعلان عن انتقالها إلى التسيير الذاتي في فيفري 1989 ليتم الإعلان عن ميلاد صيدال.

امتلكت الشركة القابضة للصيدلة الكيماوية منذ 1996 نسبة 100% من رأسمال صيدال، و في سنة 1997 تبنت المؤسسة برنامج إصلاح انبثق عنه ميلاد المجمع الصناعي في فيفري 1998.

تهتم هذه المؤسسة عموما بإنتاج، استيراد، تصدير وتسويق المنتجات الصيدلانية والمواد الكيماوية على شكل إما مواد أولية، منتجات نصف مصنعة أو منتجات تامة للاستعمال البشري أو البيطري.

يضم مجمع صيدال ثلاث فروع للإنتاج ووحدين للخدمات، فروع الإنتاج هي فرع المضادات الحيوية Antibiotic، فرع فارمال Pharmal وفرع بيوتيك Biotic. أما فروع الخدمات فهي الوحدة التجارية للوسط ووحدة البحث والتطوير في الأدوية والتقنيات الصيدلانية.

كما يمتلك هذا المجمع مساهمات في رأسمال المؤسسات الآتية:

- فايزر فارم الجزائر Pfizer Pharm Algérie.

- سوميدال GPE .Somedial

- ألداف Aldaph Novonordisk

- سوريفال Sorephal

- أكديما Acdim

- نوفر Nover

يقدر الرأسمال الاجتماعي لمجمع صيدال بمبلغ 2 500 000 000 دج موزع على عشرة مليون (10 000 000) سهم بقيمة إسمية تقدر بمبلغ 250 دج للسهم الواحد.

2- تقييم مجمع صيدال وتحديد سعر الدخول إلى البورصة

تم تحديد سعر الدخول الرسمي لمجمع صيدال إلى بورصة الجزائر بمبلغ 800 دج مع احتساب كل الأتعاب والمصاريف والرسوم. وقد تم تحديد هذه القيمة بناء على عملية التقييم الاقتصادي للمجمع. وقد اختار مكتب الدراسات طريقة التدفقات النقدية المستحدثة من أجل تحديد القيمة الاقتصادية للمجمع وبالتالي تحديد سعر عرض الأسهم للبيع في السوق المالية.

تم استعمال معدل استحداث يقدر بنسبة 18,74%، وهي تمثل قيمة تكلفة راس المال المرجحة (coût moyen pondéré du capital) للمؤسسة، وقد تم تحديدها كما يلي:¹

$$k = kd * \frac{D}{E + D} + ke \frac{E}{E + D} = 12,50\% * \frac{325,8}{8003,2} + 19\% \frac{7677,4}{8003,2} = 18,24\%$$

حيث: k: معدل تكلفة راس المال المرجحة.

Kd : تكلفة الديون، وتم تقديرها من طرف مكتب الدراسات بمعدل 12,5%.

Ke : تكلفة الأموال الخاصة، وتم تقديرها من طرف مكتب الدراسات بمعدل 19%.

E : الأموال الخاصة، وهي تقدر بمبلغ 7 677,4 مليون دج في نهاية سنة 1998.

D : الديون، وهي تقدر بمبلغ 325,8 مليون دج في نهاية سنة 1998.

لقد تم تحديد معدل تكلفة الأموال الخاصة من طرف مكتب الخبرة بنسبة 19% كما يلي:

- معدل الفائدة بدون مخاطر، خارج الضريبة 6%
- متوسط علاوة المخاطرة –البلدان الغربية- 5%
- علاوة المخاطرة للبلد 4%
- علاوة خاصة لفترة التقلبات 2%
- ضيق السوق 2%

تقدر قيمة التدفقات النقدية الصافية المستحدثة لمجمع صيدال بمبلغ 9 184,4 مليون دج، أما قيمة الديون المالية فتقدر بمبلغ 325,8 مليون دج، أما قيمة التدفقات النقدية المختلطة فهي تقدر بمبلغ 245,4 مليون دج، وهو ما يسمح بتقدير القيمة الاقتصادية لمجمع صيدال بمبلغ 8 613,2 مليون دج. وحيث إن هذه القيمة مقسمة على مجموع أسهم المجمع والبالغة 10 ملايين سهم، فإن القيمة الاقتصادية للسهم الواحد تقدر بمبلغ 861,2 دج للسهم الواحد.²

¹ Abdelkader Gliz, **Op-Cit**, 2001, p: 128.

² Notice d'information pour l'ouverture du capitale, Groupe Sidal, 1998, P 6.

تم اعتماد مبلغ 800 دج للسهم الواحد من قبل الجمعية العامة الاستثنائية كسعر الدخول الرسمي إلى بورصة الجزائر.

بالنظر إلى السعر الذي خلص إليه التقييم الاقتصادي لمجمع صيدال، يظهر أنه قام بتخفيض سعر الدخول الرسمي إلى البورصة بمبلغ 61,2 دج للسهم الواحد، وهذا من أجل تشجيع المستثمرين على الاكتتاب بقوة في أسهم المؤسسة وبالتالي إنجاح عملية الاكتتاب الهادفة إلى فتح رأس مال المؤسسة.

3- دخول مجموعة صيدال إلى البورصة

3-1- تكلفة الدخول إلى البورصة

بلغت التكاليف المتعلقة بعملية فتح رأس المال التي قام بها مجمع صيدال بمبلغ 78 000 000 دج موزعة على مصاريف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (1 200 000 دج)، مصاريف شركة تسيير القيم المنقولة (1 000 000 دج)، مصاريف تسجيل الأوراق المالية في البورصة (300 000 دج)، مصاريف الوسطاء الماليين (7 500 000 دج)، مصاريف طبع الأوراق (30 000 000 دج)، مصاريف التقييم (18 000 000 دج) ومصاريف التسويق والاتصال (20 000 000 دج).¹

3-2- نتائج عملية الاكتتاب العام في أسهم مجمع صيدال

يمكن توضيح نتائج العرض العمومي للبيع التي قام بها مجمع صيدال خلال فترة الاكتتاب الممتدة من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999، حيث تم بيع مليوني سهم بقيمة اسمية تقدر بمبلغ 250 دج للسهم، وبسعر إصدار يساوي 800 دج للسهم من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (26): نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
5.13	102658	البنوك والمؤسسات المالية
4.48	89615	الأشخاص المعنويون الآخريين
0.83	16514	عمال مجمع صيدال
89.56	1791213	الأشخاص الطبيعيين الآخريين
100	2000000	المجموع

المصدر: Bulletin Officiel de la Cote, N 16-99, Algérie, septembre 1999

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ أن نسبة الاكتتاب في أسهم المجمع المحققة من طرف الأشخاص الطبيعيين تفوق نسبة 90% (عمال المجمع بالإضافة إلى الجمهور العام) وهو ما يعكس مدى نجاح عملية فتح رأس مال المجمع. ويمكن إرجاع الإقبال الجماهيري الواسع على أسهم المجمع إلى

¹ Notice d'information pour l'ouverture du capitale, Groupe Saidal, **Op-cit**, 1998, pp : 6-7.

النتائج المحققة في السنوات الأخيرة ونسب النمو المرتفعة سواء في مستوى النشاط أو النتيجة الصافية وهو ما يسمح بتوزيع عائد جد مقبول على المساهمين الجدد.

3-3- تداول أسهم مجمع صيدال في بورصة الجزائر

تم أول تداول لأسهم مجمع صيدال في الحصة المقامة بتاريخ 13 سبتمبر 1999. وقد تم تحديد سعر الإدخال بمبلغ 800 دج، أي بنفس قيمة الاكتتاب في السوق الأولية.

ويمكن تلخيص أهم مميزات سعر أسهم مجمع صيدال في بورصة الجزائر من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (27): تسعير سهم مجمع صيدال في بورصة الجزائر

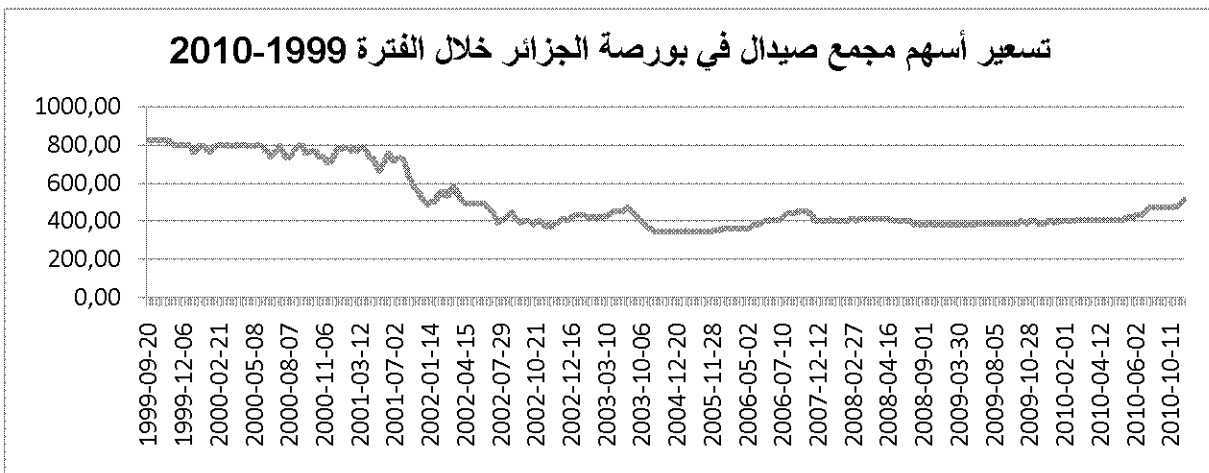
الانحراف المعياري	التباين	السعر المتوسط	السعر الأدنى	السعر الأعلى
163	661 26	505	345	825

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على معطيات الملحق رقم 05.

بلغ السعر الأعلى لسهم مجمع صيدال في بورصة الجزائر مبلغ 825 دج، أي بارتفاع يقدر بنسبة 03% مقارنة بسعر الاكتتاب في السوق الأولية، أما أدنى سعر، فقد كان بعيدا جدا عن سعر الإصدار حيث لم يتعد نسبة 43% فقط. كما أن السعر المتوسط لم يزد عن 505 دج للسهم الواحد، وهو ما يمثل 63% من سعر الإصدار.

لقد كان الاتجاه السائد في تغيرات أسعار أسهم مجمع صيدال هو الانخفاض، وهذا طيلة فترة تسعيره بالبورصة، ويمكن توضيح تذبذبات أسعار سهم مجمع صيدال من خلال البيان أدناه:

الشكل رقم (13): سعر سهم صيدال في البورصة خلال الفترة 1999-2010



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الملحق رقم 05.

يظهر الشكل تطور سعر سهم مجمع صيدال في بورصة الجزائر إلى غاية نهاية سنة 2010، حيث يظهر تذبذب كبيرا في الأسعار وهو ما يفسر قيمة الانحراف المعياري الكبيرة نسبيا والمقدرة بمبلغ 163 دج.

عرف سهم صيدال استقرارا في الأسعار ما بعد جويلية 2002 ولكن عند مستوى أسعار أقل بكثير من سعر الإصدار (متوسط يقدر بمبلغ 400 دج تقريبا أي نصف سعر الإصدار)،

يمكن ملاحظة أن أول تسعير لسهم مجمع صيدال في البورصة كان بمبلغ 825 دج للسهم الواحد، وهو أعلى من قيمة إدراج الأسهم في السوق الأولية، ويرجع هذا الارتفاع إلى التخفيض الأولي في سعر بيع الأسهم للاكتتاب العام، حيث إن نتيجة التقييم كانت تدل على مبلغ 861 دج للسهم إلا أن سعر البيع كان بمبلغ 800 دج للسهم الواحد.

المطلب الثالث: عملية فتح رأس المال لشركة تسيير نزل الأوراسي

تعتبر شركة تسيير نزل الأوراسي ثالث مؤسسة عمومية تدخل البورصة من خلال عملية فتح رأس مالها باللجوء إلى العرض العمومي للبيع من خلال طرح 1,2 مليون سهم من مجموع أسهمها البالغ 6 مليون سهم للجمهور العام، البنوك والمؤسسات والمستثمرين المؤسسيين. وقد تم اتخاذ قرار الدخول إلى البورصة من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة بناء على القرار المتخذ في 5 فيفري 1998. لتحديد بعدها الجمعية العامة الاستثنائية في 21 جوان 1998 الإطار العام لعملية فتح رأس المال وتسعير الأسهم في البورصة¹.

وسيتم من خلال هذا المطلب دراسة النقاط الآتية:

- تقديم عام لشركة تسيير نزل الأوراسي ؛
- تقييم شركة تسيير نزل الأوراسي وتحديد سعر الدخول إلى البورصة؛
- دخول شركة تسيير نزل الأوراسي.

1- تقديم عام لشركة تسيير نزل الأوراسي

تم افتتاح فندق الأوراسي في 02 ماي من سنة 1975 وصنف بدرجة خمس نجوم، وأوكلت مهمة تسييره إلى شركة سوناتور SONATOUR إلى غاية 1977، ليصبح بعدها تابعا لشركة ألتور ALTOUR وكلف الديوان الوطني للمنتقيات والمؤتمرات بمهمة تسييره وذلك في سنة 1979، ليخضع هذا الفندق بعدها إلى إعادة هيكلة عضوية عام 1983، أين تحول إلى مؤسسة اشترابية. وفي سنة 1991 تحول إلى مؤسسة اقتصادية، شكلها القانوني شركة ذات أسهم . ويقدر رأس المال الاجتماعي لفندق

¹ Notice d'information pour ouverture du capital, EGH El-Aurassi, 1998, p 7.

الأوراسي بمبلغ 1 500 000 000 دج موزعة على 6 مليون سهم وبقيمة اسمية تقدر بمبلغ 250 دج للسهم الواحد وهي مملوكة كلياً من طرف الشركة القابضة العمومية للخدمات.

2- تقييم شركة تسيير نزل الأوراسي وتحديد سعر الدخول إلى البورصة

لقد تم تحديد سعر الدخول إلى البورصة بمبلغ 400 دج مع احتساب كل الأتعاب والمصاريف والرسوم. وقد تم تحديد هذه القيمة بناء على عملية التقييم الاقتصادي لشركة تسيير نزل الأوراسي التي قام بها مكتب دراسات الجزائري معتمد (خبير محاسبي معتمد).

اعتمد مكتب الدراسات من أجل تحديد القيمة الاقتصادية VE لشركة تسيير نزل الأوراسي على المزج ما بين قيمة الأصول Vp (القيمة المحاسبية الصافية) وقيمة العائد Vr أو قيمة الإنتاجية (Valeur de productivité) من خلال التوليفة الآتية:

$$VE = \frac{Vp + 3 * Vr}{4}$$

تم تبرير المعاملات 1/4 و 3/4 من طرف مكتب الدراسات على أن عملية فتح رأس المال التي ستقوم بها شركة تسيير نزل الأوراسي تتعلق ببيع جزء قليل من الأسهم (أقلية) والتي تقدر بنسبة 20% من أسهم الشركة¹.

في حالة عرض أغلبية الاسهم للبيع، فإن مكتب الدراسات سيختار معاملات متساوية بالنسبة لكل من Vr و Vp، وعليه تكون قيمة المؤسسة كما يلي²:

$$VE = \frac{Vp + Vr}{2}$$

قيمة شركة تسيير نزل الأوراسي استناداً إلى القيمة المحاسبية المحسوبة على أساس الأصول المحاسبية الصافية المصححة بتاريخ 1997/12/31 تقدر بمبلغ 6 652 369 000 دج، وتم حسابها كما يلي³:

¹ Abdelkader Gliz, **Op-Cit**, 2001, p: 132.

² **Idem**, p: 132.

³ **Ibid**, p: 133.

الجدول رقم (23): القيمة المحاسبية لنزل الأوراسي (بالآلاف الدنانير)

المبلغ	البيان
3 003 743	أراضي
3 704 530	مباني
1 333 841	تجهيزات الإنتاج الأخرى
80 294	مخزونات
690 332	حقوق
8 515 740	أصول مصححة
1 863 371	ديون
6 652 369	القيمة المحاسبية الصافية المصححة

أما قيمة المؤسسة على أساس العائد، فقد تم تقديرها بمبلغ 1 980 824 000 دج، وتم حسابها كما يلي¹:

قيمة المؤسسة على أساس طريقة العائد = النتيجة الصافية x معامل الرسملة.

تم استعمال نتيجة الدورة لسنة 1997 من أجل تقدير قيمة العائد والمقدرة بمبلغ 183 240 000 دج ، أما بالنسبة لمعامل الرسملة فقد تم حسابه على أساس معدل استحداث 9,25%. وعليه يمكن حساب قيمة المؤسسة كما يلي:

$$V_r = 183\,240\,000 \times (1/9,25) = 1\,980\,824\,000 \text{ DA.}$$

أما قيمة المؤسسة الإجمالية فتحسب من خلال التوليفة السابقة كما يلي:

$$VE = \frac{6\,652\,369\,000 + 3 \times 1\,980\,824\,000}{4} = 3\,148\,710\,250 \text{ DA}$$

أما قيمة السهم الواحد فهي تقدر بمبلغ 524 دج. (3 148 710 250 / 6 000 000)

تم اجتماع مجلس الجمعية العامة الاستثنائية لشركة تسيير نزل الأوراسي في 13 أبريل 1999، وتم اعتماد مبلغ 400 دج للسهم الواحد كسعر الدخول الرسمي إلى البورصة.

قامت شركة تسيير نزل الأوراسي بتخفيض سعر الدخول الرسمي إلى البورصة من أجل تشجيع المستثمرين على الاكتتاب بقوة في أسهم المؤسسة وبالتالي إنجاح عملية الاكتتاب الهادفة إلى فتح رأس مال المؤسسة.

¹ Abdelkader Gliz, Op-Cit, 2001, p 133.

3- دخول شركة تسيير نزل الأوراسي

3-1- تكلفة الدخول إلى البورصة

بلغت التكاليف المتعلقة بعملية فتح رأس المال التي قام بها فندق الأوراسي بمبلغ 52 370 000 دج موزعة على مصاريف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (360 000 دج)، مصاريف شركة تسيير القيم المنقولة (240 000 دج)، مصاريف تسجيل الأوراق في البورصة (300 000 دج)، مصاريف الوسطاء الماليين (14 950 000 دج)، مصاريف قانونية وإدارية (800 000 دج)، مصاريف طبع الأوراق المالية (9 600 000 دج)، مصاريف التقييم (720 000 دج)، مصاريف التسويق والاتصال (25 000 000 دج) ومصاريف أخرى (400 000 دج).¹

3-2- نتائج عملية الاكتتاب العام في أسهم المجمع

بعد انتهاء عملية العرض العمومي للبيع التي قام بها المجمع خلال فترة الاكتتاب الممتدة من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999 والتي وصفت بالناجحة، حيث تم بيع 1,2 مليون سهم بقيمة اسمية تقدر بمبلغ 250 دج للسهم، وبسعر إصدار يساوي 400 دج للسهم.

ويمكن توضيح نسبة اكتتاب كل شريحة من المستثمرين في أسهم فندق الأوراسي من خلال الجدول أدناه:

جدول رقم (24): نتائج العرض العمومي للبيع لفندق الأوراسي

البيان	عدد الأسهم	نسبة الحصة
المؤسسات المالية	180000	15
الأشخاص المعنويين	240000	20
عمال فندق الأوراسي	60000	05
الأشخاص الطبيعيين	720000	60
المجموع	1200000	100

المصدر: Bulletin Officiel de la Cote, N 16-99, Algérie, Septembre 1999.

من خلال الجدول أعلاه، يمكن ملاحظة أن نسبة اكتتاب الأشخاص الطبيعيين والمعنويين بلغت نسبة 65% (عمال فندق الأوراسي والأشخاص الطبيعيين)، وهو ما يعني الإقبال الجماهيري الواسع على الاكتتاب في أسهم الفندق.

¹ Notice d'information pour ouverture du capital, EGH El-Aurassi, 1998, p p : 8-9.

3-3- تداول أسهم فندق الأوراسي في البورصة

بعد انتهاء عملية الاكتتاب في السوق الأولية، تمكن فندق الأوراسي من الحصول على موافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من أجل إدراج أسهمها للتسعير في البورصة، وهو ما تحقق حيث تم إدخال أسهم الفندق للتسعير بتاريخ 14 فيفري 2000 وبسعر الإصدار المقدر بمبلغ 400 دج للسهم الواحد.

وقد مكنت هذه العملية من ضمان سيولة أسهم فندق الأوراسي، خاصة في ظل الاتفاقية الممضاة مع مؤسسة "الراشد المالي" التي يتم بموجبها تدخل هذا الأخير في السوق الثانوية من أجل ضمان سيولة الأوراق المالية والحفاظ على توازن السعر.

ويمكن تلخيص أهم مميزات سعر أسهم فندق الأوراسي في بورصة الجزائر من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (25): تسعير سهم الأوراسي في بورصة الجزائر

الانحراف المعياري	التباين	السعر المتوسط	السعر الأدنى	السعر الأعلى
77	5956	351	210	470

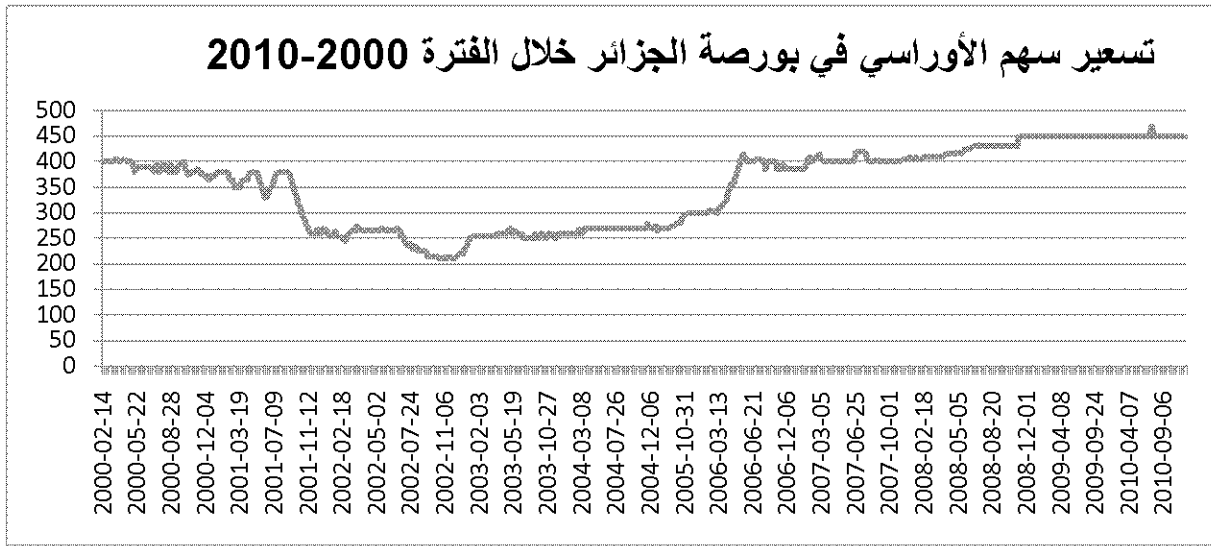
المصدر: تم إعداد الجدول بناء على معطيات الملحق رقم 05.

مقارنة بسهم الرياض سطيف، يمكن القول أن سهم شركة تسيير نزل الأوراسي عرف استقرارا نوعا ما، حيث كان المجال الذي تتغير فيه الأسعار ما بين 470 دج للسهم كأقصى حد، و210 دج للسهم الواحد كأدنى مستوى للأسعار، وهو ما يعادل 117% و52% من قيمة الإصدار على التوالي.

كما سجل سهم الأوراسي سعرا متوسطا يقدر بمبلغ 351 دج للسهم الواحد، وهو ما يمثل نسبة 88% من قيمة بيعه في السوق الأولية. وهذا ما يعني أن جل المعاملات على سهم الأوراسي تمت بسعر بأقل من سعر الإصدار.

كما يمكن توضيح تذبذبات أسعار سهم شركة تسيير نزل الأوراسي من خلال البيان أدناه:

الشكل رقم (12): سعر سهم الأوراسي في البورصة خلال الفترة 2000-2010



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الملحق رقم 05.

يظهر المنحنى البياني تطور سعر سهم شركة تسيير نزل الأوراسي من أول حصة تسعير والمنعقدة بتاريخ 14 فيفري 2004 والى غاية نهاية 2010، حيث يظهر تذبذب كبير في الأسعار خلال الفترة 2001-07-09 إلى غاية 2006-05-17 وهو ما يفسر قيمة الانحراف المعياري والمقدرة بمبلغ 77 دج.

عرف سهم الأوراسي استقرارا كبيرا في الأسعار ما بعد 22 ماي 2006، حيث كان السعر دائما أكبر من قيمة الإصدار، إذ بلغ متوسط السعر في هذه الفترة مبلغ 424 دج للسهم الواحد، أي بارتفاع يقدر بنسبة 6% مقارنة بسعر الإصدار. وهذا عائد إلى النتائج الإيجابية المحققة من طرف المؤسسة وكذا المنحى التصاعدي الذي اتخذته.

خلاصة الفصل الثاني

لقد تم من خلال هذا الفصل دراسة واقع تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية عن طريق بورصة الجزائر، حيث تم في أول الأمر تحديد الإطار العام لبورصة الجزائر من حيث نشأتها وتطورها والهيئات المنظمة لها وكذا بعض الأرقام التي تعكس الوضعية العامة لها، ومن بعدها تم الانتقال إلى عرض تجارب بعض المؤسسات الجزائرية، العامة منها والخاصة والتي لجأت إلى القرض السندي من أجل تمويل احتياجاتها الاستثمارية. وقد تم الخلاص إلى النتائج الرئيسية الآتية:

- تعد السوق المالية في الجزائر حديثة النشأة، وقد تم تأسيسها تماشياً مع الظروف الاقتصادية على المستوى الدولي، وكذا العمل على تعزيز نمو الاقتصاد الوطني من خلال توفير فرص تمويلية تنافسية والمساهمة في انفتاحه على الاقتصاديات الأخرى.

- تحكم سير بورصة الجزائر مجموعة من القوانين واللوائح التشريعية والتنظيمية، والتي تحدد الشروط الواجب توفرها في المؤسسة من أجل قبول أوراقها المالية، وهي تختلف حسب طبيعة الورقة، وهي عموماً قابلة للتطبيق من طرف المؤسسات العامة والخاصة.

- عرف نشاط بورصة الجزائر تذبذباً طوالم فترة الدراسة سواء من حيث عدد المؤسسات المدرجة فيها إما بالأسهم أو السندات، أو من حيث حجم وقيمة التبادل على مختلف القيم القابلة للتداول.

- تميزت سوق السندات المدرجة في البورصة بلجوء عدد قليل ومحدود جداً من المؤسسات سواء العامة أو الخاصة إليها، رغم تحقيقها لأهدافها التمويلية بسحب الأموال المخطط لها وفي بعض الأحيان أكثر من القيمة المحددة في بداية الإصدار (حالة سونلغاز، اتصالات الجزائر).

- تميزت عملية القرض السندي لمؤسسة دحلي بإقبال ضعيف على شراء سندات المؤسسة، إذ لم تتعد الأموال المرفوعة نسبة 29% من المبلغ الأولي المحدد في القرض وهو ما يفسر التكلفة المرتفعة لهذا القرض مقارنة بباقي القروض السندية. ويمكن إرجاع أسباب عدم الإقبال على اقتناء سندات دحلي إلى أنها أول مؤسسة خاصة تقوم بطرح سندات للاكتتاب العام إضافة إلى نقص جودة الضمانات المقدمة.

- تتميز القروض السندية عموماً بمعدل فائدة حقيقي سالب في السنوات الأولى لإصداره (السنة الأولى وحتى الثالثة) ليرتفع بعد ذلك مع ارتفاع معدلات الفائدة الاسمية والتي هي في كل الأحوال أكبر من معدل الفائدة الاسمي على سندات الخزينة ذات نفس تاريخ الإصدار ومدة القرض.

- تقوم المؤسسات من أجل الدخول إلى بورصة الجزائر بإجراء تقييم لها وهذا من أجل تحديد القيمة التي يتم على أساسها بيع الأسهم للجمهور العام. وهي تعتمد في هذا على توليفة من مجموعة من طرق تقييم المؤسسات ومنها التقييم على أساس القيمة المحاسبية الصافية، القيمة المحاسبية الصافية المصححة، طريقة العائد، التدفقات النقدية المستقبلية المستحدثة، طريقة المقارنة ومضاعف السوق،... الخ.

- تعتمد المؤسسات عند عرض أسهمها للاكتتاب العام على منح حصص لكل نوع من المستثمرين مع تخصيص الجزء الأكبر للمستثمرين الطبيعيين، وهذا من أجل تنويع حاملي الأسهم.
- شهدت بورصة الجزائر عملية رفع رأس المال لمؤسسة عامة واحدة فقط ويتعلق الأمر بمؤسسة الرياض سطيف، والتي يمكن القول أنها كانت ناجحة في البداية من خلال بيع كل الأسهم المبرمجة، إلا أن الهبوط الحر لأسعار المؤسسة في البورصة ساهم في خروجها سنة 2006 وتسديد حاملي الأسهم بسعر أقل من سعر الإصدار.
- عرفت بورصة الجزائر عملية فتح رأس مال لمؤسستين عامتين هما مؤسسة تسيير نزل الاوراسي ومؤسسة صيدال، وقد تمت هذه العملية في أحسن الظروف.
- عرفت أسعار الأسهم المتداولة في البورصة تذبذبا كبيرا وانخفاضا حادا في قيمتها خاصة أسهم مؤسسة صيدال وسهم الرياض سطيف، وهو ما عرقل تطور السوق المالية في الجزائر. أما بالنسبة للسندات، فقد عرفت أسعارها استقرارا طوال فترة تداولها في البورصة.

الفصل الثالث:

دراسة عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات
من خلال النداء العلني للاذخار

الفصل الثالث: دراسة عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات من خلال النداء العلني للادخار

لقد تم من خلال الفصل الأول توضيح الجانب النظري للدراسة، حيث تم توضيح المفاهيم الأساسية للتمويل، السوق المالية، التمويل عن طريق القروض السندية والتمويل بفتح ورفع رأس المال عن طريق اللجوء إلى سوق الأوراق المالية.

أما الفصل الثاني فقد خصص لدراسة واقع التمويل بعرض الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية بالجزائر، من خلال عرض لواقع بورصة الجزائر، التمويل بالقروض السندي في الجزائر والتمويل برفع رأس المال.

وسيتم في هذا الفصل دراسة تجربة جد خاصة في السوق المالية الجزائرية، ويتعلق الأمر بأول عملية رفع رأس مال لمؤسسة خاصة عن طريق النداء العلني للادخار، أي من خلال عرض أسهم المؤسسة للبيع للجمهور الواسع، ويتعلق الأمر بعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات.

لقد شهدت السوق الأولية للأسهم في الجزائر ركودا تاما بعد عملية فتح رأس مال مؤسسة تسيير نزل الأوراسي سنة 1999، إذ لم تشهد بعدها أي عملية لفتح أو رفع رأس المال، واقتصرت نشاط السوق الأولية على إصدار سندات جديدة لفائدة متعاملين وطنيين عموميين وخواص.

وسيتم من خلال هذا الفصل معالجة المباحث الثلاثة الآتية:

- تقديم عام لسوق التأمينات في الجزائر ومؤسسة أليانس للتأمينات؛
- الوضعية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات وسعر الدخول إلى البورصة؛
- عرض نتائج عملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات.

المبحث الأول: تقديم عام لسوق التأمينات في الجزائر ومؤسسة أليانس للتأمينات

عرفت سوق التأمينات بالجزائر ارتفاعا ونشاطا كبيرا خلال السنوات الأخيرة، وخاصة بعد انفتاح سوق التأمينات على المؤسسات الخاصة بعد التعلية رقم 95-07 الصادرة بتاريخ 25 جانفي 1995، والتي وضعت حدا لاحتكار الدولة لسوق التأمينات وفتحت المجال نحو إنشاء مؤسسات تأمينات خاصة.

ومن بين المؤسسات الخاصة التي اقتحمت السوق الوطنية مؤسسة أليانس للتأمينات Alliance Assurances، والتي تأسست في جويلية 2005، وبدأت فعليا نشاطها في سنة 2006 بعد حصولها على الاعتماد.

سيتم من خلال هذا المبحث دراسة المحيط الذي تنشط فيه مؤسسة أليانس للتأمينات، من خلال تحليل وضعية السوق الوطنية للتأمينات، وكذا تقديم المؤسسة. وسيتم هذا من خلال المطالب الآتية:

- تقديم عام لسوق التأمينات في الجزائر؛
- تقديم عام لمؤسسة أليانس للتأمينات؛
- مؤسسة أليانس للتأمينات بالأرقام.

المطلب الأول: تقديم عام لسوق التأمينات في الجزائر

تعرف السوق الوطنية للتأمينات وإعادة التأمينات رواجاً كبيراً في السنوات الأخيرة، مع ارتفاع في عدد المتعاملين الناشطين، حيث يقدر مجموع شركات التأمين وإعادة التأمين ستة عشر (16) مؤسسة، منها سبع (07) شركات عامة وسبع (07) شركات خاصة و تعاونيتين (02).

1- تاريخ سوق التأمينات في الجزائر

بعد الاستقلال، كانت ما لا يقل عن 160 مؤسسة تأمين تعمل في الجزائر، وقد حدد المشرع الجزائري وفق القانون رقم 62-157 المؤرخ في 21 ديسمبر 1962، جميع النصوص التي تمكن من الحفاظ على المصالح الوطنية.

ويمكن تقسيم العملية التي أدت إلى الوضع الحالي للسوق في خطوتين كان أولها تأمين النشاط وخصوصة الشركات، أما الثانية، فتمثلت في فتح السوق الوطنية تدريجياً.

ويمكن عرض أهم مراحل تطور سوق التأمينات في الجزائر من خلال المراحل الآتية:¹

¹ **Guide des assurances en Algérie**, KPMG Alegria SPA, Edition Conception et réalisation Pixa communication, 2009, p p: 13-16.

1-1- من سنوات 1960 إلى سنوات 1990

- تم تأسيس الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR) سنة 1963، وقد تم إجبار كل المؤسسات الأجنبية على منحها 10 % من محفظتها الاستثمارية.
- في سنة 1964، إضافة إلى CAAR، فقط الشركة الجزائرية للتأمينات الجزائرية المصرية (SAA) وشركة ستار التونسية (STAR) واصلتا العمل في السوق الوطنية، إضافة إلى تعاونيتين للتأمين تتعلق الأولى بالتأمين على الأخطار الفلاحية أما الثانية فتتشتط في مجال التعليم.
- في عام 1966، قامت الدولة الجزائرية باحتكار العمليات على التأمين بمقتضى المرسوم رقم 66-127 المؤرخ في 27 مايو 1966، المؤسسات الوطنية العمومية: CAAR التي تخصصت في مجال النقل والمخاطر الصناعية، أما الشركة الجزائرية للتأمين (بعد شراء حصة المصريين) فقد تخصصت في مخاطر السيارات والتأمين على الأفراد والأخطار البسيطة خلال الفترة 1973-1989.
- في سنة 1975، تم تأسيس الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR).
- في سنة 1982 تم تأسيس الشركة الجزائرية للتأمين الشامل (CAAT) والتي أسندت لها حصة السوق لمؤسسة CAAR الخاصة بالتأمين على النقل. أما هذه الأخيرة فقامت باحتكار التأمين على الأخطار الصناعية.

1-2- انفتاح وتحرير السوق الوطنية للتأمينات

- في عام 1989، تم نشر النصوص المتعلقة باستقلالية المؤسسات العامة وإلغاء التخصص المفروض عليها، حيث أصبح بإمكانها التسجيل في جميع الفروع.
- المرسوم رقم 95-07 في 25 يناير 1995 حيث يعتبر هذا المرسوم النص المرجعي للقانون الجزائري للتأمينات. حيث تم بموجبه إنهاء احتكار الدولة لقطاع التأمين والسماح بإنشاء شركات جزائرية خاصة. ومن خلال هذا النص تمت إعادة إدخال وسطاء التأمين (الوكلاء العامون والسماصرة)، الذين اختفوا في مرحلة احتكار الدولة.
- القانون رقم 06/04 في 20 فبراير 2006 حيث هذا القانون يعدل المرسوم 95-07. ومن بين أهم إسهاماته ما يلي:
 - تعزيز النشاط في مجال التأمين الصحي.
 - تعميم مجموعة شركات التأمين.
 - إصلاح قانون المستفيد.
 - إنشاء التأمين المصرفي.
 - الفصل بين نشاط الشركات (الحياة، غير الحياة).
 - تعزيز الأمن المالي.
 - إنشاء صندوق لضمان المؤمنين.

- الالتزام بالتحريير الكامل لرأس المال من أجل الحصول على الاعتماد.
- إنشاء لجنة للرقابة على التأمين تكون مسؤولة عن التأكد من امتثال شركات التأمين والوسطاء على القوانين المعمول بها في مجال التأمين وإعادة التأمين. والتأكد من أن هذه الشركات ما زالت قادرة على الاستمرار والوفاء بالتزاماتها نحو الزبائن والتحقق من المعلومات المتعلقة بمصدر الأموال المستخدمة لتحديد أو زيادة رأس مال شركة التأمين و / أو إعادة التأمين.

2- مؤسسات التأمين الناشطة في السوق الجزائرية

يقدر عدد المؤسسات الناشطة في سوق التأمينات الجزائرية حاليا بستة عشر (16) مؤسسة، يمكن تقسيمها كما يلي:

2-1- ست (06) مؤسسات عمومية للتأمين المباشر

- أربع (04) مؤسسات عامة تشتغل في كل فروع التأمين، وهي الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)، الشركة الجزائرية للتأمين (SAA)، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل (CAAT) وشركة التأمين على المحروقات (CASH). وهي تمثل مجتمعة ما مقداره 74 % من السوق الوطنية في سنة 2009.

- شركتان عموميتان متخصصتان، الأولى في التأمين على القروض وهي الشركة الجزائرية لضمان قروض الاستغلال (CAGEX)، وشركة ضمان القرض العقاري (CGCI).

2-2- شركة عمومية لإعادة التأمين

- الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR)، وقد استفادت من معاملة تفضيلية من طرف الدولة بخصوص حصص السوق والتأمين وضمان الدولة.

2-3- سبع (07) شركات خاصة

- تمثل نسبة 20 % من إنتاج السوق الوطنية، وهي تشتغل في السوق منذ قرابة عشر (10) سنوات، وهي في تطور مستمر. وتتمثل هذه الشركات فيما يلي:

- الشركة الدولية للتأمين وإعادة التأمين (CIAR).
- الجزائرية للتأمينات (2A).
- ترست الجزائر (Trust Algeria).
- العامة للتأمينات المتوسطة (GAM).
- سلامة للتأمينات (Salama d'assurance).
- أليانس للتأمينات (Alliance Assurances).
- Cardif El Djazair.

2-4- شركتان تعاونيتان للتأمين المباشر

- الشركة الوطنية للتأمين الفلاحي (CNMA)، وهي تحتل نسبة 6% من السوق الوطنية.
- تعاونية عمال قطاع التربية الوطنية والثقافة (MAATEC).

3- سوق التأمينات الجزائري بالأرقام

سيتم من خلال هذا المبحث تناول النقاط التالية:

3-1- الوظعية العامة للسوق

عرفت سوق التأمينات الجزائرية نموا متواصلا، حيث حققت نسبة نمو متوسطة خلال العشر سنوات الأخيرة تقدر بنسبة 10%، كما حقق في سنة 2010 نموا قدره 5% مقارنة بسنة 2009 إذ قدر حجم العلاوات المصدرة في قطاع التأمينات سنة 2010 ما يزيد عن 81,3 مليار دج. تملك فيها مؤسسات القطاع العمومي الأغلبية بما نسبته 68% من إجمالي السوق الوطنية.¹

ورغم هذا النمو المستمر، إلا أن حصة الجزائر في سوق التأمينات العالمية مازالت جد ضعيفة، إذ أنها لم تتعد نسبة 0,016%، محتلة بذلك المرتبة 68 عالميا. كما أن مساهمتها في سوق التأمينات بالنسبة للقارة الإفريقية لا يتعدى نسبة 1,3%، والذي يمثل نسبة قدرها 1,1% من السوق العالمية،² وهذا رغم الإمكانيات التي تتمتع بها القارة الإفريقية خاصة من حيث عدد السكان الذي يفوق 900 مليون نسمة.

باستثناء جنوب إفريقيا التي تحوز على 82% من سوق التأمينات الإفريقية، فإن حصة الجزائر ترتفع إلى نسبة 7%.³

يعتبر التأمين على السيارات من بين أهم فروع التأمين من حيث الناتج بالنسبة لمؤسسات التأمين، وهذا لإلزامية هذا النوع من التأمين، إذ يقدر نصيبه في السوق الوطنية ما مقداره 42%. متبوعا بالتأمين الصناعي بنسبة 31% من السوق الوطنية (تمثل العقود الممضاة مع سوناطراك، سونلغاز وشركة الخطوط الجوية الجزائرية أغلبية التأمين الصناعي في الجزائر). أما التأمين الفلاحي فلا تتعدى نسبته 1% من السوق الوطنية. أما التأمين على الأشخاص فلم تتعد نسبته 7% في سنة 2007 مسجلا تطورا طفيفا قدر بنسبة 1% مقارنة بسنة 2006. أما التأمين على القروض فهو الآخر مازال

¹ Karim Abboura, Le contrôle de la solvabilité des compagnies d'assurances algériennes, colloque international sur les sociétés d'assurances Takaful et les sociétés d'assurances traditionnelles entre la théorie et l'expérience pratique, université Ferhat Abbas, Sétif, le 25 et 26 Avril 2010, P : 8.

² KPMG, Op-cit, 2009, p: 17.

³ Idem, p: 17.

بعيدا، إذ لم تتعد نسبته 1% سنة 2007، رغم أنه سجل نموا كبيرا قدر بنسبة 156 % مقارنة بسنة 2006.¹

3-2- التعويضات حسب مؤسسات التأمين

يمكن توضيح حجم التعويضات التي تمنحها مؤسسات التأمين الخاصة والعامّة من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (28): التعويضات حسب كل مؤسسة ما بين 2009 و2010 (بملايين الدنانير)

التغير 2010/2009		2010		2009		البيان
بالنسبة	بالقيمة	الحصة	المبلغ	الحصة	المبلغ	
-4,52%	-478	28,58%	10 094	29,32%	10 572	SAA
-8,64%	-571	17,10%	6 039	18,33%	6 610	CAAR
1,66%	109	18,96%	6 695	18,27%	6586	CAAT
-30,56%	-206	1,33%	468	1,87%	674	Trust Algeria
1,33%	45	9,71%	3 429	9,39%	3 384	CIAR
-17,00%	-181	2,50%	884	2,95%	1 065	2A
15,16%	220	4,73%	1 671	4,02%	1 451	CASH
0,39%	5	3,68%	1 300	3,59%	1 295	Salama ass
40,64%	332	3,25%	1 149	2,27%	817	Alliance Ass
-12,77%	-134	2,59%	915	2,91%	1 049	GAM
25,00%	7	0,10%	35	0,08%	28	MAATEC
4,34%	107	7,29%	2 574	6,84%	2 467	CNMA
8,77%	5	0,18%	62	0,16%	57	Caedif Al Djazair
-2,05%	-740	100	35 315	100	36 055	المجموع

المصدر: Karim Abboura, Op-Cit, 2010, p: 14.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، انخفاض في نسبة التعويضات المدفوعة سنة 2010 مقارنة بسنة 2009 بنسبة 2%، حيث سجل في سنة 2010 مبلغ 35,31 مليار دج.

مازالت المؤسسات العمومية تسيطر على السوق في الجزائر، حيث إن نسبة التعويضات المدفوعة من طرفها تقدر بنسبة 69 % من إجمالي التعويضات المدفوعة في سنة 2010، ومحافظا تقريبا على نفس الحصة في سنة 2009 (انخفاض بنسبة 0,57%).

¹ KPMG, Op-cit, 2009, p p: 17-18.

3-3- الإنتاج التأميني في الجزائر على أساس الفروع

يوضح الجدول أدناه مدى مساهمة كل فرع من فروع التأمين في الناتج المحقق من طرف مؤسسات التأمين.

الجدول رقم (29): توزيع الإنتاج التأميني في الجزائر حسب الفرع خلال الفترة 2006-2007 (ملايين الدينانير)

البيان	2006		2007		التغير	
	المبلغ	الحصة	المبلغ	الحصة	بالقيمة	بالنسبة
السيارات	21 064	45,32%	24 525	45,59%	3 461	16,43%
تأمين خسارة السلع	17 357	37,35%	19 455	36,17%	2 098	12,09%
النقل	4 317	9,29%	5 158	9,59%	841	19,48%
المخاطر الفلاحية	574	1,24%	517	0,96%	-57	-9,93%
تأمين الأشخاص	2 931	6,31%	3 542	6,58%	611	20,85%
تأمين القروض	231	0,50%	592	1,10%	361	156,28%
المجموع	46 474	100	53 789	100	7 315	15,74%

المصدر: KPMG, Op-Cit, 2009, p: 22

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، نمو سوق التأمينات ما بين 2006 و2007 بنسبة تقارب 16 %، كما يلاحظ نمو وتطور في كل فروع التأمين باستثناء التأمين الفلاحي الذي سجل نسبة انخفاض تقدر بنسبة 10 % تقريبا. أما التأمين على القروض، فقد قفز قفزة نوعية بتسجيله نسبة نمو تقدر بنسبة 156%.

لقد حافظت التأمينات التقليدية (التأمين على السيارات) على مركز الريادة من حيث حصة السوق، وهذا لإلزامية هذا النوع من التأمين من جهة، ومن جهة أخرى إلى التوسع الكبير الذي يعرفه سوق السيارات في الجزائر.

ما يزال فرع التأمين على الأشخاص بعيدا عن مستوى التطلعات، إذ قدرت حصة مساهمته في السوق بنسبة 6%. بعيدا كل البعد عن مستوى نفس الفرع في البلدان الأوروبية، أمريكا الشمالية واليابان بنسبة مساهمة تفوق 50 % من إجمالي سوق التأمينات.

4-3- المساهمة في الناتج الداخلي الخام

يعتبر التأمين في البلدان الأوروبية من بين أهم القطاعات الاقتصادية وذلك لنسبة مساهمته في الناتج المحلي الخام، إذ يساهم ما بين 4 % (في لكسمبورغ) و 12 % (ببريطانيا) من الناتج الداخلي الخام، وعليه أصبح الحديث عن صناعة التأمين في هذه الدول.

أما في الجزائر، فنسبة مساهمة قطاع التأمين في الناتج الداخلي الخام لم تتعد نسبة 0,55 % سنة 2006 و 0,57 % سنة 2007. مقارنة بنسبة 1,9 % و 03 % بالنسبة لكل من تونس والمغرب.

5-3- رأس مال مؤسسات التأمين في الجزائر

شهدت سنة 2010 ارتفاعا في رأس مال العديد من مؤسسات التأمين الناشطة على الساحة الوطنية، ويتعلق الأمر بالمؤسسات الخاصة، وقد تم رفع رأس المال استجابة للمرسوم رقم 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 المعدل والمتمم، والمتعلق برأس المال الأدنى لشركات التأمين.

ويمكن عرض تطور رأس مال مؤسسات التمويل من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (30): تطور رأس مال مؤسسات التأمين في الجزائر بين 2009 و 2010 (بملايين الدنانير)

التغير بالقيمة	رأس المال في 2010	رأس المال في 2009	البيان
0	16 000	16 000	SAA
0	12 000	12 000	CAAR
0	11 490	11 490	CAAT
0	2 800	2 800	CASH
0	2 050	2 050	Trust Algeria
985	2 000	1 015	2A
0	4 167	4 167	CIAR
524	2 400	1 876	GAM
1 445	2 000	555	Salama ass
1406	2 206	800	Alliance Ass
550	1 000	450	Caedif Al Djazair
241	1 000	759	CNMA
0	140	140	MAATEC
5151	59 253	54 102	المجموع
0	13 000	13 000	CCR

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نسبة ازدياد رأس مال مؤسسات التأمين قدر بمبلغ 5,15 مليار دج ما بين 2009 و2010، وتنحصر هذه الزيادة في مؤسسات القطاع الخاص.

من بين المؤسسات الخاصة التي قامت برفع رأس مالها مؤسسة أليانس للتأمينات، والتي لجأت إلى البورصة من خلال النداء العلني للدخار، والذي مكنتها من الاستجابة للشروط الجديدة المفروضة من قبل الحكومة بمقتضى المرسوم رقم 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 المعدل والمتمم. وسيتم من خلال المطالب الموالي التعريف بمؤسسة أليانس للتأمينات.

المطلب الثاني: تقديم عام لمؤسسة أليانس للتأمينات

تعد مؤسسة أليانس للتأمينات من بين أهم مؤسسات القطاع الخاص العاملة في مجال التأمينات بالجزائر، وهي في نمو وتطور مستمرين من خلال إنشاء فروع أخرى للتأمين وتوسع نشاطاتها الحالية وذلك بالاستفادة من المبالغ المالية المهمة التي تم رفعها من خلال عملية النداء العلني للدخار.

وسيتم من خلال هذا المطلب معالجة النقاط الآتية:

1- نشأة وتاريخ مؤسسة أليانس للتأمينات

أليانس للتأمينات هي شركة مساهمة خاصة، تأسست في جويلية من سنة 2005، بعد صدور القانون رقم 95-07 المؤرخ في 25 جانفي 1995، والذي نص على فتح سوق التأمينات الوطنية أمام المتعاملين الخواص.

بدأت مؤسسة أليانس للتأمينات العمل في عام 2006 بعد الحصول على ترخيص من وزارة المالية، وعليه انطلقت في ممارسة كافة أعمال التأمين وإعادة التأمين.

ينكون مساهمو شركة أليانس للتأمينات من مستثمرين وطنيين. وقد قدر رأس مالها سنة 2009 بمبلغ 800 مليون دج مقسمة على أربعة (04) ملايين سهم بقيمة اسمية تقدر بمبلغ 200 دج للسهم الواحد. وهي مقسمة على المساهمين الآتين:¹

- حسان خليفاتي بنسبة 50 % من رأس المال.
- رشيد خليفاتي بنسبة 15 % من رأس المال.
- محمد رحمون بنسبة 14 % من رأس المال.
- محمد عيساتي بنسبة 10 % من رأس المال.
- عربات المغرب شركة ذات أسهم بنسبة 05 % من رأس المال.
- عبد الكريم أورهومون بنسبة 4 % من رأس المال.

¹ Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, p : 22.

- الشركة ذات المسؤولية المحدودة ايتابا بنسبة 1,5 % من رأس المال.
- الشركة ذات المسؤولية المحدودة ايجيترايا بنسبة 0,5 % من رأس المال.

بعد صدور المرسوم التنفيذي رقم 375-09 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي رقم 344-95 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 والمتعلق برأس المال الأدنى لشركات التأمين الناشطة في السوق الوطنية، تم رفع رأس مال شركة أليانس للتأمينات ليبلغ عتبة 2 205 714 180 دج في فيفري 2011، وهذا من خلال اللجوء إلى الطلب العلني للادخار.

2- الهيكل التنظيمي لمؤسسة أليانس للتأمينات

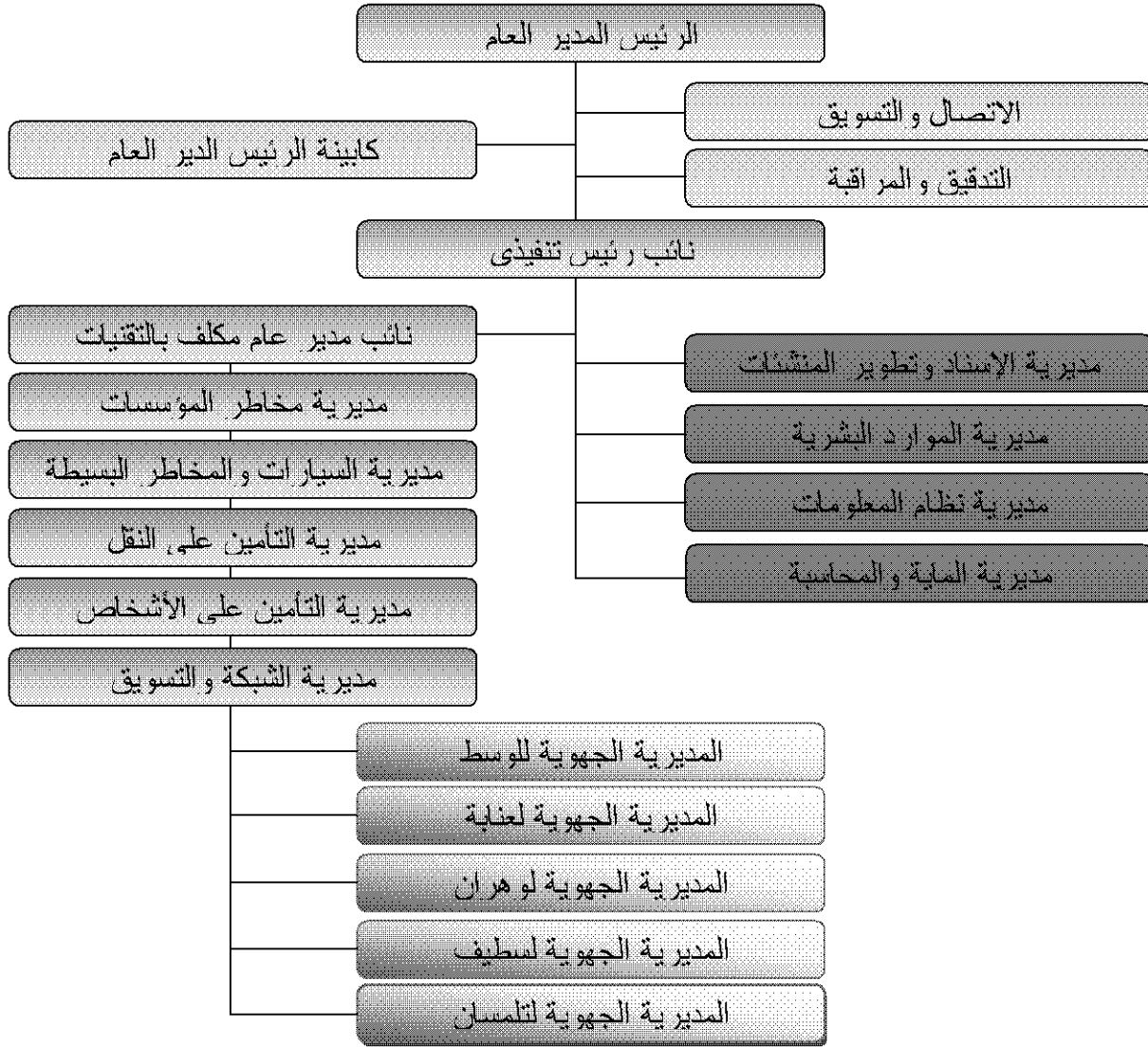
يتشكل الهيكل التنظيمي لمؤسسة أليانس للتأمينات من رئيس مدير عام في أعلى هرم السلطة، إضافة إلى خلية اتصالات ووحدة للتدقيق والمراجعة ونائب رئيس تنفيذي، مديرية الدعم وتطوير المنشآت، مديرية الموارد البشرية ومديرية نظام المعلومات.

إضافة إلى مدير بالنيابة مكلف بالأمر التقية ويشرف على المديريات الآتية: مديرية مخاطر المؤسسة، مديرية السيارات والخطر البسيط، مديرية التأمين على النقل، مديرية التأمين على الأشخاص ومديرية للشبكة والتسويق.

إضافة إلى المديريات المركزية، فإن الهيكل التنظيمي لمؤسسة أليانس للتأمينات يحتوي على خمس (05) مديريات جهوية، وهي المديرية الجهوية للوسط، لعنابة، لوهران، لسطيف والمديرية الجهوية لولاية تلمسان.

ويمكن توضيح الهيكل التنظيمي لمؤسسة أليانس للتأمينات من خلال الشكل أدناه:

الشكل رقم (14): الهيكل التنظيمي لمؤسسة أليانس للتأمينات



المصدر: <http://www.allianceassurances.com/notre%20organisation.html> , Consulte le 23/05/2011

3- السوق الحالية والمستقبلية لمؤسسة أليانس

تشتغل مؤسسة أليانس للتأمينات حاليا في قطاعات التأمينات التقليدية وبالأخص التأمين على السيارات، التأمين الصناعي والتأمين على النقل.

وهي تهدف من خلال زيادة رأس مالها إلى التوسع والنمو إلى قطاعات أخرى مستقبلا، ومن بين القطاعات المستهدفة ما يلي:

- التأمين على الأفراد والأسر.
- التأمين على الأشخاص، الادخار والمساعدة الصحية.
- التأمين على المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة، المهن الحرة، التجار والمؤسسات.
- منتجات التأمين الجديدة وبالأخص التأمين على الحياة والصحة.

- تشكيلة منتجات موجهة إلى الورشات الكبرى، السكنات والصناعة.
- أخطار البنائيات والمخاطر الأخرى.

المطلب الثالث: مؤسسة أليانس للتأمينات بالأرقام

سيتم من خلال هذا المطلب توضيح بعض الأرقام المهمة، التي تشخص وضعية مؤسسة أليانس للتأمينات، وتعكس مكانتها في سوق التأمينات الوطنية.

1- شبكة أليانس للتأمينات عبر التراب الوطني

لقد اتبعت مؤسسة أليانس للتأمينات سياسة قائمة على توسيع شبكتها التجارية عبر كامل التراب الوطني، وهو ما أهلها حاليا إلى فتح 139 مركز إنتاج عبر 35 ولاية، مقسمة إلى 11 وكالة رئيسية، 29 وكالة مباشرة، 59 وكالة عامة و92 ملحق¹.

الجدول رقم (31): المنحة المصدرة حسب نوع الوكالة لسنوات 2006-2009

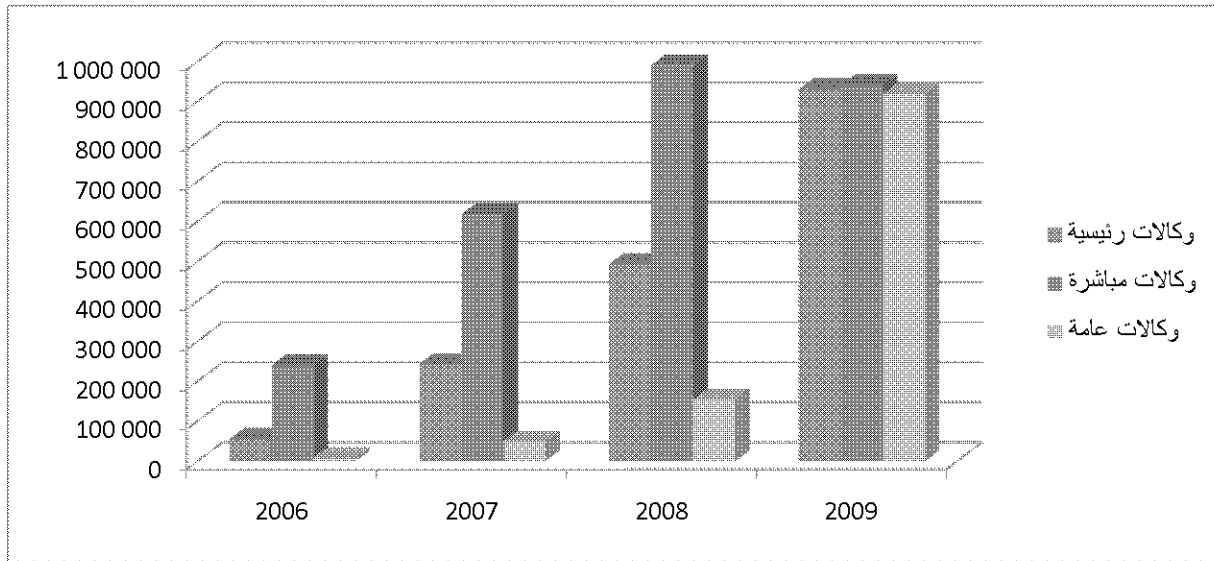
السنة	2006	2007	2008	2009
وكالات رئيسية	18,33%	26,64%	30,09%	33,35%
وكالات مباشرة	79,22%	67,90%	60,48%	33,72%
وكالات عامة	2,44%	5,46%	9,43%	32,93%
المجموع	100%	100%	100%	100%

المصدر: Notice d'information pour augmentation u capital, Alliance Assurances SPA, 2010, p : 33.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن الوكالات المباشرة هي الأكثر مساهمة في تحقيق رقم أعمال المؤسسة، حيث قدرت نسبة مساهمتها ما بين 79 و60 % سنتي 2006 و2008، لتعرف انخفاضا حادا سنة 2009، ليس من حيث القيمة ولكن بسبب تطور نشاط الوكالات الأخرى (الرئيسية والعامة)، حيث تساوت تقريبا من حيث المساهمة في المنح المصدرة. وهو ما يمكن عرضه من خلال الشكل الآتي:

¹ تاريخ الإطلاع 2010/09/15 <http://www.allianceassurances.com/presentation.html>

الشكل رقم (15): توزيع المنح المقدمة بالقيمة (دج) حسب نوع الوكالة خلال الفترة 2006-2009



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الجدول رقم (31).

يتضح من خلال الشكل أعلاه الاتجاه التصاعدي لنتائج المؤسسة حسب كل وكالة، كما يلاحظ الارتفاع الكبير في نتائج الوكالات الرئيسية والعامة. ويرجع ذلك إلى ارتفاع عدد هذه الوكالات خلال نفس السنة، حيث إن الوكالات العامة ارتفعت من 13 وكالة سنة 2008 إلى 39 وكالة سنة 2009. أما الوكالات المباشرة، فقد سجلت انخفاضا طفيفا بسبب انخفاض عدد الوكالات من 46 وكالة سنة 2008 إلى 36 وكالة سنة 2009.

2- المنح المصدرة وتوزيعها

عرف نشاط مؤسسة أليانس للتأمينات ارتفاعا كبيرا موازاة مع ديناميكية سوق التأمينات الجزائرية، والاتجاه التصاعدي له، والراجع بصفة أساسية إلى إعادة هيكلة سوق التأمينات الوطنية وتبني بعض الإصلاحات خاصة على مستوى القوانين.

وقد عرف إنتاج مؤسسة أليانس للتأمينات من حيث المنح المصدرة تطورا كبيرا وارتفاعا متواصلا، وهو ما يمكن إبرازه من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (32): رقم أعمال مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2007-2009. (1000 دج)

السنة	2006	2007	2008	2009
رقم الأعمال	302 837	932 398	1 675 931	2 852 622
نسبة النمو	-	208%	79,74%	70,21%

المصدر: Rapport Annuel, Alliance Assurances, Alger, 2009, p : 11.

يظهر الجدول أعلاه حجم التطور في نشاط مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2007-2009، إذ قفز رقم الأعمال المحقق من طرف المؤسسة من مبلغ 923 098 دج سنة 2007 إلى مبلغ 1 675 931 دج سنة 2008 محققة نسبة نمو تقارب 80 %، لتواصل ارتفاعها محققة مبلغ 2 852 622 دج سنة 2009، أي بنسبة نمو تفوق 70 %.

ويمكن توضيح مدى مساهمة كل فرع من فروع التأمين التي تنشط فيها مؤسسة أليانس للتأمينات في رقم الأعمال المحقق بالنسبة من خلال الجدول الآتي:

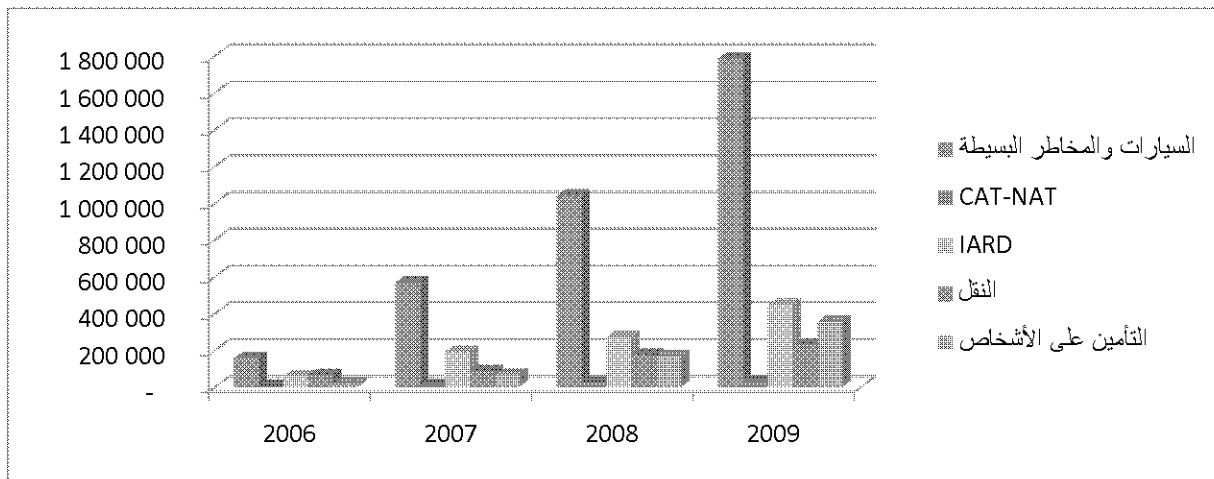
الجدول رقم (33): تقسيم رقم أعمال المؤسسة حسب فروع التأمين خلال الفترة 2006-2009 (%)

السنوات	2006	2007	2008	2009	معدل النمو المتوسط
السيارات والمخاطر البسيطة	51,38%	61,02%	62,06%	62,61%	125,57%
الكوارث الطبيعية	2,09%	1,41%	1,41%	1,18%	74,82%
الحوادث والأخطار المتنوعة	18,88%	20,71%	16,15%	15,69%	98,53%
النقل	21,91%	9,35%	10,47%	8,06%	51,34%
التأمين على الأشخاص	5,74%	7,51%	9,90%	12,46%	173,46%

المصدر: Rapport Annuel, Alliance Assurances, 2009, p: 11.

أما من حيث القيمة، فيمكن توضيح مساهمة كل فرع في رقم الأعمال المحقق من خلال الرسم البياني أدناه:

الشكل رقم (16): رقم أعمال أليانس للتأمينات حسب كل فرع خلال الفترة 2006-2009



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الجدول رقم (33).

يتبين من خلال الجدول والشكل أن قطاع التأمينات على السيارات يمثل أعلى نسبة من مداخيل مؤسسة أليانس للتأمينات، حيث قدرت نسبة مساهمته في رقم الأعمال سنة 2009 ما يفوق 62 %، ومحققا نسبة نمو متوسطة ما بين 2006 و2009 بنسبة فاقت 125%.

نسبة قطاع السيارات والمخاطر البسيطة إلى إجمالي رقم الأعمال تعكس التوجه العام لسوق التأمينات الجزائرية التي تمثل فيه التأمينات على السيارات أغلبية حصة السوق.

تعمل مؤسسة أليانس للتأمينات على تطوير باقي قطاعات التأمين، وهو ما تعكسه نسبة نمو باقي الفروع الأخرى، حيث قدرت نسبة نمو فرع التأمين على الكوارث الطبيعية بما يفوق 51 %. أما فرع التأمين على الحرائق، الحوادث والأخطار المختلفة فتمى بمتوسط قدره 98 %. في حين أن قطاع التأمين على النقل تطور بنسبة متوسطة قدرها 51 %. أما قطاع التأمين على الأشخاص، فقد كان من بين أهم القطاعات من حيث نسبة النمو، إذ حقق نموا خالصا قدر بنسبة 173 %.

3- عدد وتركيبه العمال في المؤسسة

يبلغ عدد عمال مؤسسة أليانس للتأمينات ما مقداره 310 عامل بتاريخ 31 ديسمبر 2009، ويمكن توضيح تطور هذا العدد وتركيبته من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (34): تطور عدد عمال المؤسسة خلال الفترة 2007-2009

السنة	2007	2008	2009
المسيرون	2	2	2
الاطارات السامية	15	19	18
الاطارات	103	126	118
عامل خبير	80	98	138
عمال تنفيذيون	28	33	34
المجموع	228	278	310

المصدر: Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, p : 34.

يلاحظ نمو في عدد عمال مؤسسة أليانس للتأمينات من سنة إلى أخرى، حيث ارتفع من 228 عامل سنة 2007 إلى 310 عامل سنة 2009، وهو ما يعكس نمو وتطور نشاط المؤسسة خلال نفس الفترة (2007-2009).

تعتمد مؤسسة أليانس للتأمينات على استراتيجية تضع العامل في قلب اهتماماتها، حيث تقوم بتوظيف العمال ذوي الكفاءة، كما تسجل برامج تكوين خاصة ومتواصلة من شأنها تطوير إمكانيات عمالها وإكسابهم القدرة على اتخاذ القرارات الصائبة في الأوقات المناسبة.

4- مساهمة مؤسسة أليانس للتأمينات في باقي المؤسسات

بتاريخ 31 ديسمبر 2009، سجلت مؤسسة أليانس للتأمينات مساهمة رأس المال الاجتماعي في مؤسستين هما:

- Algérie Touring Assistance(ATA)Spa: تم إنشاؤها في سنة 2006 من طرف أليانس للتأمينات برأس مال اجتماعي قدره 37,49 مليون دج. تملك مؤسسة أليانس للتأمينات نسبة 74,99 %، أما الباقي فيعود لمؤسسة Touring Club Algérie. وتختص هذه المؤسسة في مساعدة الأشخاص بصفة عامة وللسيارات بصفة خاصة.

- Orafin Eurl: تأسست سنة 2008 برأس مال قدره عشرة (10) مليون دج تملك فيه مؤسسة أليانس للتأمينات نسبة 60 %. وتختص هذه المؤسسة في تطوير خدمات المعلوماتية المتعلقة بمجال التأمينات. وقد تم تغيير شكلها القانوني من Eurl إلى Sarl في بداية سنة 2010.

المبحث الثاني: الوضعية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات وسعر الدخول إلى البورصة

لقد حققت مؤسسة أليانس للتأمينات نتائج جيدة منذ بداية مزاولتها لنشاط التأمين في بداية سنة 2006، وذلك رغم المنافسة التي تلقتها في السوق خاصة من قبل المؤسسات العمومية التي سيطرت على حصص جد كبيرة في سوق التأمينات الجزائري. ورغم أن حصتها في السوق لا تزال ضعيفة إذ قدرت بنسبة 3,25 % سنة 2010، إلا أن نسبة نموها وكذا الاستراتيجية التي تنتهجها فيما يتعلق بتوسيع أنشطتها إلى فروع أخرى من التأمين من شأنه أن يجعلها واحدة من بين مؤسسات التأمين الرائدة في السوق الوطنية.

يحتاج توسيع أنشطة مؤسسة أليانس للتأمينات إلى فروع التأمين الأخرى إلى مبالغ مالية ضخمة، من شأنها التأثير على توازن المؤسسة إذا تم اللجوء إلى الاستدانة من أجل تغطيتها. ولذلك، قررت مؤسسة أليانس للتأمينات تمويل احتياجات توسعها من خلال اللجوء إلى سوق الأوراق المالية، وذلك بواسطة رفع رأس مالها عن طريق اللجوء إلى الطلب العمومي للادخار.

ومن أجل نجاح عملية الاكتتاب العام، يقوم المستثمرون (أفراد، مؤسسات، بنوك ومستثمرين مؤسسيين) بدراسة وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة من أجل معرفة قدرتها على الاستمرار في النشاط في أحسن الظروف وكذا القدرة على تحقيق نتائج موجبة تسمح بمكافأة المستثمرين الحاليين والمستقبليين. كما أن سعر الدخول يعد من بين أهم أسباب نجاح أو فشل عملية الدخول وذلك من حيث عكسه للقيمة الحقيقية للمؤسسة.

وعليه سيتم من خلال هذا المبحث دراسة المطلبين الآتيين:

- تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة أليانس للتأمينات؛

- تقييم مؤسسة أليانس للتأمينات وسعر الدخول إلى البورصة.

المطلب الأول: تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة أليانس للتأمينات

سيتم من خلاله توضيح تطور عناصر الأصول، الخصوم وجدول حسابات النتائج لمؤسسة

أليانس للتأمينات. ومن ثم سيتم تحليل الوضعية المالية للمؤسسة باستعمال المؤشرات والنسب المالية.

1- تطور عناصر الميزانية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009

سيتم تناول تطور كل من عنصر الأصول والخصوم كما يلي:

1-1- تطور عناصر الأصول خلال الفترة 2006-2009

يوضح الجدول أدناه عناصر الأصول لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009.

الجدول رقم (35): تطور عناصر الأصول لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009 (دج)

الأصول	2006	2007	2008	2009
الاستثمارات				
مصاريف إعدادية	15 034 213	10 022 809	5 011 404	
قيم معنوية	2 618 771	2 312 029	4 736 561	3 470 062
أراضي				
تجهيزات إنتاج	37 200 901	75 755 031	213 666 535	258 953 427
تجهيزات اجتماعية	77 981	205 817	250 620	285 585
استثمارات قيد الانجاز				16 635 612
مجموع الاستثمارات	54 931 866	88 295 686	223 665 120	279 344 686
المخزونات				
مواد أولية	1 741 955	2 749 616	2 563 779	6 792 100
منتجات وأشغال قيد الانجاز				
منتجات تامة				
مشنريات				
مجموع المخزونات	1 741 955	2 749 616	2 563 779	6 792 100
الحقوق				
حساب مدين للأصول	1 010 549			2 706
حقوق تقنية	55 594 412	106 680 646	234 012 421	475 656 899
حقوق الاستثمارات	85 070 988	278 091 371	633 481 302	1 152 840 868
حقوق المخزونات				
حقوق على الشركاء	375 000 000	375 000 000	1 080 000	258 465 584
تسبيقات على الحساب	2 784 812	349 254	3 854 081	5 669 401
تسبيقات الاستغلال	16 018 498	11 135 700	20 556 155	26 411 494
حقوق على المؤمنين	74 612 672	301 311 771	592 875 084	1 010 496 855
متاحات	61 564 813	68 882 973	269 798 815	346 433 386
مجموع الحقوق	671 656 744	1 141 451 715	1 755 657 858	3 275 977 193
نتيجة الاستغلال (-)	26 257 571			
مجموع الأصول	754 588 136	1 232 497 017	1 981 886 757	3 562 113 979

1-1-1- تطور عناصر الاستثمارات

يمكن توضيح تطور عناصر الاستثمارات الخام من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (36): تطور عناصر الاستثمارات خلال الفترة 2006-2009 (دج)

البيان	2006	2007	نسبة النمو 06/07	2008	نسبة النمو 07/08	2009	نسبة النمو 08/09
مصاريف إعدادية	15 034 213	10 022 809	-33,33%	5 011 404	-50,00%		
قيم معنوية	2 674 102	2 912 499	8,92%	6 332 493	117,42%	6 332 493	0,00%
اجمالي الاستثمارات المعنوية	17 708 315	12 935 308	-26,95%	11 343 897	-12,30%	6 332 493	-44,18%
تجهيزات الانتاج	45 549 650	96 411 571	111,66%	253 564 775	163,00%	322 114 066	27,03%
تجهيزات اجتماعية	86 840	233 124	168,45%	303 224	30,07%	370 579	22,21%
استثمارات قيد الانجاز						16 635 612	
اجمالي الاستثمارات الحسية	45 636 490	96 644 695	111,77%	253 867 999	162,68%	339 120 257	33,58%
مجموع الاستثمارات	63 344 805	109 580 003	72,99%	265 211 896	142,03%	345 452 750	30,26%
اهتلاكات الاستثمارات	-8 412 939	-21 237 316	152,44%	-41 546 777	95,63%	-66 108 065	59,12%
مجموع الاستثمارات الصافية	54 931 866	88 342 686	60,82%	223 665 120	153,18%	279 344 686	24,89%

المصدر: Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, P 58

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن حجم استثمارات المؤسسة في تطور مستمر، حيث بلغت نسبة نموها المتوسطة ما بين 2006 و2009 ما يقارب 72%. ويرجع هذا الارتفاع المحسوس إلى أن المؤسسة باشرت نشاطها فعلياً في 2006، وعليه كان من الضروري زيادة حجم استثماراتها من أجل العمل على توسيع شبكتها وتغطية كافة السوق الوطنية.

يلاحظ كذلك الانخفاض التدريجي في قيمة المصاريف الإعدادية، وهي مصاريف متعلقة أساساً بعملية تأسيس الشركة وبدء النشاط، وقد تم إطفائها على مدى ثلاث سنوات بدء من سنة 2006 وإلى غاية سنة 2008 وبقية سنوية تقدر بمبلغ 5 011 404 دج.

أما فيما يخص القيم المعنوية للمؤسسة، فهي تمثل قيمة العلامة التجارية للمؤسسة، البرمجيات ورخص الاستغلال، وهي في نمو دائم خاصة عام 2008، حيث تم اقتناء برمجيات للاستغلال بما يتماشى ونمو شبكة المؤسسة بقيمة 3 419 994 دج، أي بنمو قدر بنسبة 131%.

الأمر نفسه ينطبق على تجهيزات الإنتاج، إذ سجلت نسبة نمو تفوق 111 % سنة 2007 مقارنة بسنة 2006، و163 % سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، لتتراجع نسبة النمو إلى حدود 27 % سنة 2009 مقارنة بسنة 2008. ويعود هذا الارتفاع إلى اقتناء بنايات ذات طابع إداري، معدات النقل، تجهيزات المكاتب وتجهيز الوكالات التجارية.

بالنسبة للتجهيزات الاجتماعية، فهي في نمو دائم، حيث قفزت من مبلغ 86 840 دج سنة 2006 إلى مبلغ 370 579 دج سنة 2009 مسجلة نسبة نمو متوسطة تقدر بـ 62 %. وهو ما يعكس سياسة المؤسسة من حيث الاهتمام بالعنصر البشري وتوفير كل الشروط الضرورية التي من شأنها تحفيز العمال وحثهم على تقديم أقصى طاقاتهم الإنتاجية.

وبالمقابل، يلاحظ ارتفاع متواصل في قيمة الامتلاكات، وهذا راجع إلى ارتفاع حجم الاستثمارات بالنسبة للمؤسسة.

1-1-2- تطور عناصر المخزونات

ينكون رصيد المخزونات في مؤسسة أليانس للتأمينات من مطبوعات، لوازم المكتب، البنزين ومشتقاته، منتجات التهيئة والترميم، منتجات غذائية ومواد أخرى.

يلاحظ على رصيد المخزونات أنه في حالة نمو مستمرة، حيث قفز سنة 2007 إلى ما يفوق مبلغ 2 749 616 دج، مسجلا نسبة نمو تقارب 58 % مقارنة بسنة 2006. أما سنة 2008، فقد انخفض بنسبة طفيفة تقارب 7 %، ليعاود الارتفاع سنة 2009 بنسبة تفوق 164 % بالغا حدود 6 792 100 دج.

رغم الارتفاع المستمر في قيمة المخزونات إلا أن نسبتها إلى إجمالي الأصول تبقى جد ضعيفة، إذ لم تتعد نسبة 0,24 % في أحسن الأحوال (2006)، لتتراوح ما بين 0,22 % سنة 2007، و0,13 % سنة 2008 و0,19 % سنة 2009.

1-1-3- تطور عناصر الحقوق

يوضح الجدول أدناه تطور عناصر الحقوق في مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009.

الجدول رقم (37): تطور حقوق مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009 (دج)

النمو	2009	نسبة النمو 07/08	2008	نسبة النمو 06/07	2007	2006	البيان
نسبة النمو 08/09	2 706					1 010 549	حساب مدين للخصوم
	475 656 899	119,4%	234 012 421	91,9%	106 680 646	55 594 412	حقوق تقنية
	1 152 840 868	127,8%	633 481 302	226,9%	278 091 371	85 070 988	حقوق الاستثمارات
							حقوق المخزونات
	258 465 584	-99,7%	1 080 000	0,0%	375 000 000	375 000 000	حقوق على الشركاء
	5 669 401	1003,5%	3 854 081	-87,5%	349 254	2 784 812	تسبيقات على الحساب
	26 411 494	84,6%	20 556 155	-30,5%	11 135 700	16 018 498	تسبيقات الاستغلال
	1 010 496 855	96,8%	592 875 084	303,8%	301 311 771	74 612 672	حقوق على المؤمنين
	346 433 386	291,7%	269 798 815	11,9%	68 882 973	61 564 813	مناحات
	3 275 977 193	53,8%	1 755 657 858	69,9%	1 141 451 715	671 656 744	مجموع الحقوق

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على معطيات الجدول رقم (32).

تمثل الحقوق في مؤسسة أليانس للتأمينات الغالبية العظمى من أصول المؤسسة خلال الفترة 2006-2009، إذ فاقت نسبة 92 % من مجموع أصول المؤسسة سنة 2006 و2009، وقاربت نسبة 90 % سنة 2008 و92 % سنة 2009.

تتميز حقوق المؤسسة بالارتفاع المستمر، إذ سجلت نسبة نمو متوسطة ما بين 2006 و2009 تقارب 70 %، حيث قفزت من 671 656 744 دج سنة 2006 إلى 3 275 977 193 دج سنة 2009. ويمكن إرجاع هذا النمو في حقوق المؤسسة إلى توسع شبكة المؤسسة عبر أغلب التراب الوطني ونمو محفظتها.

يلاحظ ارتفاع كبير ومستمر في قيمة حقوق الاستثمارات حيث سجلت نسبة نمو متوسطة تفوق 138 % ما بين سنة 2006 و2009، ويرجع هذا الارتفاع إلى زيادة حجم التوظيفات المالية في سندات الخزينة والودائع لأجل المفروضة من طرف الدولة والتي يجب أن تغطي جميع الديون التقنية للمؤسسة.

تمثل عملية التوظيف المالي أكبر جزء من قيمة حقوق الاستثمارات، حيث قدرت في سنة 2009 بنسبة 85 % من إجمالي الحقوق على الاستثمارات، وهي مقسمة على التوظيف في سندات الخزينة، التوظيف لأجل والتوظيف في شركات (فروع المؤسسة A.T.A, EURL ORAFINA).

بالنسبة للحقوق على الشركاء، فهي تمثل قيمة رأس المال غير المحرر من طرف الشركاء، حيث سجلت انخفاضا سنة 2008 مقارنة بسنة 2009 قدر بنسبة تقارب 100 % ويرجع ذلك إلى تحرير جزء من رأس المال من طرف الشركاء، ليعاود الارتفاع في سنة 2009 بنسبة 23832 % مقارنة بسنة 2008، ويرجع هذا الارتفاع الكبير إلى الزيادة في رأس المال التي تم إقرارها سنة 2009 ولم يتم تحريرها بعد.

التسبيقات على الحساب تسجل أساسا قيمة الضريبة المسترجعة على الاستثمارات، السلع والخدمات، وتمثل الضريبة على الخدمات المسترجعة أهم عنصر في هذا الحساب وهذا لطبيعة نشاط المؤسسة. وقد سجل هذا لحساب انخفاضا سنة 2007 مقارنة بسنة 2006 قدر بنسبة 87 %، ليعرف ارتفاعا كبيرا سنة 2008 و2009 بالغا قيمة 5 669 401 دج.

سجلت تسبيقات الاستغلال ارتفاعا على مدار الفترة 2006-2009، وتتعلق أساسا بالتسبيقات على الخدمات والتسبيقات على العمال.

يعود الارتفاع في الحقوق على المؤمنين إلى توسع شبكة مؤسسة أليانس للتأمينات وكذا اتساع محفظتها من حيث عدد الزبائن.

بالنسبة للمتاحات، فهي أساسا أموال موضوعة في حساب بنكي جاري خاص بالمؤسسة، إضافة إلى الصندوق، أموال عند الموثق، حساب بريدي. وقد عرفت ارتفاعا خاصة ما بين سنتي 2007 و2008 بارتفاع قدر بنسبة 292 %.

2-1- تطور عناصر الخصوم خلال الفترة 2006-2009

يوضح الجدول أدناه عناصر الخصوم لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009.

الجدول رقم (38): تطور خصوم مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009 (دج)

2009	2008	2007	2006	الخصوم
الأموال الخاصة				
800 000 000	500 000 000	500 000 000	500 000 000	رأس المال الاجتماعي
	10 324 404			احتياطات قانونية
	31 163 667			احتياطات اختيارية
95 777 513	55 404 579	26 533 741	8 128 798	مؤونات تقنية
		-1 700 783		اتصالات بين الوحدات
	-31 008 524	-31 008 524	-4 750 953	نتيجة قيد التخصيص
				مؤونة الخسائر والأتعاب
895 777 513	565 884 126	493 824 434	503 377 845	مجموع الأموال الخاصة
الديون				
30 313	4 038 078	-1 472	518 373	حساب دائن للأصول
1 076 142 099	638 866 596	288 021 516	119 948 138	ديون تقنية
182 037 188	101 548 228	19 458 713	5 045 834	ديون الاستثمارات
1 354 817	743 728	1 023 130	602 261	ديون المخزونات
183 878 340	105 992 428	69 368 268	19 216 345	حجز للحساب
58 945 982	57 459 789	22 497 000	22 497 000	ديون اتجاه الشركاء
175 555 565	110 496 172	59 987 516	16 722 090	ديون الاستغلال
672 724 479	263 401 769	67 334 699	66 660 249	ديون اتجاه المؤمنين
2 779 226	7 619 399	4 495 143		ديون مالية
2 353 448 009	1 290 166 187	532 184 513	251 210 290	مجموع الديون
312 888 457	125 836 445	206 488 071		نتيجة صافية
3 562 113 979	1 981 886 758	1 232 497 017	754 588 135	مجموع الخصوم

1-2-1- تطور عناصر الأموال الخاصة

- تم رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات مرة واحدة في أواخر سنة 2009، حيث قفز رأس مالها الاجتماعي من 500 000 000 دج إلى 800 000 000 دج. وهي تمثل أكبر عنصر من عناصر الأموال الخاصة.
- تم تشكيل احتياطات قانونية واختيارية سنة 2008، حيث تم تشكيل احتياطات اختيارية بمبلغ 31 مليون دج، وهو ما يمثل 15 % من نتيجة سنة 2007. أما الاحتياطي القانوني، فقد شكل بالنسبة القانونية 5 % . وقد تم إدماج هذه الاحتياطات في رأس المال سنة 2009 عند رفع رأس مال المؤسسة.
- المؤونات التقية للمؤسسة في ارتفاع مستمر بنسبة نمو متوسطة قدرها 128 % وهذا تناسباً مع نمو التزامات المؤسسة الخارجية وتوسع نشاطها.

1-2-2- تطور عناصر الديون

- تتنوع ديون المؤسسة اتجاه مختلف الفاعلين من ديون اتجاه الشركاء، ديون مالية، ديون استثمارات، ديون استغلال وديون على المخزونات،... إلخ.
- تتميز جميع الحسابات الفرعية للديون بالارتفاع من سنة إلى أخرى على طول الفترة 2006-2009، ويرجع ذلك إلى اتساع نشاط المؤسسة وتفرع شبكتها من سنة إلى أخرى.
- تمثل الديون أكبر جزء من قيمة الخصوم، وهي في تزايد مستمر، إذ قدرت سنة 2006 بنسبة 33% من مجموع خصوم المؤسسة، لترتفع سنة 2007 إلى نسبة 43 %، وبالغلة نسبة 65 % ثم 66 % سنتي 2008 و2009 على الترتيب.
- من خلال نسبة الديون في الميزانية، يمكن القول أن مؤسسة أليانس للتأمينات تعتمد على التمويل عن طريق الديون، سواء من خلال القروض الممنوحة من طرف البنوك، أو تسهيلات الدفع التي تحصل عليها من طرف زبائنها. إلا أن ذلك يمكن أن يمثل تهديدا لاستمرارية المؤسسة في حال عجزها عن تسديد مستحقات الدائنين.
- ماعدا سنة 2006، فقد سجلت المؤسسة نتائج موجبة وهي في ارتفاع مستمر، إذ قدرت سنة 2009 بمبلغ 312 888 457 دج بنسبة ارتفاع تصل إلى 149 % . (سنة 2006 كانت سنة بداية نشاط المؤسسة).

2- تطور عناصر جدول حسابات النتائج خلال الفترة 2006-2009

- يوضح الجدول أدناه عناصر جدول حسابات النتائج لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009.

الجدول رقم (39): تطور جدول حسابات النتائج لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2009-2006

(دج)

تغير 09/08	2 009	تغير 08/07	2 008	تغير 07/06	2 007	2 006	
70%	2 790 307 957	80%	1 638 281 961	207%	909 940 492	296 424 262	أقساط مصدرة صافية
48%	75 320 506	79%	50 752 336	271%	28 407 617	7 661 334	تكلفة التأمين
5%	-13 767 471	120%	-13 102 246	376%	-5 950 765	-1 249 941	أقساط ملغاة
70%	2 851 860 992	80%	1 675 932 051	208%	932 397 344	302 835 655	الانتاج الصافي
50%	-673 538 181	144%	-448 076 096	55%	-183 752 602	-118 619 101	أقساط إعادة التأمين متنازل عنها
50%	-198 521 971	166%	-132 401 139	-2%	-49 775 511	-50 718 204	منح مؤجلة
59%	179 101 243	129%	112 406 228	96%	49 087 076	25 065 931	عمولة مستلمة لإعادة التأمين
120%	-36 740 696	486%	-16 725 393		-2 854 972		تحويل التكاليف
74%	-815 845 122	129%	-469 192 802	434%	-204 982 499	-38 352 482	خسائر
249%	-81 092 650	111%	-23 210 423	572%	-10 999 537	-1 637 672	عمولات مدفوعة
75%	1 225 223 615	32%	698 732 426	346%	529 119 299	118 574 127	هامش التأمين
60%	27 323 874	-7%	17 032 543	1092%	18 316 716	1 536 463	تحويل تكاليف الانتاج
32%	-19 058 535	41%	-14 455 302	34%	-10 248 944	-7 645 709	مواد ولوازم مستهلكة
58%	-227 485 275	90%	-144 053 204	67%	-75 801 549	-45 508 091	خدمات
59%	-374 595 116	53%	-235 617 844	151%	-154 289 361	-61 395 414	الأجور
61%	-68 279 356	111%	-42 538 698	228%	-20 156 800	-6 148 462	رسوم وضرائب
-18%	-13 437 298	248%	-16 432 130	1020%	-4 725 099	-421 811	مصاريف مالية
38%	-4 701 767	270%	-3 418 390	-10%	-924 784	-1 027 390	مصاريف متنوعة
19%	-38 039 549	49%	-31 896 739	59%	-21 357 935	-13 456 525	الاهتلاكات
116%	528 650 593	-7%	245 103 582	-1828%	262 785 918	-15 207 119	نتيجة الاستغلال
-85%	-6 304 458	-1173%	-42 594 475	1971%	3 971 430	191 737	ايرادات خارج الاستغلال
270%	-68 585 808	-14%	-18 547 293	161%	-21 444 736	-8 213 833	مصاريف خارج الاستغلال
22%	-74 890 266	250%	-61 141 768	118%	-17 473 306	-8 022 096	نتيجة خارج الاستغلال
116%	528 650 593	-7%	245 103 582	-1828%	262 785 918	-15 207 119	نتيجة الاستغلال
22%	-74 890 266	250%	-61 141 768	118%	-17 473 306	-8 022 095	نتيجة خارج الاستغلال
147%	453 760 328	-25%	183 961 815	-1156%	245 312 612	-23 229 214	نتيجة اجمالية للاستغلال
70%	-28 518 610	80%	-16 759 321	208%	-9 326 246	-3 028 357	مؤونة الضمان
172%	-112 353 261	40%	-41 366 049		-29 498 296		ضريبة على النتيجة
149%	312 888 457	-39%	125 836 445	-886%	206 488 071	-26 257 571	نتيجة صافية

المصدر: Rapport annual, alliance Assurances Spa, 2009, PP: 23-24.

من خلال جدول حسابات النتائج، يظهر أن مؤسسة أليانس للتأمينات سجلت خسارة سنة 2006 مقدارها 26 مليون دج، وهذا راجع إلى بداية نشاط المؤسسة في هذه السنة. لتتعلق بعدها المؤسسة في تحقيق نتائج موجبة ولكنها عرفت بعض التذبذبات، حيث انخفضت في 2008 مقارنة بسنة 2007 بنسبة 39 %، لتعاود الارتفاع سنة 2009 بنسبة 149 % مقارنة بسنة 2008.

النتيجة الموجبة في سنوات 2007، 2008 و 2009 سببها النشاط العادي للمؤسسة، إذ حققت المؤسسة طوال هذه السنوات نتيجة استغلال موجبة وبمعدل نمو موجب. أما النتيجة خارج الاستغلال فهي دائما سالبة وبالتالي تعمل على تخفيض النتيجة الإجمالية.

3- دراسة الوضعية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009

سيتم فيما يلي دراسة الوضعية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2006-2009 وذلك بتحليل المؤشرات وبعض النسب المالية المستنتجة من ميزانيات المالية الموافقة لهذه السنوات.

3-1- المؤشرات

يوضح الجدول أدناه الميزانية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2007-2009، وذلك بعد إجراء المعالجات الضرورية على مختلف عناصر الأصول والخصوم، وكذا إعادة ترتيبها من حيث سيولتها ودرجة استحقاقها.

الجدول رقم (40): الميزانية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2007-2009

السنة	2007	2008	2009	السنة	2007	2008	2009
الأصول الثابتة	608 296	628 240	711 126	الأموال الدائمة	742 268	761 404	1 273 223
الأصول المتداولة	619 706	1 346 027	2 848 209	أموال خاصة	722 809	749 180	1 267 612
أصول الاستغلال	2 750	2 564	6 792	ديون متوسطة وطويلة الأجل	19 459	12 224	5 611
الأصول المحققة	552 568	1 081 284	2 497 763	ديون قصيرة الأجل ما عدا التسبيقات	481 239	1 205 244	2 283 333
الخصينة	64 388	262 179	343 654	تسبيقات بنكية	4 495	7 619	2 779
مجموع الأصول	1 228 002	1 974 267	3 559 335	مجموع الخصوم	1 228 002	1 974 267	3 559 335

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على معالجة معطيات الجدول رقم (32) و(35).

وانطلاقا من الميزانية المالية أعلاه، يمكن حساب المؤشرات المالية الآتية: (دج)

البيان	2007	2008	2009
رأس المال العامل	133 972	133 164	562 097
احتياج رأس المال العامل	74 079	-121 396	221 222
الخصينة	59 893	254 560	340 875

3-1-1- رأس المال العامل

يلاحظ أن رأس المال العامل لمؤسسة أليانس للتأمينات موجب على طول الفترة 2007-2009، وهو ما يعني أن الأموال الدائمة للمؤسسة (أموال خاصة + ديون طويلة ومتوسطة الأجل) قادرة على تغطية الأصول الثابتة للمؤسسة. كما يلاحظ أن المؤسسة لا تعتمد بكثرة على الديون متوسطة وطويلة الأجل إذ لم تتجاوز نسبتها 2,63% من الأموال الدائمة.

يلاحظ أيضا ارتفاع كبير في رأس المال العامل لسنة 2009، إذ قدرت نسبة الزيادة بما يفوق 322%، ويرجع ذلك إلى الزيادة في رأس المال سنة 2009 والتي قدرت بمبلغ 300 مليون دج. ومنه فإن، الشرط الأدنى للتوازن محقق، وهو أن جميع الأصول طويلة المدى مغطاة برؤوس أموال طويلة ومتوسطة الأجل.

3-1-2- احتياج رأس المال العامل

يلاحظ أن احتياج رأس المال العامل موجب في سنة 2007، وهو ما يعني أن الديون قصيرة الأجل للمؤسسة غير كافية لتغطية أصولها المتداولة (أصول الاستغلال والأصول المحققة) وعليه وجب تخصيص جزء من الأموال متوسطة وطويلة الأجل بغية تغطيتها. أما في سنة 2008، فقد سجل احتياج رأس المال العامل إشارة سالبة، ويرجع ذلك إلى الزيادة الكبيرة في حجم الديون قصيرة الأجل والتي قدرت بنسبة 150 %، وهو ما جعل الديون قصيرة الأجل قادرة على تغطية الاستخدامات المتداولة للمؤسسة. أما في سنة 2009، فعاد احتياج رأس المال العامل ليأخذ الإشارة الموجبة نتيجة ارتفاع حقوق المؤسسة بنسبة تفوق 130 %، تقبلها نسبة زيادة في الديون تقدر بما يفوق 84 %.

3-1-3- الخزينة

خزينة المؤسسة موجبة على طول الفترة 2007-2009، وهو ما يعني أن المتاحات النقدية للمؤسسة قادرة على تغطية التسيبقات البنكية التي تتميز بمدة استحقاق قصيرة جدا. كما تعني الخزينة الموجبة أن رأس المال العامل قادر على تغطية احتياج رأس المال العامل والذي يمكن اعتباره استخداما دائما من طرف المؤسسة، وهو ما يمكن من استمرارية نشاط المؤسسة وتفادي أي انقطاع في الدورة الاستغلالية للمؤسسة.

تمثل الخزينة ما بين 5 إلى 13 % من قيمة أصول مؤسسة أليانس للتأمينات، وهو ما يمكن المؤسسة من مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل والمصاريف الطارئة. كما أنها لا تمثل تعطيلا لأموال المؤسسة.

والخزينة الموجبة تعني أن الشرط الضروري للتوازن المالي محقق من طرف المؤسسة. ومنه يمكن القول أن الوضعية المالية الإجمالية للمؤسسة جيدة وهي في حالة توازن.

3-2- التحليل عن طريق النسب المالية

سيتم معالجة النقاط الآتية:

3-2-1- نسب الهيكلية المالية

يمكن توضيح أهم النسب الخاصة بالهيكلية المالية من خلال الجدول أدناه:

2009	2008	2007	البيان	النسبة
179,04%	121,20%	122,02%	الأموال الدائمة الأصول الثابتة	نسبة تمويل الاستخدامات الثابتة
19,98%	31,82%	49,54%	الأصول الثابتة مجموع الأصول	نسبة الأصول الثابتة
55,38%	61,54%	144,36%	الأموال الخاصة مجموع الديون	نسبة التمويل الذاتي

- يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن نسبة تمويل الاستخدامات الثابتة أكبر من 100 %، وهي نتيجة لكون رأس المال العامل موجب. كما يلاحظ أنها قد سجلت ارتفاعا هاما سنة 2009 ويعود ذلك إلى زيادة رأس المال بمبلغ 300 مليون دج.

- قدرت نسبة الأصول الثابتة في 2007 بما يفوق 49 %، باعتبار أن سنة انطلاق النشاط كانت في 2006، وعليه كانت أهم أصول المؤسسة ممثلة في الاستثمارات المادية. ولكن بدء من سنة 2008 اتجهت هذه النسبة إلى الانخفاض، بسبب ارتفاع حقوق المؤسسة بنسبة 96 و 131 % سنتي 2008 و2009 على التوالي.

- يلاحظ انخفاض في نسبة التمويل الذاتي، إذ قدرت سنة 2007 بنسبة 144 %، لتبلغ سنتي 2008 و2009 نسبة 61 و 55 % على التوالي وهذا رغم الزيادة في رأس المال سنة 2009.

- الارتفاع المستمر في حجم الديون خاصة قصيرة الأجل يعرض المؤسسة إلى خطر عدم القدرة على السداد، وبالتالي إلى إعلان إفلاسها، وهو ما يهدد وجود المؤسسة مستقبلا.

3-2-2- نسب المردودية

يمكن توضيح أهم النسب الخاصة بالمردودية المالية للمؤسسة من خلال الجدول أدناه:

2009	2008	2007	البيان	النسبة
11%	8%	22%	النتيجة الصافية المنح الصافية	معدل الربحية
80%	85%	76%	المنح الصافية مجموع الأصول	مردودية الأصول
445%	396%	246%	مجموع الخصوم الأموال الخاصة	أثر الرافعة المالية
39%	25%	41%	النتيجة الصافية الأموال الخاصة	مردودية الأموال الخاصة

- يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معدل الربحية لمؤسسة أليانس للتأمينات متذبذب، حيث انخفض سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، ويعود ذلك إلى انخفاض في النتيجة وارتفاع في المنح المصدرة. ليعاود الارتفاع سنة 2009 بسبب الارتفاع المحسوس في النتيجة الصافية للمؤسسة.
- فيما يخص مردودية الأصول، فهي مرتفعة نوعا ما، وهو ما يدل على ارتفاع مستوى النشاط الخاص بالمؤسسة، حيث إن القيمة الصافية للمنح في ارتفاع مستمر، وهو ما يجعل هذه النسبة ترتفع. ولكن يلاحظ انخفاضها سنة 2009 بسبب زيادة رأس المال وما صاحبه من ارتفاع في أصول المؤسسة.
- بالنسبة للرافعة المالية فهي في ارتفاع مستمر، وهو ما يدل على اعتماد المؤسسة على التمويل بالديون، وهو ما يمنحها الفرصة لتعظيم مردوديتها المالية. ولكن في المقابل فإن مخاطر الإفلاس في ارتفاع مستمر كلما زادت نسبة الاستدانة.
- تمثل مردودية الأموال الخاصة حاصل ضرب معدل الربحية ومردودية الأصول وأثر الرافعة المالية. وهي نسب مرتفعة، خاصة وأن المؤسسة في أول سنوات نشاطها (بداية النشاط سنة 2006). حيث قدرت سنة 2007 بنسبة 41 %، انخفاض سنة 2008 إلى نسبة 25 % بسبب انخفاض النتيجة الصافية ما أدى إلى انخفاض معدل الربحية، لتعاود الارتفاع سنة 2009 إلى ما يفوق 39 % بسبب أثر الرافعة المالية من جهة، ومن جهة أخرى إلى ارتفاع معدل الربحية.

3-2-3- نسب الخزينة

يمكن توضيح أهم النسب الخاصة بالخزينة من خلال الجدول أدناه:

النسبة	البيان	2007	2008	2009
نسبة الخزينة العامة	الأصول المتداولة	129%	112%	125%
	الديون قصيرة الأجل			
نسبة الخزينة المختصرة	الأصول المتداولة ما عدا قيم الاستغلال	128%	111%	124%
	الديون قصيرة الأجل			
نسبة الخزينة الفورية	المتاحات	13%	22%	15%
	الديون قصيرة الأجل			

- يلاحظ أن نسبة الخزينة العامة والمختصرة للمؤسسة متقاربتان، وذلك أن قيم الاستغلال في المؤسسة قليلة جدا، كما أنها أكبر من 100 %، وهو ما يعني قدرة المؤسسة على مواجهة احتياجاتها على المدى القصير من خلال أصولها ذات السيولة المتوسطة.
- فيما يخص نسبة السيولة المختصرة، فقد قدرت بنسبة 13 % سنة 2007، لترتفع إلى نسبة 22 % سنة 2008، ثم تنخفض سنة 2009 إلى نسبة 15 %، وهذا رغم أن المتاحات النقدية للمؤسسة في ارتفاع مستمر، وبالتالي يمكن إرجاع انخفاض نسبة الخزينة الفورية إلى ارتفاع الديون قصيرة الأجل للمؤسسة.

المطلب الثاني: تقييم مؤسسة أليانس للتأمينات وسعر الدخول إلى البورصة

لقد تم تقييم مؤسسة أليانس للتأمينات من طرف مكتب خبرة محاسبي معتمد (خبير محاسبي ومحافظ حسابات).

وقد اعتمد مكتب الدراسات في تقييمه لمؤسسة أليانس للتأمينات على توليفة من خمس طرق رئيسية هي:

- الأصول المحاسبية الصافية المصححة؛
- القيمة المحاسبية التقديرية؛
- استحداث التدفقات الصافية؛
- طريقة الموجودات؛
- طريقة المقارنة ومضاعف السوق.

1- الأصول المحاسبية الصافية المصححة

يمكن توضيح قيمة مؤسسة المساهمة أليانس للتأمينات في 31 ديسمبر 2009 استنادا إلى الأصول المحاسبية الصافية المصححة من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (41): الأصول المحاسبية الصافية لمؤسسة أليانس للتأمينات (دج)

البيان	القيمة بتاريخ 2009/12/31
رأس المال الاجتماعي	800 000 000
الاحتياط القانوني	-
الاحتياط الاختياري	-
المؤونات التقنية	95 777 513
نتيجة قيد التخصيص	-6 461 329
نتيجة صافية للدورة المالية	324 986 499
مصاريف إعدادية	789 537
انحراف إعادة التقييم	82 156 878
انحراف الجرد	-1 666 608
تكيف الاستثمارات	-400 000
تكيف أقساط التأمين	-4 362 734
تكيف الحقوق على المؤمنين	-45 455 685
الأصول الصافية	1 243 784 997

المصدر: Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, p : 09

يقدر عدد أسهم شركة المساهمة أليانس للتأمينات في نهاية سنة 2009 ما مقدراه أربعة ملايين (4 000 000) سهم، وعليه فإن قيمة السهم الواحد وفق هذه الطريقة هو 311 دج للسهم الواحد (1 243 784 997/ 4 000 000).

2- القيمة المحاسبية التقديرية

تعتمد هذه الطريقة على التنبؤ بأصول المؤسسة على طول الفترة 2010-2015. ومن ثم أخذ القيمة المتوسطة للسهم.

ويمكن عرض الأصول الصافية التقديرية للمؤسسة من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (42): الأصول الصافية التقديرية لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2010-2015

(1000 دج)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	البيان
2200000	2200000	2200000	2200000	2200000	2200000	رأس المال الاجتماعي
254105	240817	174197	109588	67708	30604	الاحتياطيات
233187	207652	181129	157213	136728	101994	المؤونات التقنية
3280060	2393980	1731407	1050342	652883	282284	نتيجة قيد التخصيص
1333692	1094873	864066	697358	704973	581482	نتيجة صافية للدورة
7301045	6137323	5150801	4214502	3762293	3196364	الأصول الصافية
11000000	11000000	11000000	11000000	11000000	11000000	عدد الأسهم
664	558	468	383	342	291	قيمة السهم الواحد (دج)

المصدر: Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, P 10

مقارنة بسنة 2009، يلاحظ ارتفاع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات إلى حدود ملياريين ومائتي مليون دج. وهو نتاج عملية رفع رأس المال عن طريق اللجوء العلني للدخار.

تقدر قيمة السهم الواحد وفق هذه الطريقة بالمتوسط الحسابي خلال الفترة 2010-2015 ومع الأخذ بعين الاعتبار قيمة السهم الناتجة عن طريقة الأصول المحاسبية الصافية المصححة لسنة 2009، وعليه يمكن عرض قيمة السهم كما يلي:

قيمة السهم الواحد = $(664 + 558 + 468 + 383 + 342 + 291 + 311) / 7 = 430$ دج للسهم.

3- قيمة السهم باستعمال التدفقات النقدية (Free Cash-flows)

تسمح هذه الطريقة للمستثمرين من معرفة مدى قدرة المؤسسة على تغطية ديونها، وإنتاج تدفقات صافية تمكنهم من الحصول على تعويض على الأموال المستثمرة.

وتحسب قيمة المؤسسة اعتمادا على هذه الطريقة من خلال العلاقة الآتية:

$$V = \sum_{i=1}^N \frac{FCF_i}{(1+t)^i} + \frac{VT_N}{(1+t)^N}$$

حيث إن:

FCFi: التدفق النقدي الحر للسنة i.

N: عدد السنوات (N=5).

VT: القيمة النهائية، وتعطى من خلال العلاقة $VT = \frac{FCFN*(1+g)}{(t-g)}$ ، حيث g: يمثل معدل النمو السرمدى للتدفقات النقدية الحرة، وقد تم تقديره من طرف مكتب الخبرة المحاسبية المكلف بتقييم مؤسسة أليانس للتأمينات بنسبة 3 %.

t: معدل الاستحداث. الهيكلية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات مطابقة للهيكلية المالية لباقي مؤسسات التأمين، من حيث إن نسبة الحقوق المرتفع نسبيا. وقد تم تحديد معدل الاستحداث بنسبة 20 %، حيث أن 12 % تمثل معدل الاستحداث في الدول المتطورة والمصادق عليه من طرف وكالات التنقيط الدولية، ويضاف إليها نسبة 5% للحبطة، و زيادة أخرى بنسبة 3 % لحدثة إنشاء المؤسسة.

ويمكن توضيح التدفقات النقدية المستحدثة بمعدل 20 % خلال الفترة 2010-2015 من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (43): التدفقات النقدية المستحدثة خلال الفترة 2010-2015 (1000 دج)

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015
التدفقات النقدية	63050	-408409	700179	922459	1265385	1528537
$(1+t)^n$	1,2	1,44	1,728	3047,718	2,488	2,985
التدفقات النقدية المستحدثة	63050	-340341	486236	533831	508530	511904
مجموع التدفقات النقدية المستحدثة	1763210					
القيمة النهائية	8220781					
القيمة النهائية المستحدثة	2753123					
قيمة المؤسسة	4807357					
عدد الأسهم	4000000					
قيمة السهم الواحد (دج)	1201					

المصدر: Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, p : 11

وعليه، تبلغ قيمة السهم الواحد لمؤسسة أليانس للتأمينات حسب هذه الطريقة 1201 دج.

4- تقييم المؤسسة وفق طريقة الموجودات (méthode Patrimoniale)¹

قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة انطلاقا من مجموع الخصوم المرجحة بالديون هي 3940402000 دج، وهو ما يعطي قيمة للسهم الواحد تساوي بالتقريب مبلغ 985 دج.

5- قيمة المؤسسة حسب طريقة المقارنة ومضاعف السوق²

في الوقت الراهن، لا توجد مؤسسة بنفس خصائص مؤسسة أليانس للتأمينات وتنشط في نفس القطاع مسعرة في بورصة الجزائر، وبالتالي لا يوجد مرجع يمكن من خلاله تقييم مؤسسة أليانس للتأمينات.

ولكن، بالنظر إلى دول الجوار وبعض دول حوض البحر الأبيض المتوسط كتركيا مثلا، يسمح هذا بتحديد مرجع للمعاملات بالاعتماد على رقم الأعمال الخاص بالمؤسسة.

حققت مؤسسة أليانس للتأمينات في سنة 2009 رقم أعمال صافي يقدر بمبلغ 2 790 308 000 دج، وباستعمال مضاعف سوق يقدر 1,5 (القيمة الأكثر تحفظا)، فإن قيمة مؤسسة أليانس للتأمينات تساوي 4 185 462 000 دج. ويمكن استعمال مضاعف يصل إلى 2 بسبب توسع السوق على المدى خمس (05) سنوات المقبلة، وبالتالي قيمة المؤسسة في هذه الحالة تساوي 5 924 270 000 دج. وهو ما يعني قيمة للسهم الواحد بما يفوق 1481 دج.

يمكن استعمال مضاعف آخر ويتمثل في مضاعف منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث يقدر المضاعف ب 1,7. وهو ما يعني قيمة للمؤسسة بما يفوق 5 087 178 000 دج. أي سعر السهم الواحد يساوي 1271 دج.

6- سعر الدخول الرسمي إلى البورصة

لقد تم ترجيح مختلف الطرق وفق المعاملات الآتية:

- 10 % بالنسبة لقيمة المؤسسة حسب الأصول المحاسبية الصافية المصححة.
- 30 % من القيمة المحاسبية التقديرية للمؤسسة.
- 25 % من قيمة المؤسسة على أساس التدفقات النقدية.
- 25 % على أساس قيمة موجودات المؤسسة.
- 10 % من قيمة المؤسسة على أساس المقارنة ومضاعف السوق.

من بين العوامل التي تم أخذها بعين الاعتبار من أجل تحديد هذه الترجيحات ما يلي:

¹ Notice d'information pour augmentation du capital, Alliance Assurances SPA, 2010, p : 12.

² Idem, p : 12.

- درجة الثقة الخاصة بكل قيمة.
- الخطر المرتبط بالمحيط الذي تنشط فيه المؤسسة وكذا طبيعة نشاط المؤسسة.

ويمكن إبراز سعر الدخول إلى البورصة من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (44): سعر الدخول الرسمي الى البورصة من طرف أليانس للتأمينات

الطريقة	سعر السهم	نسبة الترحيح	السعر بعد الترحيح
الأصول المحاسبية الصافية	311	10 %	31,1
القيمة المحاسبية التقديرية	430	30 %	129
استحداث التدفقات الصافية الحرة	1 201	25 %	300,25
طريقة الموجودات	985	25 %	246,25
طريقة المقارنة ومضاعف السوق	1 271	10 %	127,1
السعر المرجح لسهم أليانس للتأمينات (دج)			833,7

حسب الترحيحات المعتمدة من طرف مكتب الخبرة المحاسبي، فان سعر سهم مؤسسة المساهمة أليانس للتأمينات يقدر بمبلغ يقارب 834 دج للسهم الواحد.

حددت مؤسسة أليانس للتأمينات سعر الإصدار الرسمي لأسهمها بمبلغ 830 دج، أي بتخفيض قدره أربعة (04) دج عن السعر المقترح من طرف مكتب الخبرة المحاسبية.

المبحث الثالث: عرض نتائج عملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات

سيتم في المبحث عرض عملية رفع رأس المال التي قامت بها مؤسسة أليانس للتأمينات من خلال اللجوء إلى الادخار العلني، من خلال عرض مراحل وإجراءات الدخول إلى سوق الأوراق المالية، وكذا عرض أهم النتائج المتعلقة بهذه العملية، وهذا من خلال المطلبين الآتيين:

- تقديم عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات؛
- نتائج عملية رفع رأس المال؛

المطلب الأول: تقديم عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات

سيتم من خلال هذا المطلب دراسة النقاط الآتية:

- قرار مجلس الإدارة برفع رأس المال عن طريق اللجوء إلى الادخار العلني؛
- خصائص عملية رفع رأس المال؛
- التقسيم الأولي للعرض؛
- معالجة طلبات الاكتتاب؛

1- قرار مجلس الإدارة برفع رأس المال عن طريق اللجوء إلى الادخار العلني

اجتمعت الجمعية العامة الاستثنائية لشركة المساهمة أليانس للتأمينات في الحصة المنعقدة بتاريخ 21 جوان 2010، وقد اعتمدت رفع رأس مال المؤسسة المقترح من طرف مجلس الإدارة المجتمع في 21 جوان 2010. هذه الزيادة موجهة لمطابقة القانون الأساسي للمؤسسة مع المرسوم التنفيذي رقم 95-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 والمتعلق برأس المال الأدنى لمؤسسات التأمين.

خلال نفس الجمعية العامة الاستثنائية، تم إقرار تخفيض القيمة الاسمية للسهم الواحد لمؤسسة أليانس للتأمينات من مبلغ 5000 دج للسهم الواحد إلى مبلغ 1000 دج. وفي 29 جوان 2010 تم اتخاذ قرار جديد يقضي بتقسيم القيمة الحالية للسهم أي 1000 دج على خمسة (05) أسهم بقيمة اسمية تقدر بمبلغ 200 دج للسهم الواحد.

عملية رفع رأس المال التي أقرتها الجمعية العامة الاستثنائية كانت من خلال اللجوء إلى الادخار العلني عن طريق إصدار أسهم جديدة للاكتتاب العام، على أن يتم تسجيلها في البورصة من أجل التداول عليها. بلغ عدد الأسهم المتفق على إصدارها 1 804 511 سهم جديد بقيمة اسمية تقدر بمبلغ 200 دج، وقد حدد سعر الإصدار بمبلغ 830 وهو الناتج عن عملية التقييم الاقتصادي للمؤسسة، أي بعلاوة إصدار تقدر بمبلغ 630 دج.

أوكلت الجمعية العامة الاستثنائية لمجلس الإدارة ومديره السيد حسان خليفاتي السلطة الضرورية من أجل تجسيد عملية رفع رأس المال، بتحديد الطرق وإجراء التعديلات الضرورية على القانون الأساسي للمؤسسة.

2- خصائص عملية رفع رأس المال

يمكن إجمال أهم خصائص عملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات من خلال ما يلي:

- المصدر: مؤسسة أليانس للتأمينات.
- رأس المال الاجتماعي: 800 000 000 دج.
- نوعية الأسهم: أسهم عادية، وهي أسهم منزوعة الصفة المادية ومقيدة في الحساب.
- البنك المرافق للمؤسسة: القرض الشعبي الجزائري.
- نقابة الإصدار: تتكون نقابة الإصدار والتوظيف من البنوك الآتية:
 - بنك الفلاحة والتنمية الريفية.
 - البنك الخارجي الجزائري
 - البنك الوطني الجزائري.
 - الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque.

- .BNP PARIBAS
- .SOCIETE GENERALE
- بنك التنمية المحلية.
- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: رقم 02-2010 بتاريخ 8 أوت 2010.
- السعر الاسمي للسهم: 200 دج.
- سعر الإصدار: 830 دج.
- عدد الأسهم المصدرة: 1 804 511 سهما جديدا.
- فترة الاكتتاب: من 02 نوفمبر 2010 إلى 01 ديسمبر 2010.
- الأرباح وفوائض القيمة الناتجة عن بيع أسهم شركة أليانس للتأمينات معفاة كلياً من الضريبة على الدخل الإجمالي والضريبة على أرباح الشركات إلى غاية 31 ديسمبر 2013. وهذا بموجب المادة رقم 63 من القانون رقم 11-20 المؤرخ في 24 ديسمبر 2002، الخاص بقانون المالية لسنة 2003، المعدلة والمتممة من طرف المادة رقم 64 من قانون المالية لسنة 2009.
- ممارسة الحق التفضيلي في الاكتتاب: لم يوجد إلا المساهم "شركة المغرب للمركبات" وهي شركة ذات اسهم، الذي مارس حق الاكتتاب التفضيلي بصفة غير قابلة للتخفيض بالتناسب مع عدد الاسهم التي توجد بحوزته والمقدرة بنسبة 5%. وعليه، كانت حصته من الاصدار الجديد 90 229 سهم جديد (1 804 511 X 5%). أما باقي المساهمين فقد تنازلوا عن حقوقهم التفضيلية في الاكتتاب.

3- التقسيم الأولي للعرض

تم تقسيم أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات المعروضة للاكتتاب العام إلى خمس (05) مجموعات رئيسية هي:

3-1- القسم "أ": الأشخاص الطبيعيون ذوو الجنسية الجزائرية

تم منح هذا القسم نسبة اكتتاب تقدر بنسبة 33,30% من إجمالي الأسهم المعروضة، أي ما مقداره 600 000 سهم، وقد تم اعتماد خمس (05) أسهم كأدنى حد يمكن شراؤه، أما الحد الأقصى للاكتتاب فقد قدر ب 50 000 سهم.

3-2- القسم "ب": المستثمرون المؤسسيون

تنحصر هذه الفئة من المستثمرين في البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة من طرف بنك الجزائر، مؤسسات التأمين وإعادة التأمين المعتمدة، الوسطاء في عمليات البورصة، هيئات التوظيف الجماعية في القيم المنقولة، شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير وصناديق التوظيف الجماعي، شركات رأس المال المخاطر المعتمدة والصناديق الاستثمارية.

تم تخصيص نسبة 28,5 % من العدد الإجمالي للأسهم لهذا القسم، وهو ما يساوي 514 286 سهم. ويبلغ الحد الأدنى للاكتتاب من طرف هذا القسم بحجم 1000 سهم، أما الحد الأقصى فقد تم تحديده بعدد 250 000 سهم.

3-3- القسم "ج": الأشخاص المعنويون ذوو الجنسية الجزائرية باستثناء الأشخاص المعنويين من المؤسسات الذين تم ذكرهم في القسم "ب":

تم منحهم القدرة على الاكتتاب إلى غاية 33,5 % من إجمالي عدد الأسهم المعروضة للبيع، وهو ما يعادل 604 511 سهما. وقد بلغ الحد الأدنى للاكتتاب لهذا الصنف من المستثمرين بحجم 1000 سهم، أما الحد الأقصى فقدر بعدد 250 000 سهم لكل مستثمر.

3-4- الصنف "د": الوكلاء العامون لشركة أليانس للتأمينات

تم تخصيص نسبة 2,40 % من إجمالي الأسهم المعروضة للاكتتاب العام لهذه الشريحة من المستثمرين، وهو ما يعادل 42 857 سهم. وقد بلغ الحد الأدنى للاكتتاب بحجم 20 سهما، مع حد أقصى لا يجب تجاوزه بعدد 1400 سهم.

تستفيد هذه الفئة من تخفيض على سعر الاكتتاب بنسبة 10 %، حيث لا يدفعون سوى 90 % من سعر الإصدار، أي ما مقداره 747 دج للسهم الواحد، 200 دج تمثل القيمة الاسمية للسهم أما مبلغ 547 دج فهي تمثل علاوة الإصدار لهذه الفئة. وبعد القرض الشعبي الجزائري الوسيط الوحيد المخول بجمع اكتتابات هذه الفئة (الوكلاء العامون لشركة أليانس للتأمينات).

3-5- الصنف "هـ" العمال الأجراء في مؤسسة أليانس للتأمينات

خصصت لهم نسبة 2,4 % من العرض، وهو ما يعادل 42 857 سهم، وقد قدر الحد الأدنى للاكتتاب بحجم 20 سهما للعامل الواحد، أما الحد الأقصى فقدر بعدد 1400 سهم.

تستفيد هذه الفئة من تخفيض على سعر الاكتتاب بنسبة 10 %، حيث لا يدفعون سوى 90 % من سعر الإصدار، أي ما مقداره 747 دج للسهم الواحد، 200 دج تمثل القيمة الاسمية للسهم أما مبلغ 547 دج فهي تمثل علاوة الإصدار لهذه الفئة. وبعد القرض الشعبي الجزائري الوسيط الوحيد المخول بجمع اكتتابات هذه الفئة (العمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات).

في حالة ما إذا كان اكتتاب أي فئة أقل من النسبة المخصصة لها في التقسيم الأولي، فإن الفرق يتم اكتتابه بالأولوية للصنف "أ" ثم الصنف "ب" ثم الصنف "ج" ثم الصنف "د" ثم الصنف "هـ".

4- معالجة طلبات الاكتتاب

يتم تجميع جميع طلبات الاكتتاب المقدمة على أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات من طرق شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (بورصة الجزائر). والتي تخول لها صلاحيات رفض أي طلب اكتتاب لا يتوافق والشروط المنصوص عليها.

يحق لكل مستثمر إيداع مذكرة اكتتاب واحدة فقط في نفس الصنف (أ، ب، ج، د أو هـ). وفي حالة وجود أكثر من مذكرة اكتتاب لنفس المستثمر في نفس الصنف، فإن شركة تسيير بورصة القيم تأخذ بعين الاعتبار المذكرة التي تحتوي على أكبر طلب للاكتتاب في أسهم المؤسسة فقط.

تخصيص الأسهم لكل مستثمر يتم على أساس طلبات الاكتتاب المقبولة وليست المرفوضة، لكل صنف كما يلي:

- في حالة عدد الأسهم المقبولة في صنف ما أكبر من عدد الأسهم المخصصة لهذا الصنف، في هذه الحالة سيتم تخفيض الاكتتابات بطريقة متساوية. يعتمد التوزيع حسب المرحلة على منح جميع المكتتبين العدد الأقصى للاكتتاب في حدود الأسهم المطلوبة. يمكن أن ينتج حسب هذا التوزيع رصيد يتم توزيعه بمنح أسهم إضافية إلى المستثمر صاحب أعلى عدد من الأسهم، ثم إلى المستثمرين صاحبي تاريخ الاكتتاب الأقرب إلى تاريخ الاكتتاب الرسمي ثم عشوائيا.

- في حالة ما إذا كان عدد الأسهم المقبولة في صنف ما أقل أو تساوي العدد المخصص لها في التقسيم الأولي، هنا سيتم إرضاء جميع طلبات الاكتتاب بنسبة 100 %.

المطلب الثاني: نتائج عملية رفع رأس المال

سيتم من خلال هذا المطلب دراسة النقاط الآتية:

- التقسيم النهائي لعملية الاكتتاب؛
- الاكتتاب والتخصيص حسب الولايات؛
- الاكتتاب والتخصيص حسب أعضاء نقابة التوظيف؛

1- التقسيم النهائي لعملية الاكتتاب

لقد جرت عملية الاكتتاب الخاصة بسهم شركة المساهمة أليانس للتأمينات على مدار الفترة الممتدة من 2 نوفمبر إلى 1 ديسمبر 2010، وذلك على مستوى جميع الوكالات البنكية التابعة لبنوك نقابة التوظيف على المستوى الوطني.

لقد تم تعديل التقسيم الأولي المنصوص عليه في البداية بموجب مقرر من لجنة المتابعة وبالتشاور مع المصدر، عند إقفال عملية الاكتتاب وذلك بهدف تكييفه مع الطلب الذي تم إيدأوه وتلبية العدد الأقصى من المستثمرين في القسم "أ" (الأشخاص الطبيعيون ذوو الجنسية الجزائرية).

ويمكن توضيح تقسيم عملية الاكتتاب النهائية من خلال الجدول أدناه:

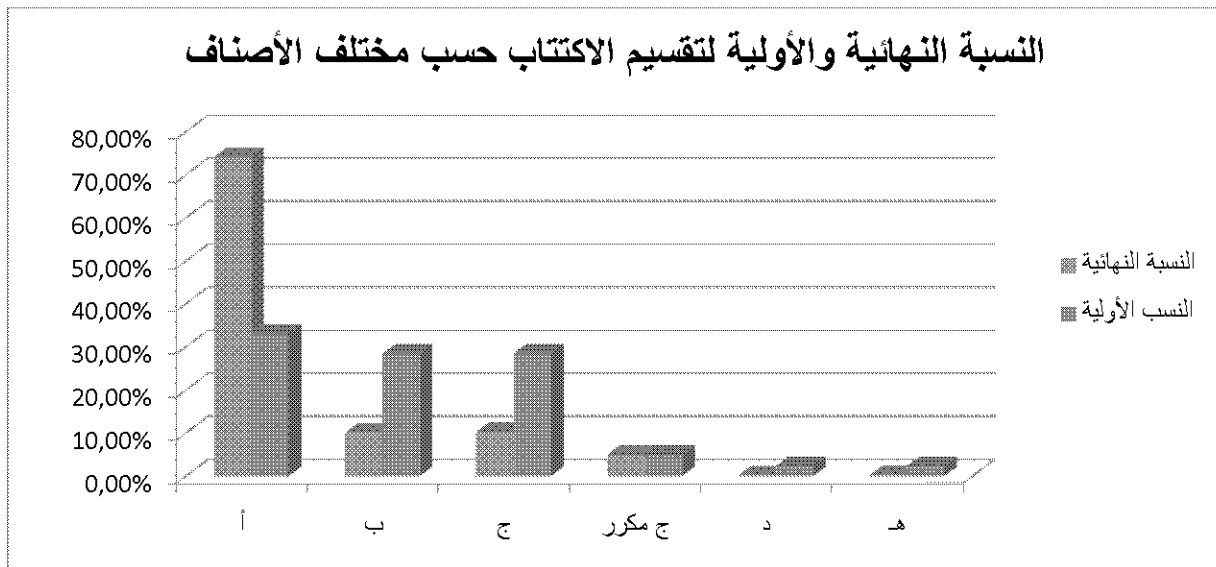
الجدول رقم (45): تقسيم عملية الاكتتاب في أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات

رمز القسم	فئة المستثمرين	عدد الأسهم الممنوحة	النسبة
أ	الأشخاص الطبيعيون ذوو الجنسية الجزائرية	1 338 346	74,17%
ب	المستثمرون المؤسسيون	181 625	10,07%
ج	الأشخاص المعنويون ذوو الجنسية الجزائرية	186 022	10,31%
ج مكرر	شركة المغرب للعربات ش.ذ.أ	90 226	5,00%
د	الوكلاء العامون لشركة التأمين أليانس للتأمينات	3 635	0,20%
هـ	العمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات	4 657	0,26%
	المجموع	1 804 511	100%

المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010، ص 30.

ويمكن عرض النسب النهائية والأولية لتقسيم الاكتتاب في أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات وفق كل صنف من المستثمرين حسب الشكل أدناه:

الشكل رقم (17): النسب النهائية والأولية لتقسيم الاكتتاب في أسهم أليانس للتأمينات



المصدر: تم إعداد الجدول بناء على معطيات الجدول رقم (45).

نتيجة الطلب الكبير المقدم من طرف الأشخاص الطبيعيين ذو الجنسية الجزائرية (المستثمرين من الصنف "أ")، فقد قامت مؤسسة أليانس للتأمينات بالتشاور مع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتغيير نسب الاكتتاب الأولية من أجل تمكين هذه الفئة من المشاركة الواسعة في العملية. وهو ما مكنها من الاكتتاب في ما يزيد عن 74 % من مجموع الأسهم المطروحة للبيع، وهذا مقابل نسبة أولية لا تفوق 33 %.

رغم أن مؤسسة أليانس للتأمينات تعد أول مؤسسة جزائرية خاصة تطرح أسهما للاكتتاب العام من أجل رفع رأس مالها، إلا أن التجاوب الجماهيري كان واسعاً، وهو ما يعكس الرغبة الكبيرة لهذا الأخير في الاستثمار المالي.

العمل على تلبية أكبر قدر ممكن من اكتتاب الأشخاص الطبيعيين ذوي الجنسية الجزائرية (الصنف "أ") جعل من نسبة اكتتاب المستثمرين المؤسسيين والأشخاص المعنويين تنخفض بصفة كبيرة، إذ انخفضت نسبة اكتتاب المستثمرين من الصنف "ب" من 28 % إلى حدود 10 % ومستوى الانخفاض نفسه تم تسجيله على المستثمرين من الصنف "ج" (من 28 % إلى 10 %).

أما بالنسبة للوكلاء العامون والعمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات فإنهم لم يقوموا بالاكتتاب في كل الحصص المخصصة لهم، وهذا رغم المعاملة التفضيلية التي حظوا بها خاصة من خلال السعر المخفض المخصص لهم، حيث قدر سعر الاكتتاب بالنسبة لهم بمبلغ 747 دج، أي بتخفيض قدره 10 % عن سعر الإصدار والمقدر بمبلغ 830 دج. حيث قدرت نسبة اكتتاب الوكلاء العامون 0,2 % بدل النسبة الأولية 2,4 %، و0,26 % بالنسبة للعمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات بدل النسبة الأولية المخصصة لهم والمقدرة ب 2,4 % من مجموع الأسهم المعروضة للبيع.

2- الاكتتاب والتخصيص حسب الولايات

تم إجراء عمليات الاكتتاب على سهم شركة المساهمة أليانس للتأمينات على كافة أرجاء التراب الوطني، من خلال الوكالات البنكية التابعة لنقابة التوظيف والتي أشرفت على عملية الاكتتاب.

ويبين الجدول أدناه عدد الأوامر المقدمة ونسبة تلبية الطلبات حسب كل ولاية.

الجدول رقم (46): توزيع الاكتتاب على مختلف ولايات الوطن

الولاية	الكمية المطلوبة	عدد مقدمي الأوامر	الكمية المعتمدة	الكمية الممنوحة	نسبة التلبية	نسبة الاكتتاب
16 الجزائر	1 234 195	1 248	1 202 113	771 200	64,15%	42.74%
31 وهران	153 045	276	151 540	115 433	76,17%	6.40%
13 تلمسان	155 610	255	153 980	102 911	66,83%	5.70%

5.47%	92,92%	98 788	106 313	264	111 543	بجاية	6
3.26%	60,81%	58 802	96 698	186	98 498	تيارت	14
2.84%	91,71%	51 335	55 973	174	57 418	قسنطينة	25
2.30%	100,00%	41 530	41 530	81	42 612	ميلة	43
2.23%	99,98%	40 267	40 276	175	40 287	الشلف	2
2.14%	82,02%	38 589	47 047	276	47 357	باتنة	5
2.13%	77,31%	38 492	49 791	136	51 291	البلدية	9
1.77%	100,00%	31 996	31 996	94	31 996	ورقلة	30
1.66%	92,80%	29 869	32 187	99	32 187	عنابة	23
1.36%	91,00%	24 598	27 031	109	27 271	جيجل	18
1.33%	59,35%	23 956	40 364	165	40 384	سطيف	19
1.31%	100,00%	23 575	23 575	96	23 575	معسكر	29
1.29%	94,98%	23 255	24 484	233	24 509	عين الدفلى	44
1.28%	30,72%	23 100	75 184	112	75 271	تيزي وزو	15
1.10%	93,35%	19 764	21 173	64	21 173	بومرداس	35
1.01%	57,42%	18 177	31 657	30	31 657	المسيلة	28
0.96%	100,00%	17 378	17 378	81	17 528	غليزان	48
0.88%	100,00%	15 846	15 846	35	15 846	أم البواقي	4
0.85%	100,00%	15 408	15 408	75	15 608	عين تيموشنت	46
0.85%	100,00%	15 341	15 341	163	15 953	تيزازة	42
0.72%	100,00%	13 032	13 032	64	13 802	سيدي	22
0.66%	100,00%	11 955	11 955	73	11 955	أدرار	1
0.66%	77,74%	11 902	15 310	44	15 310	المدية	26
0.62%	100,00%	11 276	11 276	52	11 276	سكيكدة	21
0.59%	100,00%	10 570	10 570	76	10 405	تبسة	12
0.55%	87,57%	9 931	11 340	56	11 405	سعيدة	20
0.54%	62,81%	9 828	15 646	18	15 646	برج	34
0.52%	100,00%	9 447	9 447	158	9 447	مسنغانم	27
0.50%	99,25%	9 071	9 140	48	9 140	قائمة	24
0.48%	100,00%	8 623	8 623	43	8 623	الوادي	39
0.47%	50,43%	8 555	16 963	60	16 963	غرداية	47

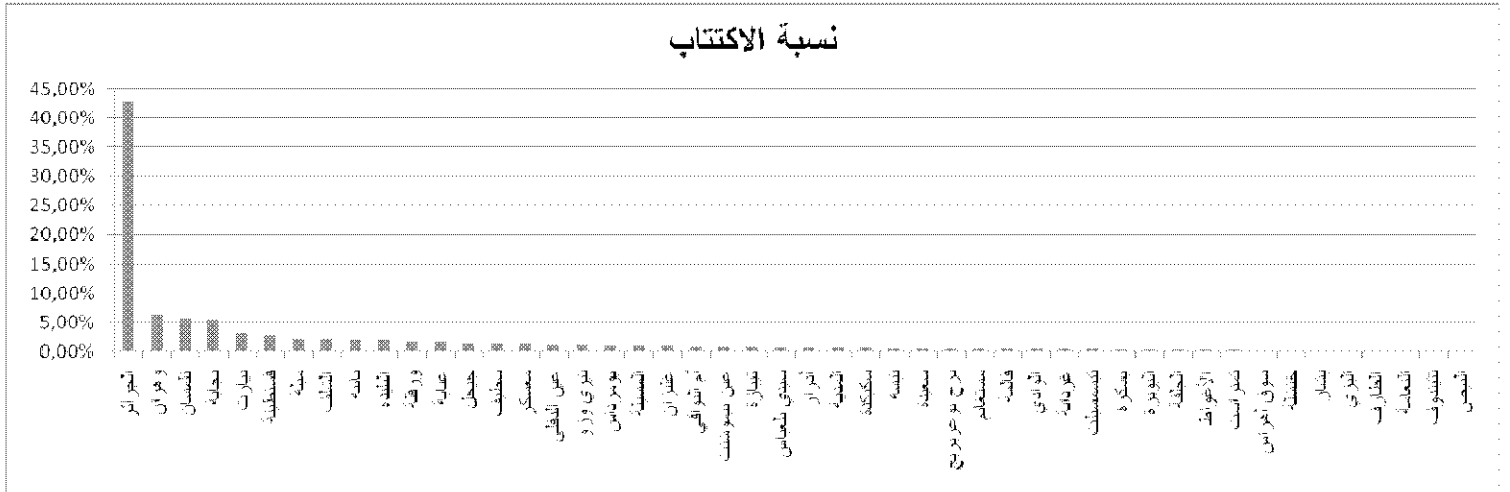
0.44%	100,00%	7 963	7 963	72	8 223	تيممسييلت	38
0.36%	100,00%	6 509	6 509	98	6 529	بسكرة	7
0.35%	23,66%	6 355	26 860	28	26 860	البويرة	10
0.34%	100,00%	6 185	6 185	106	6 245	الجلفة	17
0.31%	100,00%	5 664	5 664	57	5 664	الأغواط	3
0.31%	100,00%	5 631	5 631	24	5 631	تمنراست	11
0.25%	100,00%	4 490	4 490	33	4 490	سوق أهراس	41
0.13%	100,00%	2 385	2 385	24	2 385	خنشلة	40
0.11%	100,00%	1 975	1 975	11	1 975	بشار	8
0.09%	100,00%	1 701	1 701	31	1 701	اليزي	33
0.06%	100,00%	1 172	1 172	20	1 172	الطارف	36
0.02%	100,00%	329	329	7	329	النعامة	45
0.01%	100,00%	200	200	4	200	تندوف	37
0.01%	100,00%	142	142	11	142	البيض	32
100.00%	-	1 804 511	2 521 393	5 645	2 570 332	المجموع	

المصدر: التقرير السنوي للجنة تسيير عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2010، ص ص: 32-34.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن الكمية المطلوبة المعتمدة والموافقة للشروط المنصوص عليها بلغت 2 521 393 سهم مقدمة من طرف 5 645 مستثمر طبيعي، معنوي، بنوك ومؤسسات مالية، أي ما نسبته 139,73 % من حجم الأسهم المعروضة للبيع والمقدر عددها ب 1 804 511 سهم، وهو ما يعكس رغبة المستثمر الجزائري في الاستثمار المالي بالبورصة من خلال شراء مختلف الأوراق المالية المعروضة للبيع. كما أن نسبة رفض الأوامر لعدم مطابقتها للشروط المنصوص عليها لم تتعد نسبة 02 %، وهو ما يعكس مدى فعالية الحملة التحسيسية والترويجية التي قامت بها مؤسسة أليانس للتأمينات عبر مختلف ولايات الوطن.

كما يلاحظ أيضا من خلال الجدول، أن ولاية الجزائر كانت لها حصة الأسد، سواء من حيث الكمية المطلوبة، المعتمدة أو الممنوحة، حيث بلغ عدد الأسهم المكتتبه 771 200 أي ما نسبته 42,74 % من مجموع الأسهم المعروضة للبيع من طرف المؤسسة، لتأتي بعد ذلك مختلف الولايات. ويمكن عرض ترتيب الولايات حسب نسبة الاكتتاب الإجمالية في أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات من خلال الشكل أدناه.

الشكل رقم (18): نسبة الاككتاب عبر مختلف ولايات الوطن في أسهم أليانس للتأمينات.



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على معطيات الجدول رقم (46).

يتضح من خلال الشكل أعلاه مدى الفروق في الاككتاب في أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات حسب خصائص كل ولاية من ولايات الوطن. وبالأساس حسب عدد السكان، وكذا نسبة التغطية البنكية لكل ولاية والحملة الإعلانية لمؤسسة أليانس للتأمينات.

المطلب الثالث: حجم الأموال المرفوعة واستخداماتها

سيتم في هذا المطلب التطرق إلى الناتج الخام لعملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات، وكذا التكاليف المصاحبة للعملية والناتج الصافي، كما سيتم عرض استعمالات الأموال المرفوعة من عملية الاكتاب العلني للمؤسسة.

1- الناتج الخام، تكاليف العملية والناتج الصافي لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات

1-1- الناتج الخام لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات

يمكن استعراض الناتج الخام لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات من خلال الجدول

أدناه.

الجدول رقم (47): الناتج الخام لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات (دج)

المبلغ المحصل	سعر السهم	عدد الأسهم المكتتبة	فئة المستثمرين
1 110 827 180	830	1 338 346	الأشخاص الطبيعيون ذوو الجنسية الجزائرية
150 748 750	830	181 625	المستثمرون المؤسسيون
154 398 260	830	186 022	الأشخاص المعنويون ذوو الجنسية الجزائرية
18 045 200	200	90 226	شركة المغرب للعربات ش.ذ.أ
2 715 345	747	3 635	الوكلاء العامون لشركة التأمين أليانس للتأمينات
3 478 779	747	4 657	العمال الأجراء لمؤسسة أليانس للتأمينات
1 440 213 514	-	1 804 511	المجموع

المصدر: تم إعداد الجدول بناء على نتائج عملية الاكتتاب لمؤسسة أليانس للتأمينات.

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ أن المبلغ الإجمالي الخام المرفوع من عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات من خلال النداء العلني للادخار تجاوز مبلغ 1,44 مليار دج. نال منها الأشخاص الطبيعيون ذوي الجنسية الجزائرية ما يفوق 77 % من خلال الاكتتاب في ما يفوق 1,33 مليون سهم بسعر وحدي يقدر بمبلغ 830 دج. وهو نفس السعر المطبق على كل من المستثمرين المؤسسيين والأشخاص المعنويين ذوي الجنسية الجزائرية. أما شركة المغرب للعربات، فقد مارست حقها التفضيلي في الاكتتاب بالسعر الاسمي للسهم والمقدر بمبلغ 200 دج. أما الوكلاء العامون والعمال الأجراء للمؤسسة فقد استفادوا من تخفيض يقدر بنسبة 10 % وبالتالي الاكتتاب بمبلغ 747 دج للسهم الواحد.

1-2- تكاليف عملية رفع رأس المال

بلغت التكلفة الإجمالية لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات من خلال النداء العلني للادخار ما يفوق مبلغ 185 924 885 دج خارج الرسم. وهي مقسمة كما يلي:

- أتعاب لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والمقدرة بمبلغ 1 075 341 دج خارج الرسم.
- أتعاب المؤتمن المركزي على السندات والمقدرة بمبلغ 400 000 دج خارج الرسم.
- أتعاب شركة تسيير بورصة القيم والمقدرة بمبلغ 14 120 901 دج خارج الرسم.
- أتعاب قانونية تقدر بمبلغ 21 506 820 دج خارج الرسم.
- أتعاب نقابة التوظيف والمقدرة بمبلغ 68 821 823 دج خارج الرسم.
- مصاريف النشر والإشهار والاتصال والمقدرة بمبلغ 80 000 000 دج خارج الرسم.

1-3- الناتج الصافي لعملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات

يمكن الحصول على الناتج الصافي لعملية رفع رأس مال المؤسسة من خلال طرح مختلف الأتعاب والمصاريف الناشئة عن عملية رفع رأس المال من الناتج الإجمالي الخام لعملية بيع الأسهم للجمهور العام، ويقدر الناتج الصافي بمبلغ 1 254 288 629 دج.

2- استعمالات الأموال المرفوعة من عملية رفع رأس المال

تهدف عملية الدخول إلى البورصة إلى رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات إلى الحد الأدنى الضروري لممارسة أنشطة التأمين وإعادة التأمين المفروضة من قبل وزارة المالية، حيث سيتم إضافة الناتج الصافي للعملية إلى رأس المال الاجتماعي.

تهدف عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات إلى:

- تعزيز سياسة المؤسسة من ناحية الشفافية والفعالية.
- تلميع صورة المؤسسة أمام الجمهور العام، البنوك والمؤسسات المالية.
- تحفيز وضمان وفاء عملاء المؤسسة ووسطائها في عملية التأمين من خلال اشراكهم في رأس مال المؤسسة.

تسعى المؤسسة من خلال رفع رأس مالها إلى إنشاء فروع جديدة تعزز بها وجودها وتنافسيتها في سوق التأمينات الجزائرية، وترفع بها حصتها الإجمالية. وتتمثل هذه الفروع الجديدة فيما يلي:

المشروع	المبلغ (دج)	النسبة (%)	قيمة المشروع (دج)	نسبة مساهمة مؤسسة أليانس للتأمينات
فرع التأمين على الحياة	510 000 000	36,17%	1 000 000 000	51%
فرع الترقية العقارية	450 000 000	31,91%	500 000 000	90%
فرع رأس المال الاستثماري	450 000 000	31,91%	500 000 000	90%
المجموع	1 410 000 000	100%	2 000 000 000	-

تسعى مؤسسة أليانس للتأمينات إلى إنشاء ثلاثة فروع بالمشاركة مع مؤسسات أخرى مع الاحتفاظ بالأغلبية في عدد الأسهم، حيث تحوز نسبة 51% من فرع التأمين على الحياة أي ما مقداره 510 000 000 دج من إجمالي رأس مال المشروع والمقدر بمبلغ مليار دج. أما المشروع الثاني والمتمثل في فرع الترقية العقارية فتقدر نسبة مشاركة أليانس للتأمينات بمبلغ 450 000 000 دج أي ما نسبته 90% من رأس مال المشروع وهي نفس النسبة التي تمتلكها في فرع رأس المال الاستثماري.

خلاصة الفصل الثالث

يمثل هذا الفصل الجانب التطبيقي للدراسة، حيث تم من خلاله دراسة ثلاثة مباحث، تناول المبحث الأول منها دراسة لواقع سوق التأمينات في الجزائر وتقديم عام لمؤسسة أليانس للتأمينات، أما المبحث الثاني فقد خصص لدراسة الوضعية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات وعملية تقييمها من أجل تحديد سعر عرض الأسهم للبيع، أما المبحث الثالث فقد عرض نتائج عملية العرض العمومي للبيع الذي قامت به المؤسسة.

تعد مؤسسة أليانس للتأمينات أول مؤسسة جزائرية خاصة تقوم برفع رأس مالها من خلال طرح أسهم جديدة للاكتتاب العام في السوق المالية، وهي مؤسسة تأمين باشرت نشاطها سنة 2006، وهي تحقق نتائج إيجابية وتوسع من سنة لأخرى حصتها في السوق الجزائرية.

اعتمدت مؤسسة أليانس للتأمينات على عدة طرق للتقييم من أجل تحديد سعر لبيع الأسهم في السوق الأولية، وهذا من أجل إضفاء مصداقية أكبر على هذا السعر الذي يعتبر من بين أهم محددات نجاح عملية رفع رأس المال. كما اعتمدت على نشر قوائمها المالية للسنوات الأخيرة للنشاط (2007، 2008 و2009) والتي من ساهمت في تحفيز المستثمرين على الاكتتاب بقوة في أسهم المؤسسة.

ومن خلال ما تم استعراضه في هذا الفصل، يمكن القول أن عملية رفع رأس المال لمؤسسة أليانس للتأمينات كانت ناجحة بكل المقاييس، إذ مكنت المؤسسة من رفع رأس مالها تماشياً ومتطلبات النشاط القانونية والتنظيمية، وتحسين صورتها الخارجية لدى مختلف المتعاملين الاقتصاديين والوكلاء وهو ما يعكسه حجم الطلب الكبير على أسهم المؤسسة والذي فاق بكثير حجم الأسهم المعروضة للاكتتاب العام.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

لقد تم من خلال هذه المذكرة معالجة مشكلة تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية عن طريق عرض الأوراق المالية في السوق المالية، حيث تولي المؤسسة أهمية كبرى لعملية التمويل وتحصيل الأموال اللازمة لضمان استمرار نشاط المؤسسة ومردوديتها. ومن هذا المنطلق، تم إنشاء السوق المالية بغية إتاحة فرص تمويلية جديدة أمام المؤسسات الاقتصادية الوطنية العامة منها والخاصة.

وقد جاءت هذه المذكرة من أجل معالجة السؤال الرئيسي والمتمحور حول مدى مساهمة عرض الأوراق المالية للاكتتاب العام في توفير تمويل مناسب للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية بصفة عامة، ولمؤسسة آليانس للتأمينات بصفتها أول مؤسسة جزائرية خاصة تطرح أسهما للاكتتاب العام بصفة خاصة.

ومن أجل الإجابة على هذا السؤال تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول، جاءت كما يلي:

جاء الفصل الأول بعنوان **التمويل والسوق المالية**، وقد قسم هذا الفصل إلى أربعة مباحث، تناول الأول منها المفاهيم المتعلقة بالتمويل، أهميته وأنواعه، مختلف صيغ التمويل المتاحة أمام المؤسسة وكذا العوامل المحددة للاختيار والمفاضلة بين مختلف صيغ التمويل. أما المبحث الثاني، فقد خصص لتحديد ماهية السوق المالية من خلال توضيح المفاهيم المتعلقة بالسوق المالية، هيكلتها، وظائفها وأهميتها بالنسبة للمؤسسة والاقتصاد ككل، كما تم التطرق من خلاله إلى مختلف العمليات والأوامر المطبقة في البورصة وكذا الأطراف المتعاملة بها، كما تمت الإشارة إلى المؤشرات المالية من خلال تحديد مفهومها، أنواعها، استخداماتها ومراحل بنائها. أما المبحث الثالث، فقد تم التطرق من خلاله إلى تمويل المؤسسات الاقتصادية عن طريق طرح سندات للاكتتاب العام من خلال معالجة ماهية السندات ومختلف أنواعها، تنظيم إصدار القرض السندي وشروطه ومختلف مراحلها وإهلاكه، كما تم تحديد تكلفة التمويل عن طريق القرض السندي وتسعيرها في البورصة، معدل العائد على السندات وسلبيات وإيجابيات التمويل بالسندات. أما المبحث الرابع والأخير، فقد خصص للتمويل عن طريق رفع رأس المال باللجوء إلى النداء العلني للدخار من خلال تناول المفاهيم الأساسية للأسهم، تعريفها، أنواعها، العائد على السندات والعوامل المؤثرة على سعر الأسهم في البورصة. كما تم تناول الدخول إلى البورصة من خلال تبيان مراحل عملية الدخول، سلبياتها وإيجابياتها بالنسبة للمؤسسة، إجراءات الدخول إلى البورصة وتكلفتها، وفي الأخير تم التطرق إلى تقييم المؤسسة وتحديد سعر عرض الأوراق المالية للاكتتاب العلني.

أما الفصل الثاني والذي جاء بعنوان **تمويل المؤسسات الجزائرية عن طريق البورصة**، فقد خصص لدراسة واقع تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية عن طريق بورصة الجزائر من خلال ثلاثة مباحث، تناول الأول منها تقديم عام للسوق المالية في الجزائر، من خلال عرض نشأة وتطور

بورصة الجزائر، تنظيمها، دورها وأهميتها في الاقتصاد الوطني، أقسامها والهيئات المنظمة لها وطريقة التسعير المعتمدة بها. كما تم التطرق كذلك إلى شروط، مراحل وميزات الدخول إلى بورصة الجزائر، إضافة إلى بعض الأرقام المهمة التي تعكس الوضعية الحالية لنشاط بورصة الجزائر. أما المبحث الثاني فقد تناول بالدراسة والتحليل بعض عمليات القروض السندية التي تم إطلاقها في بورصة الجزائر سواء لمؤسسات عامة أو خاصة، حيث تم دراسة تجربة مؤسستي اتصالات الجزائر ومجمع سونلغاز كمؤسستين عاميتين، ولتجربة القرض السندي لمؤسسة دحلي كمؤسسة خاصة. وقد تم في كل تجربة تقديم عرض عام عن المؤسسة وتطورها، الوضعية المالية للمؤسسة، خصائص ومميزات القرض السندي، تداول السند في بورصة الجزائر، تكلفة التمويل بالقرض السندي ومعدل العائد على لحامليه إضافة إلى تسعير السند في بورصة الجزائر. أما المبحث الثالث والأخير، فقد عرض تجربة المؤسسات العامة التي قامت إما برفع أو فتح رأس مالها أمام الجمهور الواسع، ويتعلق الأمر بتجربة كل من الرياض سطيف (رفع رأس المال بنسبة 20 %) ومؤسسة صيدال وشركة تسيير نزل الأوراسي (فتح رأس المال بنسبة 20 %). وقد تم تناول كل تجربة من خلال تقديم عام للمؤسسة، تقييم المؤسسة وتحديد سعر البيع الرسمي للأسهم وعرض نتائج الدخول إلى البورصة لكل مؤسسة.

في حين تم تخصيص الفصل الثالث والأخير للدراسة التطبيقية من خلال إسقاط الحالة على مؤسسة أليانس للتأمينات، والذي جاء بعنوان دراسة عملية رفع رأس مال مؤسسة أليانس للتأمينات من خلال النداء العلني للدخار، وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، تناول الأول منها تقديم عام لسوق التأمينات الجزائرية ومؤسسة أليانس للتأمينات، من خلال عرض تاريخ ونشأة سوق التأمينات في الجزائر، مؤسسات التأمين العملة في الجزائر سواء العامة أو الخاصة وبعض الأرقام التي تعكس وضعية سوق التأمينات في الجزائر وتموقع كل مؤسسة على حدا، كما تم من خلاله تقديم عام لمؤسسة أليانس للتأمينات وهيكلها التنظيمي وبعض الأرقام التي تعكس تطور نشاط المؤسسة ونموها. أما المبحث الثاني فقد خصص لدراسة الوضعية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات من خلال دراسة الميزانيات المحاسبية وجداول حسابات النتائج لسنوات 2007، 2008 و2009، كما تم من خلاله أيضا عرض طرق التقييم المعتمدة في تحديد سعر البيع الرسمي لأسهم المؤسسة في السوق المالية. أما المبحث الثالث والأخير فقد خصص لدراسة نتائج النداء العمومي للاكتتاب من خلال تقديم عام للعملية وإبراز خصائصها والتقسيم الأولي للعرض وطريقة معالجة طلبات الاكتتاب، كما تم عرض نتائج عملية الاكتتاب حسب فئة المستثمرين والاكتتاب عبر مختلف الولايات، وفي الأخير إلى الناتج الخام لعملية الاكتتاب، تكاليف العملية والناتج الصافي، واستعمالات الأموال المرفوعة من عملية رفع رأس المال.

ومن خلال ما سبق، يمكن الخلاص إلى النتائج الرئيسية الآتية:

نتائج الدراسة

- تهتم وظيفة التمويل في المؤسسة بتوفير الأموال اللازمة لضمان ديمومة نشاط المؤسسة وعدم انقطاع الدورة الاستغلالية أو الاستثمارية، كما تعمل على الاختيار (أو المزج) بين مختلف البدائل التمويلية المتاحة أمامها وفق أسس ومعايير يمكن أن تختلف من مؤسسة لأخرى منها التكلفة، الزمن، الهيكلة المالية للمؤسسة ومردودية أصولها.
- تلعب السوق المالية دورا مهما في الحياة الاقتصادية لمختلف البلدان وخاصة المتطورة منها، إذ تعتبر مركزا لتجميع الادخار وتوجيهه بفعالية نحو الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي، مما يسمح للمؤسسة بتلبية حاجياتها التمويلية على المدى المتوسط وتوفر للأسر فضاء لتوظيف فوائدها المالية.
- توفر السوق المالية عدة آليات لتمويل الاقتصاد بصفة عامة والمؤسسات بصفة خاصة، ومن بينها عملية النداء العمومي للبيع، سواء تعلق الأمر بعرض سندات (دين) أو أسهم (حقوق ملكية) للاكتتاب العام.
- السندات أداة دين على المؤسسة تستحق الوفاء عادة في فترة تتراوح ما بين 5 و7 سنوات وتلزم المؤسسة بدفع فائدة سنوية ثابتة عموما مع الالتزام بتسديد قيمة السند عند نهاية فترة القرض. أما الأسهم فهي تمثل جزءا من رأس مال المؤسسة، تمنح حاملها الحق في التصويت والاستفادة من الأرباح في حدود النتيجة المحققة.
- تكون عملية فتح أو رفع رأس المال مصاحبة لعملية تقييم لأصول المؤسسة من أجل تحديد سعر العرض الرسمي للدخول إلى البورصة، هذه العملية تعتبر في غاية الحساسية والأهمية إذ أن نجاح الاكتتاب العام متوقف على مدى عكس السعر المحدد لقيمة المؤسسة الحقيقية (تلجأ المؤسسات عادة إلى تخفيض هذا السعر عن القيمة الحقيقية من أجل تحفيز المستثمرين على الاكتتاب بقوة).
- تم إنشاء بورصة الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها السلطات المالية في الجزائر تماشيا مع المحيط الاقتصادي الدولي بغية إعطاء نفس جديد للاقتصاد الوطني وتنويع مصادر تمويل مختلف الأعوان الاقتصاديين (الدولة، المؤسسات،...). وفي المقابل امتصاص السيولة الفائضة لدى باقي الأعوان الاقتصاديين وتوظيفها في مختلف الأنشطة الاقتصادية.
- تلجأ المؤسسات عند إصدار أوراق مالية للاكتتاب العام إلى تشكيل نقابة توظيف واتخاذ بنك مرافق لها من أجل ضمان نجاح العملية وتسهيل عملية الاكتتاب عبر مختلف أنحاء الوطن.
- شهدت بورصة الجزائر عديد عمليات الاقتراض السندي، سواء تلك الموجهة للبنوك والمؤسسات المالية، أو الموجهة إلى الجمهور الواسع بصفة عامة والتي من بينها العمليات التي تمت دراستها في الفصل الثاني (القرض السندي لمؤسسة اتصالات الجزائر، سونلغاز ودحلي).
- تميزت عمليات القرض السندي لمؤسسة اتصالات الجزائر وسونلغاز بتحقيق الأهداف المسطرة لها (المبلغ المرفوع من العملية) وفي الآجال المحددة وبمعدلات فائدة تنافسية مكنها من تخفيض تكلفة هذا

التمويل. وفي المقابل لم تنجح مؤسسة دحلي في رفع الأموال المسطرة قبل بداية العملية رغم معدلات الفائدة التنافسية المقدمة، وهو ما أسهم في رفع تكلفة التمويل الخاصة بها. ويرجع عزوف المستثمرين إلى أنها أول مؤسسة خاصة تقوم بإصدار قرض سندي وقلة جودة الضمانات المقدمة من طرفها.

- تم منذ إنشاء بورصة الجزائر تقييد ثلاث عمليات إدراج فيما يتعلق بالأسهم، وهي كل من عملية رفع رأس مال مجمع الرياض سطيف بنسبة 20 %، وفتح رأس مال مؤسسة صيدال وشركة تسيير نزل الاوراسي بنسبة 20 % لكلاهما. وهي كلها كانت موجهة للجمهور العام، تمكنت من خلالها المؤسسات المذكورة من تحقيق الأهداف المسطرة (سواء برفع أو فتح رأس المال) وفي الأجل المحددة.

- كان أغلب المكتسبين في الإصدارات السابقة (الخاصة بالأسهم والسندات) من الجمهور الواسع (الأفراد الطبيعيين)، وهو ما يبرز مدى تعطش الأفراد الطبيعيين إلى هذا النوع من الاستثمار. هذا الطلب المتزايد من الأفراد قوبل بتعديل الحصة الأولية الموجهة لهم من طرف المؤسسات. كما أن الإعفاءات الضريبية على الفائدة المحصلة وفائض القيمة عند البيع ساهمت في الأخرى في تحفيز الأفراد على الاكتتاب.

- تميزت أسعار السندات المسعرة في البورصة بالاستقرار، عكس أسعار الأسهم التي عرفت تذبذبات كثيرة وفي الاتجاه التنازلي، حيث فقدت هذه الأسهم الكثير من قيمتها الأولية (قيمة الإصدار).

أما النتائج المتعلقة بدراسة الحالة الخاصة بعرض أسهم مؤسسة أليانس للتأمينات للاكتتاب العام في إطار رفع رأس مالها استجابة للشروط القانونية المتعلقة بتنظيم قطاع التأمينات الجزائري فيمكن إجمالها في الآتي:

- مساهمة قطاع التأمينات الجزائري في الناتج الداخلي الخام ما تزال قليلة جدا مقارنة بباقي الدول (على المستوى الإفريقي والعالمي)، كما أن بعض فروع التأمين ما تزال لم تستغل بعد، وهو ما يعني أن قطاع التأمينات الجزائري واعد وهو في نمو متواصل.

- تعد مؤسسة أليانس للتأمينات من بين مؤسسات التأمين الخاصة حديثة النشأة، حيث باشرت نشاطها سنة 2006، وهي في نمو وتطور مستمرين، وتحقق نتائج إيجابية كل سنة. وهو ما تعكسه قوائمها المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج) لسنوات 2007، 2008 و2009.

- اعتمدت مؤسسة أليانس للتأمينات على سعر إدخال قدره 830 دج للسهم الواحد، وهو نتيجة تقييم المؤسسة وفق توليفة خطية لمجموعة من طرق التقييم المعتمدة ومنها طريقة الأصول المحاسبية الصافية، القيمة المحاسبية التقديرية، التدفقات النقدية، مضاعف السوق. وقد تم الاعتماد على توليفة من الطرق بدل طريقة واحدة من أجل إضفاء مصداقية أكبر على سعر البيع وبالتالي تحفيز المستثمرين على الاكتتاب.

- قامت مؤسسة آليانس للتأمينات باختيار بنك مرافق لها هو القرض الشعبي الجزائري، وشكلت نقابة توظيف تتكون من أهم البنوك في الساحة الوطنية (عامة وخاصة)، وهذا من أجل ضمان نجاح عملية رفع رأس المال وتسهيل الاكتتاب عبر كامل التراب الوطني.
- يوجد فرق واضح وذو دلالة على مستوى الاكتتاب من ولاية لأخرى، وخاصة الجزائر العاصمة، ويرجع ذلك إلى اختلاف الثقافة البورصية من ولاية لأخرى إضافة إلى تركيز المديرية العامة لأهم البنوك والمؤسسات المالية على مستوى العاصمة.
- كتحقيق لعملية رفع رأس مال مؤسسة آليانس للتأمينات، يمكن القول بأنها كانت ناجحة على كل الأصعدة، حيث تم رفع الأموال الضرورية المبرمجة في الأجل المحددة مع تنويع حملة الأسهم الجدد بين الأفراد، المؤسسات المالية والبنوك، عمال المؤسسة والأشخاص المعنويين. وقد تم تسجيل فائض في الطلب يقارب 38 % رغم أنها أول مؤسسة خاصة تعرض أسهمها للاكتتاب العام، ما يعني الرغبة لدى الفرد الجزائري في توظيف أمواله على مستوى البورصة.

الاقتراحات

على ضوء النتائج السابقة، يمكن تقديم الاقتراحات الآتية:

- تحسين المناخ الاستثماري واعتماد التوجه نحو الأسواق المالية من أجل ضمان التمويل على المدى المتوسط والبعيد لمختلف الأعوان الاقتصاديين.
- توعية المؤسسات الجزائرية العامة منها والخاصة على الدخول إلى البورصة، من خلال تنظيم ندوات وملتقيات لهذه الأخيرة لتعريفها بالخصائص والمزايا التي تتيحها السوق المالية للمؤسسة، وبالبدائل التمويلية التي توفرها لها.
- تحفيز المؤسسات على الدخول إلى البورصة من خلال منحها إعفاءات ضريبية وتسهيلات فيما يتعلق بالشروط الضرورية لدخول السوق المالية خاصة فيما يتعلق بالحد الأدنى لرأس المال وعدد المساهمين.
- نشر الثقافة البورصية عبر مختلف مناطق الوطن بتوعية المدخرين (وخاصة الأسر) بأهمية البورصة كبديل فعال لتوظيف مدخراتهم وتحصيلهم لعوائد مالية مرتفعة.
- العمل على كسب ثقة المستثمرين في السوق وحماية حقوقهم من المضاربة بالأسعار (خاصة لحاملي الأقلية من الأسهم).
- العمل على توفير المعلومات الخاصة بالمؤسسات المدرجة في الأجل المحددة ولكافة المستثمرين وبدون تكلفة لزيادة فعالية السوق من أجل تمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات سليمة.
- اعتماد طرق محددة لتقييم المؤسسات كل حسب نوع النشاط الذي تمارسه، وهذا من أجل حماية مصالح المستثمرين.

آفاق الدراسة

من خلال معالجة موضوع البحث وفي ثنايا الدراسة الميدانية، تبين أن هناك بعض الإشكاليات التي يمكن بلورتها لأن تكون مواضيع لبحوث مستقبلية تكمل هذا البحث، والتي يمكن ذكر بعضها فيما يلي:

- تقييم المؤسسات من أجل الدخول إلى البورصة وظاهرة تخفيض سعر الدخول.
- دراسة تحليلية لسلوك المستثمرين الماليين في الجزائر.
- دراسة مقارنة بين التمويل التقليدي والتمويل البورصي.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً- الكتب

I- كتب باللغة العربية

1. إسماعيل عبد الفتاح وحنفي عبد الغفار علي ، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
2. توفيق جميل أحمد ، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية بيروت، بدون سنة نشر.
3. الجمل جمال جويدان ، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
4. حنفي عبد الغفار ، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001.
5. حنفي عبد الغفار ورسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
6. دادي عدون ناصر، تقنيات مراقبة التسيير، مطبعة دار البعث، الجزائر، 1990.
7. رحال عبد الله وليد ، مبادئ وأساسيات الاستثمار في البورصة، دمشق، سوريا، 2006.
8. السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
9. عباس علي ، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
10. عبد المطلب عبد الحميد، التمويل المحلي والتنمية المحلية، الدار الجامعية للطبع، النشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001.
11. عبد الهادي محمد سعيد، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل- التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008.
12. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وخدمات المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.
13. كويل برايان وترجمة العامريخالد، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر.
14. موسى عمار ومصطفى علي، الإدارة المالية للشركات، دار الرضا للنشر، دمشق، سوريا، 2005.
15. النجار فريد ، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة-الإسكندرية-، 1999.
16. النعيمي عدنان و الخرشه ياسين ، أساسيات في الإدارة المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2007.

II- كتب باللغات الأجنبية

1. Jacquillat Bernard et Solnik Bruno, Marché financiers : gestion du portefeuille et des risque, Dunod, Paris, 3^{ème} édition, 1997.
2. Bruslerie Hubert, Analyse financière : information financière, diagnostic et évaluation, Dunod, Paris, 4^{ème} édition, 2010.

3. Choinel Alain et Rouyer Gérard, **Le marché financier : structures et acteurs**, Banque éditeur, Paris, 7^{ème} édition, 2008.
4. Conso Pierre et Hemici Farouk, **Gestion financière de l'entreprise**, Dunod, Paris, 11^{ème} édition, 2005.
5. Corhay Albert, Mbangala Mapapa, **Fondements de gestion financière: manuel et applications**, Editions du CEFAL, 3^{ème} édition.
6. Dossogne Sébastien, **Valorisation et cession d'entreprise: de l'intention à la finalisation, de la valeur au prix**, Edition Edipro, 2^{ème} édition, 2003.
7. Lehmann Paul-Jacques, **Bourse et marchés financiers**, Dunod, Paris, 2^{ème} édition, 2005.
8. Miloud Tarek, **Introductions en bourse, la structure de propriété et la création de valeur**, Presses universitaire de Louvain, 2003.
9. Ogien Dov, **Pratique des marchés financiers**, Dunod, Paris, 2005.
10. Stephany Eric, **Gestion Financière**, 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2000.
11. Stéphanie Éric, **La relation capital-risque/PME: Fondements et pratiques**, édition Boeck université, 1^{ère} édition, 2003.
12. Thierry meloux, **Analyse 360°: Pratique de l'analyse financière des entreprises**, Edition Books on Demand.

ثانيا- مذكرات ورسائل جامعية

I- مذكرات ورسائل جامعية باللغة العربية

1. براق محمد ، **بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر**، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية- فرع نقود ومالية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.
2. بن ثابت علال، **الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد**، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة -الجزائر-، 2003-2004.
3. تقيّة الياس، **عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر**، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة - الجزائر-، 2003-2004.
4. رزاز رتيبة، **تمويل الاستثمارات -دراسة حالة شركة الخطوط الجوية الجزائرية**، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2005.
5. لحرش الطاهر، **تسويق الأوراق المالية في بورصة الجزائر**، رسالة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، 2009.

II- مذكرات ورسائل جامعية باللغات الأجنبية

1. Balia Racim, **L'évaluation des entreprises introduites en bourse, Cas E.G.H El Aurassi**, mémoire de magister en sciences commerciales, Ecole Supérieure de Commerce -Alger-, 2002.
2. Gliz abdelkader, **Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation dans un contexte de transition vers l'economie de marche**, Thèse de doctorat d'état en sciences économiques, Faculté des sciences économiques et des sciences de gestion Université d'Alger, 2001.

ثالثا- مجلات و مقالات

I- مجلات و مقالات باللغة العربية

1. رتيمي الفضيل ، "البورصة وإشكالية تمويل المؤسسات في الجزائر"، مجلة الاقتصاد المعاصر (مجلة علمية، سداسية، محكمة)، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير – المركز الجامعي خميس مليانة-، الجزائر، العدد: 08 أكتوبر 2010.
2. سويبي هواري ، "أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرار الاستثمار المالي"، مجلة الباحث، العدد الخامس، 2007، ص 112.

II- مجلات و مقالات باللغات الأجنبية

1. Broye Geraldine et Schatt Alain, « Comment réduire la sous-évaluation lors de l'introduction en bourse ? », La revue des sciences de gestion, Direction et Gestion, No : 196-197, Octobre .
2. BROYE Géraldine et SCHATT Alain, « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine » : le cas français, Revue Finance Contrôle Stratégie – Volume 6, N° 2, juin 2003.
3. Dufour Dominique et Molay Eric, « Sous évaluation a l'introduction en bourse et valorisation : l'exemple d'ALTERNEXT », International Review of Financial Analysis Vol 16, 2008.
4. Sentis Patrick, Introduction en Bourse: « Quelles stratégies pour l'entreprise candidate », Revue française de gestion, 2005/5 (n° 158), Lavoisier.

رابعا- المنتقيات و الندوات

I- المنتقيات و الندوات باللغة العربية

1. بن ثابت علال وبن جاب الله محمد، المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة يومي 21 و22 نوفمبر 2006.
2. جبار محفوظ وعمر عبده سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة فرنسا، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة يومي 21 و22 نوفمبر 2006.
3. زغيب مليكة وغلاب 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.

II- المنتقيات و الندوات باللغات الأجنبية

1. Abboura Karim, Le contrôle de la solvabilité des compagnes d'assurances algériennes, colloque international sur les sociétés d'assurances Takaful et les sociétés d'assurances traditionnelles entre la théorie et l'expérience pratique, Université Ferhat Abbas, Sétif, le 25 et 26 Avril 2010.

خامسا- التقارير و الحوليات و المطبوعات

I- باللغة العربية

1. التقرير السنوي، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2006.
2. التقرير السنوي، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2007.
3. التقرير السنوي، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2008.
4. التقرير السنوي، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2009.
5. التقرير السنوي، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2009.
6. التقرير السنوي، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2010.
7. تنظيم اللجنة ومهامها وصلاحياتها، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، حيدرة ، الجزائر ، 2004.
8. سير البورصة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيدرة الجزائر، 2004.
9. المؤتمن المركزي على السندات، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حيدرة الجزائر، 2004.

II- التقارير و الحوليات و المطبوعات باللغات الأجنبية

1. Gherissi Labben Thouraya et autres, L'opportunité d'introduction en bourse des petites et moyennes entreprises hôtelières suisses : une nouvelle solution de financement pour la branche, Projet déposé dans le cadre du programme Réserve Stratégique de la HES-SO, **Rapport Final**, Juillet 2009.
2. Le guide de l'introduction des sociétés en bourse de Tunis, Novembre 2008.
3. Rapport d'activité, **Bourse d'Alger**, 2007.
4. Rapport d'activité, **Bourse d'Alger**, 2008.
5. Guide d'introduction en bourse Société de gestion de la bourse des valeurs, , Bourse d'Alger, 2011.
6. , Notice d'information, Emprunt obligataire, **Algérie Telecom**, 2006.
7. Notice d'information, Emprunt obligataire grand public 2008, **Sonelgaz SPA**, Juin 2008.
8. Notice d'information pour émission obligataire grand public, **S P A. D A H L I**.
9. Notice d'information, augmentation de capital en numéraire par appel publique à l'épargne, **ERIAD Setif SPA**, 1998.
10. Notice d'information pour ouverture du capital, **EGH El-Aurassi**, 1998.
11. Notice d'information pour l'ouverture du capitale, **Groupe Saidal**, 1998.
12. Guide des assurances en Algérie, KPMG Alegria SPA, Edition Conception et réalisation Pixal communication, 2009.
13. Notice d'information pour augmentation du capital, **Alliance Assurances SPA**, 2010.

سادسا- نصوص تشريعية و تنظيمية

1. المرسوم التشريعي، المادة 11 من القانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المتداولة، المعدل والمتمم، العدد 11 الصادر بتاريخ 19 فيفري 2003.

سابعا- مواقع الانترنت

1. http://gestionfin.canalblog.com/docs/NG_chapitre_3_d_cision_de_financement.pdf.
2. <http://www.sgbv.dz/>.
3. <http://www.allianceassurances.com>

الملاحق

الملاحق

الملحق رقم (01): الإثباتات التجريبية لظاهرة تخفيض السعر عند الدخول إلى السوق المالية.

يوضح الجدول أدناه بعض الدراسات التجريبية المقامة في عدد من الدول التي تحتوي أسواقا مالية متطورة حول ظاهرة تخفيض سعر الأسهم عند الدخول إلى السوق المالية، وهو يعتبر دليلا واضحا حول ظاهرة تخفيض المؤسسات لسعر الدخول إلى السوق المالية. حيث أثبتت كل الدراسات التجريبية المقامة في هذا الصدد تخفض المؤسسات لأسعارها عند الدخول إلى البورصة ولكن بنسب مختلفة، حسب الفترة المدروسة، حجم العينة والدولة محل الدراسة.

وقد تراوحت نسبة التخفيض ما بين 4.2% في فرنسا خلال الفترة 1983-1992 و51% في اليونان خلال الفترة 1987-1994.

يلاحظ من خلال الجدول كذلك أن نسبة التخفيض ترتفع مع مرور الزمن، حيث قدرت خلال الفترة 1983-1992 بنسبة 4.2% (دراسة Husson et Jacquillat)، لتقفز إلى نسبة 13.2% خلال الفترة الممتدة من 1992-1998 حسب دراسة Darrien et Womack.

Pays	Etude	Période de l'étude	Taille de l'échantillon	Sous-évaluation (%)
Australie	Aussenegg (2000a)	1964-1996	67	6.5%
Belgique	Rogiers et al.(1993)	1984-1999	69	15.7%
Danemark	Jakobsen et Sorensen	1984-1998	117	5.4%
Finlande	Keloharju (1993b)	1984-1997	102	9.9%
France	Husson et Jacquillat	1983-1992	187	4.2%
France	Darrien et Womack (1999)	1992-1998	264	13.2%
Allemagne	Ljungqvist (1999)	1978-1999	407	27.7%
Grèce	Kazantzis et Levis (1995)	1987-1991	79	48.5%
Grèce	Kazantzis et Thomas	1987-1994	129	51.7%
Hongrie	Jelic et Briston (1999)	1990-1998	25	44%
Italie	Arosio, Guidici et Paleari	1985-2000	164	23.9%
Pays Bas	Wessels et Jeckinson	1982-1999	143	10.2%
Norvège	Emilsen et al.	1984-1996	68	12.5%
Pollande	Aussenegg (2000b)	1991-1998	159	33.1%
Portugal	Almeida et Dugue (2000)	1992-1998	21	10.5%
Suède	Rydqvist (1993)	1970-1991	213	39.0%

Suisse	Kunz et Aggarwal (1994)	1983-1989	42	35.8%
Espagne	Otero et Fernandez (2000)	1985-1997	58	12.8%
Turkie	Kiyamaz (2000)	1990-1996	263	13.1%
Grande Bretagne	Loughran et al. (1994)	1959-1999	2802	13.9%
Tunisie	Jilani F et Gharsallaoui D	1991-2004	35	9.13%

Source: Zied Magouri et Teheni El Ghak, **La sous-évaluation des OPIs Tunisiennes : mise en évidence et explication**, 9^{ème} Colloque International de la Recherche en Sciences de Gestion, 11, 12 & 13 Mars 2010, Hammamet, Tunis, P 4.

الملحق رقم (02): الميزانيات المحاسبية وجدول حساب النتائج لمؤسسة اتصالات الجزائر خلال الفترة 2005-2003

1- الميزانيات المحاسبية لمؤسسة اتصالات الجزائر خلال الفترة 2005-2003

1-1- الأصول

En milliers de dinars	2003			2004			2005		
	Montant Brut	Amort. Prov	Montant net	Montant Brut	Amort. Prov	Montant net	Montant Brut	Amort. Prov	Montant net
frais préliminaires	40 808	12 242	28 566	40 808	20 404	20 404	41 468	28 621	12 847
valeurs incorporelles	32 056		32 056	143 327		143 327	694 497	16 468	678 028
terrains	13 962 283		13 962 283	19 301 493		19 301 493	19 346 428		19 346 428
équipements de production	75 467 891	15 661 258	59 806 633	161 958 933	69 279 293	92 729 640	175 985 827	86 225 064	89 760 763
équipements sociaux	10 558	667	9 890	25 153	4 164	20 989	35 962	9 031	26 930
investissements en cours	24 011 525		24 011 525	1 348 486		1 348 486	2 576 888		2 576 888
INVESTISSEMENTS	113 525 120	15 674 168	97 850 953	182 816 201	69 253 861	113 561 339	198 681 095	96 279 185	112 401 885
marchandises	120 043		120 043	658 116		658 116	737 458		737 458
matières et fournitures	3 906 022	100 970	3 805 052	8 847 941	1 757 193	7 090 748	6 990 271	897 779	6 092 491
stocks à l'extérieur	663 383		663 383	254		254	127		127
STOCKS	4 689 447	100 970	4 588 477	9 306 310	1 757 193	7 749 117	7 727 835	897 779	6 830 076
comptes débiteurs du passif	145		145	145		145	1 699 619		1 699 619
créances d'investissements	19 318 634		19 318 634	15 646 565		15 646 565	15 492 492		15 492 492
créances de stocks	137 328		137 328	316 937		316 937	138 673		138 673
créances sur associés s/a				24 709 516		24 709 516	30 324 006		30 324 006
avance pour compte	4 454 961		4 454 961	5 998 973		5 998 973	7 088 528		7 088 528
avances d'exploitation	243 576	172 270	71 306	3 946 718	3 828 910	117 808	1 199 498	972 841	226 658
créances sur clients	38 544 543	27 877 647	10 666 896	63 041 283	42 505 175	20 536 108	96 555 286	61 124 576	35 430 709
disponibilités	4 959 348		4 959 348	10 201 082		10 201 082	9 970 353		9 970 353
CREANCES	67 658 535	28 049 917	39 608 618	123 861 218	46 334 085	77 527 133	162 468 436	62 097 417	100 371 039
TOTAL ACTIF	186 873 103	43 823 935	142 049 168	316 183 728	117 345 139	198 838 589	366 877 331	149 274 361	219 603 000

En milliers de dinars	2003	2004	2005
fonds social	100 000	100 000	50 000 000
reserves legales		10 000	10 000
benefice a taux reduit		3 839 505	8 419 624
reserves facultatives	63 668 412	63 668 412	13 768 412
subventions	6 042 719	5 897 224	2 475 339
autres fonds propres		27 346 391	23 239 306
provisions pour pertes et charges	1 889 492	1 677 341	1 677 297
FONDS PROPRES	71 700 623	102 538 873	99 589 977
comptes créditeurs de l'actif			2 767 930
dettes d'investissement	44 278 457	45 130 154	46 695 279
dettes de stocks	693 419	1 040 868	946 709
detentions pour compte	4 694 167	8 768 382	13 914 686
dettes envers assoc et stes app		6 799 633	7 543 147
dettes d'exploitation	15 722 737	27 916 834	37 344 763
avances commerciales	3 418	1 002 565	418 421
dettes financieres	1 105 722	1 063 160	4 559 268
DETTES	66 497 920	91 721 596	114 190 204
RESULTAT DE L'EXERCICE	3 849 504	4 580 119	5 822 819
TOTAL PASSIF	142 048 048	198 840 589	219 603 000

2- جدول حساب النتائج لمؤسسة اتصالات الجزائر خلال الفترة 2003-2005

En milliers de dinars	2003		2003		2003	
	Débit	Credit	Débit	Credit	Débit	Credit
Ventes de marchandises				102 338		
Marchandises consommées			8 861			
MARGE BRUTE				93 476		
Production de l'entreprise pour elle-même		1 698 942				
Prestations fournies		61 727 733		73 857 656		98 557 311
Transfert de charges de production		1 411 364		938 707		3 638 978
Revenus financiers		88 333				
Matières et fournitures consommées	1 712 687		648 776		6 248 454	
Services	20 196 401		27 408 358		37 894 830	
VALEUR AJOUTÉE		43 217 204		46 832 785		38 052 975
Revenus financiers				244 500		
Produits divers		9 301		160 847		335 212
Transfert de charges d'exploitation		34 010		85 548		670 293
Frais de personnel	6 564 038		11 530 397		13 364 893	
Impôts et taxes	1 413 101		1 418 061		2 960 492	
Frais financiers	1 636 106		630 799		3 348 760	
Frais divers	226 635		210 925		403 190	
Dotations aux amortis & provisions	8 078 069		9 911 771		16 104 257	
RESULTAT D'EXPLOITATION		23 361 646		23 601 648		22 896 889
Produits hors exploitation		1 328 659		7 360 820		17 703 405
Charges hors exploitation	22 061 477		25 574 092		33 749 920	
RESULTAT HORS EXPLOITATION	20 832 818		18 313 273		16 046 314	
RESULTAT BRUT		4 528 828		5 368 375		6 850 375
Impôt sur les bénéfices des sociétés IBS (15%)	679 324		808 236		1 027 536	
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		3 849 504		4 560 119		5 822 819

الملحق رقم (03): الميزانيات المحاسبية وجدول حساب النتائج لمؤسسة سونلغاز خلال الفترة 2004-2007

1- الميزانيات المحاسبية لمؤسسة سونلغاز خلال الفترة 2004-2007

1-1- الأصول

ACTIF	INTITULE	(En Millions de DA)			
		Consolidé 2004*	Consolidé 2005	Consolidé 2006	2007 **
	Frais préliminaires	465 269	613 877	941 702	720 239
	Valeurs incorporelles	361 140	451 532	1 301 786	1 358 161
	Terrains	643 422	665 728	674 694	798 743
	Equipements de production	775 572 213	841 911 266	901 090 362	986 020 083
	Equipements sociaux	6 551 077	6 573 223	6 766 900	6 574 503
	Investissements en cours	125 994 580	132 398 646	157 486 629	180 340 144
	Investissements bruts	909 587 701	982 614 272	1 068 262 063	1 175 811 873
	Résorption frais préliminaires	-360 393	-494 852	-906 442	-720 239
	Amortissements exceptionnels valeurs incorporelles	-248 756	-354 485	-547 606	-735 006
	Amortissement équipements de production	-490 406 559	-526 786 513	-562 970 834	-603 398 233
	Amortissement équipements sociaux	-2 775 180	-2 954 395	-3 077 440	-2 946 824
	Investissements nets	415 736 813	452 023 927	500 759 741	568 011 571
	Marchandises	125 529	123 767	137 395	49 690
	Matières et fournitures	12 278 788	15 698 296	18 283 382	19 590 590
	Travaux en cours	0	0	0	0
	Déchets et rebuts	23	23	8	8
	Stocks bruts	12 404 340	15 822 086	18 420 785	19 640 288
	Provisions stocks	-211 675	-377 539	-1 848 511	-2 320 487
	Stocks nets	12 192 665	15 444 547	16 572 274	17 319 801
	Créances d'investissements	31 656 923	43 856 729	35 907 991	55 821 485
	Créances de stocks	139 091	21 109	556 612	93 497
	Créances sur associés et sociétés apparentées	15 876 425	16 478 748	28 853 440	14 290 148
	Avances pour compte	20 624 460	30 691 924	41 211 218	57 309 111
	Avances d'exploitation	12 147 466	8 955 416	15 437 882	11 613 192
	Créances clients	44 603 911	56 323 550	61 336 993	66 725 034
	Disponibilités	38 552 079	13 243 386	26 942 220	63 978 799
	Comptes débiteurs du passif	26 914	6 483	397 145	67 851
	Créances brutes	163 627 249	169 577 345	210 643 501	269 899 117
	Provisions créances	-11 770 197	-16 985 601	-18 665 151	-22 754 587
	Créances nettes	151 857 052	152 591 744	191 978 350	247 144 530
	Total Actif	579 786 530	620 060 218	709 310 365	832 475 902

PASSIF

(En Milliers de DA)

INTITULE	Consolidé 2004*	Consolidé 2005	Consolidé 2006	2007 **
Capital	150 000 000	150 000 000	150 000 000	150 000 000
Réserves	36 149 162	36 149 162	37 866 957	37 889 222
Subventions d'investissements	130 641 993	144 067 678	95 483 126	135 883 126
Ecart de réévaluation	76 453 532	33 053 204	1 000 185	525 050
Résultats en instance d'affectation	0	-361 580	0	0
Provisions pour pertes et charges	13 491 611	14 470 350	11 781 115	12 436 620
Autres fonds propres	0	48 248 991	157 032 115	173 659 771
Total Fonds Propres	406 736 298	425 627 805	453 163 498	510 393 789
Dettes d'investissements	115 451 324	132 411 765	178 135 147	261 016 176
Dettes de stocks	11 602 915	5 370 622	9 672 642	10 698 097
Détentions pour compte	3 617 642	3 989 294	2 967 278	3 061 269
Dettes envers les associés et sociétés apparentées	5 035 252	4 785 543	6 692 494	2 849 448
Dettes d'exploitation	8 557 252	11 259 855	13 096 319	10 744 283
Avances commerciales	14 949 156	20 970 122	21 964 152	23 499 914
Dettes financières	2 168 734	0	0	8 235
Comptes créditeurs de l'actif	293 167	384 529	7 694 549	115 704
Total Dettes	161 675 442	179 171 730	240 222 581	311 993 124
Résultat (Bénéficiaire)	11 374 789	15 260 683	15 924 286	10 088 989
Total Passif	579 786 530	620 060 218	709 310 365	832 475 902

2- جدول حساب النتائج لمؤسسة سونغاز خلال الفترة 2004-2007

En Millions de DA

C/PTE	DESIGNATION	2004		2005		2006		2007*	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	VENTES DE MARCHANDISES		7 613		176		-		94 725
60	MARCHANDISES CONSOMMEES	1 225						82 656	
80	MARGE BRUTE	6 388		176		-		12 069	
80	MARGE BRUTE		6 388		176		-		12 069
71	PRODUCTION VENDUE		84 607 545		96 673 316		109 982 180		118 825 805
72	PRODUCTION STOCKEE		-		-		-		-
73	PROD DE L'ENTREPRISE P/ELLE-MEME		1 739 085		1 516 661		3 148 632		6 489 104
74	PRESTATIONS FOURNIES		3 640 427		3 931 324		4 461 650		6 931 318
75	TRANSFERT DE CHARGES DE PRODUCTION		5 500 365		7 167 030		6 662 385		10 649 439
61	MATIERES & FOURNITURES CONSOMMEES	14 337 192		21 155 968		29 494 850		38 985 740	
62	SERVICES	14 068 115		15 243 142		16 668 616		19 234 781	
	TOTAL	28 405 308	95 433 810	36 339 110	109 288 407	46 163 466	124 254 847	58 220 521	142 907 735
81	VALEUR AJOUTEE	67 088 502		72 889 297		78 091 381		84 687 214	
81	VALEUR AJOUTEE		67 088 502		72 889 297		78 091 381		84 687 214
76	REVENUS FINANCIERS								2 728 346
77	PRODUITS DIVERS		667 446		2 061 628		1 317 339		210 629
78	TRANSFERT DE CHARGES D'EXPLOITATION		1 377 734		201 680		102 930		842 581
63	FRAIS DU PERSONNEL	13 737 437		13 338 271		14 198 030		16 801 233	
64	IMPOTS ET TAXES	2 818 064		3 068 137		3 165 257		2 317 307	
65	FRAIS FINANCIERS	4 815 928		5 696 475		6 981 814		12 451 298	
66	FRAIS DIVERS	1 043 125		1 027 836		1 129 090		1 448 000	
68	DOTAT A UX AMORT. ET AUX PROVISIONS	28 587 710		32 258 806		34 950 346		44 047 645	
	TOTAL	51 012 264	69 133 683	55 389 525	75 152 605	60 424 537	79 511 650	77 065 483	98 468 770
83	RESULTAT D'EXPLOITATION	18 121 419		19 763 080		19 087 113		11 403 287	
79	PRODUITS HORS EXPLOITATION		27 526 820		30 476 710		35 317 919		41 161 745
69	CHARGES HORS EXPLOITATION	31 089 093		31 873 481		35 639 894		42 476 043	
	TOTAL	31 089 093	27 526 820	31 873 481	30 476 710	35 639 894	35 317 919	42 476 043	41 161 745
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		3 562 273		1 396 771		321 975		1 314 298
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		18 121 419		19 763 080		19 087 113		11 403 287
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	3 562 273		1 396 771		321 975		1 314 298	
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE	14 559 146		18 866 309		18 765 137		10 088 989	
889	IMPOT SUR LES BENEFICES	3 184 356		3 105 626		2 840 851		-	
88	RESULTAT (bénéficiaires)	11 374 789		15 260 683		15 924 286		10 088 989	

(*) : Les données financières de l'exercice 2007 ne sont pas certifiées par les Commissaires aux Comptes ni approuvées par l'Assemblée Générale de la Société.

الملحق رقم (04): الميزانيات المحاسبية وجدول حساب النتائج لمؤسسة دحلي خلال الفترة 2005-2008

2008

1- الميزانيات المحاسبية لمؤسسة دحلي خلال الفترة 2005-2008

1-1- الأصول

Actif	Montant net en Milliers de DA		
	2005	2006	2007
Frais préliminaires	112 270	70 823	29 376
Valeurs incorporelles			305
Terrains			
Equipements de Production	4 852 942	6 970 834	23 933 217
Equipements Sociaux			
Investissements en-cours	2 629 794	433 199	1 421 726
INVESTISSEMENT	7 595 006	7 474 855	25 384 624
Marchandises	23 109	21 170	18 571
Matières et Fournitures	93 908	108 944	112 845
Produits finis			
Déchets et rebuts			
Stocks à l'extérieur	6 326	6 470	
STOCKS	123 343	136 584	131 416
Créances d'investissement	194 529	269 618	403 110
Créances de stock	14 977	5 473	1 919
Créances s/assoc et stés app	23 639	3 449	80 003
Avances pour comptes	29 607	36 041	159 019
Avances d'exploitation	37 309	39 655	50 320
Créances sur clients	407 815	558 283	461 034
Disponibilités	466 503	570 526	978 026
Compte débiteur du passif	14 416	14 107	1 215
CREANCES	1 188 794	1 497 152	2 134 646
TOTAL ACTIF	8 907 143	9 108 591	27 650 686

Passif	En Milliers de DA		
	2005	2006	2007
Fonds social	3 732 600	6 294 770	20 882 040
Réserves		92 311	195 152
Résultat en instances d'affectation	- 2 680 188	- 2 680 188	
Prov p/pertes et charges	26 996	80 723	34 416
FONDS PROPRES	1 079 408	3 787 616	21 111 608
Commettants	26 557	5 940	5 349
Dettes d'investissement	6 547 463	3 899 024	4 827 163
Dettes de Stocks	72 471	113 330	119 355
Détention pour compte	116 933	174 810	119 746
Dettes/assoc/stés app	263 858	546 527	603 886
Dettes d'exploitation	423 607	302 265	380 619
Avances commerciales	104 556	121 256	140 473
Dettes financières	135 609	11 051	45 704
Comptes créditeurs actif	44 369	43 924	31 036
DETTES	7 735 424	5 218 127	6 273 331
RESULTAT DE L'EXERCICE	92 311	102 848	265 747
TOTAL PASSIF	8 907 143	9 108 590	27 650 686

2- جدول حساب النتائج لمؤسسة دحلي خلال الفترة 2003-2005

TCR	En Milliers de DA			
	2005	2006	2007	2008
Ventes de marchandises	93 137	100 393	99 716	107 976
Marchandises consommées	19 684	21 677	25 409	28 071
MARGE BRUTE	73 454	78 716	74 307	79 905
Production vendue	421 208	394 755	438 420	602 724
Production stockée				
Production de l'entreprise pour elle-même				
Prestations fournies	1 330 006	1 630 785	1 853 001	2 368 833
Transfert de charges de production	2 922	12 049	13 680	22 097
Matières et fournitures consommées	287 778	362 107	373 004	519 992
Services	273 271	292 904	261 712	350 148
VALEUR AJOUTEE	1 266 540	1 461 296	1 744 692	2 203 419
Produits divers	1 419	3 654	7 805	3 822
Transfert de charges d'exploitation	164 175	24 669	11 076	36 401
Frais du personnel	320 542	344 148	353 887	432 460
Impôts et taxes	56 701	62 675	145 896	87 824
Frais financiers	371 275	212 146	274 972	172 648
Frais divers	15 424	29 095	36 642	37 891
Dotations aux amortissements et provisions	375 558	617 995	583 122	1 302 374
RÉSULTAT D'EXPLOITATION	292 634	223 561	369 053	210 444
Produits hors exploitation	114 915	85 741	346 175	260 328
Charges hors exploitation	294 184	178 778	407 977	184 607
RÉSULTAT HORS EXPLOITATION	-179 268	-93 037	-61 802	75 720
RÉSULTAT BRUT DE L'EXERCICE	113 366	130 523	307 251	307 251
Impôts sur les Bénéfices	21 055	27 675	41 504	66 276
RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE	92 311	102 848	265 747	219 888

الملحق رقم (05): أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2010.

N° séance	Date séance	SONEL-GAZ /14	ALGERIE TELECOM	EGH EL AURASSI	ERIDAD	SAIDAL	Spa DAHLI
1	13/09/1999				2340		
2	20/09/1999				2340	825	
3	27/09/1999				2340	825	
4	04/10/1999				2340	825	
5	11/10/1999				2340	825	
6	18/10/1999				2300	825	
7	25/10/1999				2300	825	
8	02/11/1999				2340	825	
9	08/11/1999				2300	820	
10	15/11/1999				2300	800	
11	22/11/1999				2300	800	
12	29/11/1999				2300	800	
13	06/12/1999				2310	800	
14	14/12/1999				2310	800	
15	20/12/1999				2305	800	
16	27/12/1999				2305	765	
17	03/01/2000				2300	770	
18	10/01/2000				2300	800	
19	17/01/2000				2300	800	
20	24/01/2000				2300	775	
21	31/01/2000				2300	765	
22	07/02/2000				2300	785	
23	14/02/2000			400	2330	800	
24	21/02/2000			400	2300	800	
25	28/02/2000			400	2325	800	
26	06/03/2000			400	2305	800	

27	13/03/2000			400	2350	800	
28	20/03/2000			405	2300	795	
29	27/03/2000			405	2300	800	
30	03/04/2000			400	2305	800	
31	10/04/2000			405	2305	800	
32	17/04/2000			405	2300	800	
33	24/04/2000			400	2300	800	
34	02/05/2000			400	2300	795	
35	08/05/2000			400	2300	800	
36	15/05/2000			380	2300	800	
37	22/05/2000			390	2300	800	
38	29/05/2000			390	2300	0	
39	05/06/2000			390	2300	775	
40	12/06/2000			390	2300	775	
41	20/06/2000			390	2300	740	
42	26/06/2000			390	2300	760	
43	03/07/2000			390	2300	770	
44	10/07/2000			380	2300	800	
45	17/07/2000			395	2300	0	
46	24/07/2000			380	2300	760	
47	31/07/2000			390	2300	735	
48	07/08/2000			395	2300	740	
49	14/08/2000			385	2300	765	
50	21/08/2000			380	2300	780	
51	28/08/2000			395	2300	800	
52	04/09/2000			380	2300	800	
53	11/09/2000			380	2300	0	
54	18/09/2000			395	2300	0	
55	25/09/2000			395	2300	760	

56	02/10/2000			400	2300	765	
57	09/10/2000			385	2300	770	
58	16/10/2000			375	2300	770	
59	23/10/2000			380	2300	745	
60	30/10/2000			380	2300	740	
61	06/11/2000			385	2290	735	
62	13/11/2000			385	2295	710	
63	20/11/2000			380	2295	720	
64	27/11/2000			375	2300	0	
65	04/12/2000			375	2300	0	
66	11/12/2000			365	2300	750	
67	18/12/2000			375	2295	780	
68	25/12/2000			370	2295	780	
69	02/01/2001			0	2300	790	
70	08/01/2001			375	2300	785	
71	15/01/2001			380	2300	0	
72	22/01/2001			380	2300	770	
73	29/01/2001			380	2300	780	
74	05/02/2001			380	2300	0	
75	12/02/2001			380	0	770	
76	19/02/2001			365	2300	0	
77	26/02/2001			365	0	0	
78	07/03/2001			350	2290	0	
79	12/03/2001			350	2295	795	
80	19/03/2001			350	2285	790	
81	27/03/2001			365	2285	770	
82	02/04/2001			365	2285	0	
83	09/04/2001			365	2285	0	
84	16/04/2001			380	2285	735	

85	23/04/2001			380	2280	735	
86	30/04/2001			380	0	0	
87	07/05/2001			380	2195	700	
88	14/05/2001			365	2090	665	
89	21/05/2001			0	1990	695	
90	28/05/2001			0	1990	725	
91	05/06/2001			350	0	760	
92	11/06/2001			335	1895	0	
93	18/06/2001			330	1895	0	
94	25/06/2001			345	1805	725	
95	02/07/2001			350	1715	720	
96	09/07/2001			365	1800	735	
97	16/07/2001			380	1750	735	
98	23/07/2001			380	1750	0	
99	30/07/2001			380	1700	715	
100	06/08/2001			380	0	0	
101	13/08/2001			380	0	0	
102	20/08/2001			380	1700	0	
103	27/08/2001			365	1700	0	
104	03/09/2001			0	1785	0	
105	10/09/2001			350	1785	0	
106	17/09/2001			0	1870	0	
107	24/09/2001			335	1780	0	
108	01/10/2001			320	1780	0	
109	08/10/2001			0	1780	0	
110	15/10/2001			305	1700	0	
111	22/10/2001			290	1645	0	
112	29/10/2001			0	0	0	
113	05/11/2001			280	0	645	

114	12/11/2001			270	0	615	
115	19/11/2001			260	1640	0	
116	26/11/2001			260	0	0	
117	03/12/2001			260	1560	0	
118	10/12/2001			270	1635	585	
119	18/12/2001			260	1635	560	
120	24/12/2001			270	1600	535	
121	31/12/2001			270	0	510	
122	07/01/2002			260	0	485	
123	14/01/2002			255	1560	505	
124	21/01/2002			255	0	505	
125	28/01/2002			265	0	530	
126	04/02/2002			255	1635	555	
127	11/02/2002			255	1645	560	
128	18/02/2002			250	1595	0	
129	25/02/2002			245	0	535	
130	04/03/2002			255	0	0	
131	11/03/2002			260	0	560	
132	18/03/2002			265	0	585	
133	25/03/2002			265	1440	560	
134	01/04/2002			275	0	0	
135	08/04/2002			270	0	535	
136	10/04/2002			265	0	510	
137	15/04/2002			265	0	490	
138	17/04/2002			265	0	490	
139	22/04/2002			265	0	490	
140	24/04/2002			265	0	490	
141	29/04/2002			265	0	490	
142	02/05/2002			265	1300	490	

143	06/05/2002			265	1235	490	
144	08/05/2002			270	0	0	
145	13/05/2002			265	0	0	
146	15/05/2002			270	0	0	
147	20/05/2002			265	0	470	
148	22/05/2002			265	0	0	
149	27/05/2002			265	0	0	
150	29/05/2002			270	0	0	
151	03/06/2002			270	0	450	
152	05/06/2002			0	0	0	
153	10/06/2002			0	0	430	
154	12/06/2002			0	0	0	
155	17/06/2002			0	1155	0	
156	20/06/2002			0	0	0	
157	24/06/2002			0	0	0	
158	26/06/2002			0	1145	0	
159	01/07/2002			260	1100	0	
160	03/07/2002			250	0	0	
161	08/07/2002			240	0	0	
162	10/07/2002			0	0	0	
163	15/07/2002			0	0	0	
164	17/07/2002			0	0	0	
165	22/07/2002			235	0	0	
166	24/07/2002			240	0	390	
167	29/07/2002			0	0	405	
168	31/07/2002			0	1100	410	
169	05/08/2002			0	0	0	
170	07/08/2002			230	0	430	
171	12/08/2002			235	0	0	

172	14/08/2002			0	0	450	
173	19/08/2002			0	0	0	
174	21/08/2002			225	0	0	
175	26/08/2002			225	0	0	
176	28/08/2002			225	0	0	
177	02/09/2002			0	0	0	
178	04/09/2002			225	0	0	
179	09/09/2002			215	0	0	
180	11/09/2002			215	0	0	
181	16/09/2002			215	0	0	
182	18/09/2002			215	1095	430	
183	23/09/2002			0	0	410	
184	25/09/2002			0	0	0	
185	30/09/2002			0	0	0	
186	02/10/2002			0	0	390	
187	07/10/2002			215	0	400	
188	09/10/2002			0	0	400	
189	14/10/2002			0	0	400	
190	16/10/2002			210	0	380	
191	21/10/2002			0	0	395	
192	23/10/2002			0	0	405	
193	28/10/2002			0	0	385	
194	30/10/2002			0	0	0	
195	04/11/2002			210	0	370	
196	06/11/2002			215	1050	385	
197	11/11/2002			210		370	
198	13/11/2002			215	0	385	
199	18/11/2002			210	0	400	
200	20/11/2002			0	0	410	

201	25/11/2002			210	0	410	
203	02/12/2002			215	0	405	
205	09/12/2002			220	0	0	
207	16/12/2002			220	0	425	
209	23/12/2002			230	0	430	
211	30/12/2002			240	0	430	
213	06/01/2003			250	0	0	
215	13/01/2003			255	0	430	
217	20/01/2003			255	1050	435	
219	27/01/2003			255	0	420	
221	03/02/2003			255	0	420	
223	10/02/2003			255	0	420	
225	17/02/2003			255	0	420	
227	24/02/2003			255	0	420	
229	03/03/2003				1045	425	
231	10/03/2003			255	0	430	
233	17/03/2003			255	0	435	
235	24/03/2003			255	0	450	
237	31/03/2003			260	0	450	
239	07/04/2003			260	0	450	
241	14/04/2003			260	0	0	
243	21/04/2003			260	0	450	
245	28/04/2003			260	0	470	
247	05/05/2003			265	995	470	
249	12/05/2003			270	990	455	
251	19/05/2003			260	945	0	
253	26/05/2003			0	0	0	
255	02/06/2003			265	990	435	
257	09/06/2003			0	0	0	

259	16/06/2003			260	995	0	
261	23/06/2003			260	950	415	
263	30/06/2003			250	0	0	
265	07/07/2003			0	0	0	
267	14/07/2003			0	0	0	
269	21/07/2003			0	0	0	
271	28/07/2003			250	945	0	
273	04/08/2003			250	0	0	
275	11/08/2003			0	0	0	
277	18/08/2003			0	0	0	
279	25/08/2003			0	0	0	
281	01/09/2003			250	945	0	
283	08/09/2003			250	0	0	
285	15/09/2003			260	970	0	
287	22/09/2003			250	0	0	
289	29/09/2003			0	0	0	
291	06/10/2003			260	0	400	
293	13/10/2003			260	0	0	
295	20/10/2003			250	0	0	
297	27/10/2003			260	0	0	
299	03/11/2003			260	0	0	
301	10/11/2003			260	0	0	
303	17/11/2003			250	0	0	
305	24/11/2003			0	950	0	
307	01/12/2003			260	970	380	
309	08/12/2003			260	0	0	
311	15/12/2003			260	970	0	
313	22/12/2003			0	1000	0	
315	29/12/2003			260	0	0	

317	05/01/2004			260	1050	0	
319	12/01/2004			260	0	365	
321	19/01/2004			0	1050	0	
323	26/01/2004			260	0	0	
325	03/02/2004			260	0	0	
327	09/02/2004			260	0	0	
329	16/02/2004			270	1050	0	
331	23/02/2004			0	0	0	
333	01/03/2004					0	
335	08/03/2004			260	1000	0	
337	15/03/2004			270	1000	0	
339	22/03/2004			270	1000	0	
341	29/03/2004			0	0	0	
343	05/04/2004			270	1000	0	
345	12/04/2004			270		0	
347	19/04/2004			0		0	
349	26/04/2004			270		360	
351	03/05/2004			0	0	0	
353	10/05/2004			0	0	345	
355	17/05/2004			270	0	0	
357	24/05/2004			0	1000	0	
359	31/05/2004			270	0	0	
361	07/06/2004			0	0	345	
363	14/06/2004			270	1000	0	
365	21/06/2004			270	0	0	
366	23/06/2004			270			
367	28/06/2004			270	0	0	
369	06/07/2004			0	0	0	
371	12/07/2004			270	0	0	

373	19/07/2004			270	0	0	
375	26/07/2004			270	0	0	
377	02/08/2004			270	0	0	
379	09/08/2004			270	0	0	
381	16/08/2004			270	0	0	
383	23/08/2004			270	0	0	
385	30/08/2004			0	0	0	
387	06/09/2004			270	0	0	
390	15/09/2004			270			
391	20/09/2004			270	0	0	
393	27/09/2004			270	0	0	
395	04/10/2004			270	0	0	
397	11/10/2004			270	0	0	
403	02/11/2004			0	0	345	
405	08/11/2004			270	0	0	
407	16/11/2004			0	0	0	
409	22/11/2004			270	0	345	
411	29/11/2004			280	0	345	
413	06/12/2004			270	0	345	
415	13/12/2004			270	0	345	
417	20/12/2004			275	1000	345	
419	27/12/2004			0		0	
421	03/01/2005			0		0	
423	10/01/2005			0		0	
425	17/01/2005			0	0	0	
427	24/01/2005			0		0	
429	31/01/2005			265		0	
431	07/02/2005			0		0	
433	14/02/2005			0		0	

445	28/03/2005					345	
447	04/04/2005			0			
449	11/04/2005			270			
451	18/04/2005			0		345	
453	25/04/2005			270		350	
455	02/05/2005			0		0	
457	09/05/2005					345	
459	16/05/2005			0		0	
461	23/05/2005			0			
463	30/05/2005			0			
465	06/06/2005			0		0	
467	13/06/2005			270		0	
469	20/06/2005			0		0	
471	27/06/2005			0			
473	04/07/2005			0		0	
475	11/07/2005			0		0	
479	25/07/2005			0			
481	01/08/2005			0		0	
483	08/08/2005			270		0	
485	15/08/2005					0	
487	22/08/2005					0	
489	29/08/2005			270		0	
491	05/09/2005			275		0	
493	12/09/2005			0		0	
495	19/09/2005			275	0	345	
497	26/09/2005			280	0	345	
499	03/10/2005			0	0	345	
501	10/10/2005			280	0	0	
503	17/10/2005			0	0	345	

505	24/10/2005			290		0	
507	31/10/2005			295		0	
509	07/11/2005			300		0	
511	14/11/2005			300		345	
513	21/11/2005			300		345	
515	28/11/2005			300		350	
517	05/12/2005			300		350	
519	12/12/2005			300		355	
521	19/12/2005			300		360	
523	26/12/2005			300		360	
527	09/01/2006			0			
529	16/01/2006			300		0	
531	23/01/2006			0		360	
533	30/01/2006			0		0	
535	06/02/2006			0		0	
537	13/02/2006			305		360	
539	20/02/2006			305	0	0	
541	27/02/2006			305	0	360	
543	06/03/2006			300		0	
545	13/03/2006			310		0	
547	20/03/2006			310		360	
549	27/03/2006			0	0	0	
551	03/04/2006			320	160	360	
553	10/04/2006			325		0	
555	17/04/2006			340		360	
557	24/04/2006			355		0	
559	02/05/2006			360		365	
561	08/05/2006			375		365	
563	15/05/2006			390		0	

564	17/05/2006			405		380	
565	22/05/2006			415		385	
566	24/05/2006					385	
567	29/05/2006			0		0	
568	31/05/2006			0		0	
569	05/06/2006			410		400	
570	07/06/2006			0		0	
571	12/06/2006			0			
572	14/06/2006			400		0	
573	19/06/2006			400		400	
574	21/06/2006			400		405	
575	26/06/2006			0		405	
576	28/06/2006			405		405	
577	03/07/2006			0		0	
578	06/07/2006			405		410	
579	10/07/2006			0		420	
580	12/07/2006			0		0	
581	17/07/2006					0	
582	19/07/2006			405		0	
583	24/07/2006			0		0	
584	26/07/2006			405		0	
585	31/07/2006			0		440	
586	02/08/2006			0		0	
587	07/08/2006			0		0	
588	09/08/2006			0		0	
589	14/08/2006			0		0	
590	16/08/2006			0		0	
591	21/08/2006			0		0	
592	23/08/2006			0			

593	28/08/2006			0		0	
594	30/08/2006			0		0	
595	04/09/2006			0		440	
596	06/09/2006			0		0	
597	11/09/2006			385		440	
598	13/09/2006			400		440	
599	18/09/2006			0		0	
600	20/09/2006			400		450	
601	25/09/2006			0		450	
602	27/09/2006			0		450	
603	02/10/2006			0		0	
604	04/10/2006			0		0	
605	09/10/2006			0		0	
606	11/10/2006			0		0	
607	16/10/2006			0		0	
608	18/10/2006			400		440	
609	23/10/2006			0		0	
610	29/10/2006			0			
611	31/10/2006			0		0	
612	05/11/2006			0		0	
613	07/11/2006			400			
614	09/11/2006			0			
615	13/11/2006			385		0	
616	15/11/2006			0		0	
617	20/11/2006			385		0	
618	22/11/2006		100.7	0		0	
619	27/11/2006		100.7	395		0	
620	29/11/2006		0	385		0	
621	04/12/2006		0	0		0	

622	06/12/2006		0	390		0	
623	11/12/2006		0	0		0	
624	13/12/2006		100.7	385		0	
625	18/12/2006		0	385		0	
626	20/12/2006		0	385		0	
627	25/12/2006		0	0		0	
628	27/12/2006		0	385		0	
629	02/01/2007		0	0		0	
630	04/01/2007		0	0		0	
631	08/01/2007		0	385		0	
632	10/01/2007		0	0		0	
633	15/01/2007		0	385		0	
634	17/01/2007		0	0		0	
635	22/01/2007		0	0		0	
636	24/01/2007		0	385		0	
637	30/01/2007		0	400		0	
638	01/02/2007		0	410		0	
639	05/02/2007		0	400		0	
640	07/02/2007		0	0		0	
641	12/02/2007		0	0		0	
642	14/02/2007		0	405		440	
643	19/02/2007		0	0		0	
644	21/02/2007		0	410		0	
645	26/02/2007		0	0		0	
646	28/02/2007		0	415		0	
647	05/03/2007		0	405		0	
648	07/03/2007		0	400		0	
649	12/03/2007		100.4	0		0	
650	14/03/2007		0	0		0	

651	19/03/2007		0	400		0	
652	21/03/2007		0	400		0	
653	26/03/2007		0	400		0	
654	28/03/2007		0	400		0	
655	02/04/2007		0	0		0	
656	04/04/2007		0	0		0	
657	09/04/2007		100.4	400		0	
658	11/04/2007		0	0		0	
659	16/04/2007		100	0		0	
660	18/04/2007		0	400		0	
661	23/04/2007		0	400		0	
662	25/04/2007		0	400		0	
663	30/04/2007		100	0		0	
664	03/05/2007		0	0		0	
665	07/05/2007		0	0		0	
666	09/05/2007		0	400		0	
667	14/05/2007		0	400		0	
668	16/05/2007		0	400		0	
669	21/05/2007		0	0		0	
670	23/05/2007		0	0		0	
671	28/05/2007		0	0		0	
672	30/05/2007		0	400		0	
673	04/06/2007		100	0		0	
674	06/06/2007		0	0		0	
675	11/06/2007		100	0		0	
676	13/06/2007		0	0		0	
677	18/06/2007		0	0		0	
678	20/06/2007		0	0		0	
679	25/06/2007		0	420		0	

680	27/06/2007		0	420		0	
681	02/07/2007		0	420		0	
682	04/07/2007		0	0		0	
683	09/07/2007		0	0		0	
684	11/07/2007		0	0		0	
685	16/07/2007		0	0		0	
686	18/07/2007		0	0		0	
687	23/07/2007		0	420		0	
688	25/07/2007		0	420		0	
689	30/07/2007		0	0		0	
690	01/08/2007		0	0		0	
691	06/08/2007		0	400		0	
692	08/08/2007		0	0		0	
693	13/08/2007		0	400		0	
694	15/08/2007		0	400		0	
695	20/08/2007		0	400		0	
696	22/08/2007		0	405		0	
697	27/08/2007		0	400		0	
698	29/08/2007		0	0			
699	03/09/2007		0	0		0	
700	05/09/2007		0	0		0	
701	10/09/2007		0	0		0	
702	12/09/2007		0	0		0	
703	17/09/2007		0	400		0	
704	19/09/2007		100	400		0	
705	24/09/2007		0	0		0	
706	26/09/2007		0	400		0	
707	01/10/2007		99	400		0	
708	03/10/2007		0	400		0	

709	08/10/2007		0	0		0	
710	10/10/2007		0	0		0	
711	15/10/2007		0	0		0	
712	17/10/2007		0	0		0	
713	22/10/2007		99	400		0	
714	24/10/2007		0	0		0	
715	29/10/2007		100	0		0	
716	31/10/2007		99	400		0	
717	05/11/2007		99	0		0	
718	07/11/2007		100	400		0	
719	12/11/2007		99	0		0	
720	14/11/2007		0	0		0	
721	19/11/2007		99	0		0	
722	21/11/2007		100	405		0	
723	26/11/2007		0	405		0	
724	28/11/2007		0	0		0	
725	03/12/2007		0	0		0	
726	05/12/2007		99.8	0		400	
727	10/12/2007		99.8	0		0	
728	12/12/2007		99.8	0		400	
729	17/12/2007		99.8	405		400	
730	23/12/2007			0		0	
731	25/12/2007		0	0		0	
732	27/12/2007		99.8	410		0	
733	31/12/2007		0	0		0	
734	03/01/2008		100	405		400	
735	07/01/2008		0	0		400	
736	10/01/2008		0	405		0	
737	14/01/2008		0	0		410	

738	16/01/2008		0	0		400	
739	21/01/2008		100	0		400	
740	23/01/2008		100	0		0	
741	28/01/2008		0	0		400	
742	30/01/2008		100	410		0	
743	04/02/2008		100	405		400	
744	06/02/2008		0	0		400	
745	11/02/2008		100	0		410	
746	13/02/2008		100	405		0	
747	18/02/2008		0	410		0	
748	20/02/2008		100	410		0	
749	25/02/2008		0	410		0	
750	27/02/2008		0	0		410	
751	03/03/2008		100.1	410		400	
752	05/03/2008		100.1	410		410	
753	10/03/2008		0	410		410	
754	12/03/2008		0	0		0	
755	17/03/2008		100.1	410		410	
756	19/03/2008		0	410		410	
757	24/03/2008		0	410		410	
758	26/03/2008		100.2	0		0	
759	31/03/2008		100.2	0		410	
760	02/04/2008		0	0		410	
761	07/04/2008		100.2	415		410	
762	09/04/2008		0	415		0	
763	14/04/2008		100.2	415		410	
764	16/04/2008		100.2	415		410	
765	21/04/2008		100.2	0		405	
766	23/04/2008		100.2	415		405	

767	28/04/2008		0	0		405	
768	30/04/2008		100.2	0		405	
769	05/05/2008		0	420		405	
770	07/05/2008		0	415		400	
771	12/05/2008		100.3	0		400	
772	14/05/2008		0	0		400	
773	19/05/2008		100.3	0		400	
774	21/05/2008		100.3	420		400	
775	26/05/2008		100.3	420		400	
776	28/05/2008		100.3	425		400	
777	02/06/2008		100.3	425		400	
778	04/06/2008		100.3	425		400	
779	09/06/2008		100.3	425		400	
780	11/06/2008		100.3	425		400	
781	16/06/2008		100.3	425		380	
782	18/06/2008		100.3	430		380	
783	23/06/2008		100.3	430		380	
784	25/06/2008		100.3	430		380	
785	30/06/2008		100.3	430		380	
786	02/07/2008		100.3	430		380	
787	07/07/2008		100.3	430		380	
788	09/07/2008		100.3	430		395	
789	14/07/2008		100.3	430		395	
790	16/07/2008		100.3	430		395	
791	21/07/2008		100.3	435		395	
792	23/07/2008		100.3	435		395	
793	28/07/2008	100	100.3	435		395	
794	30/07/2008	100	100.3	430		395	
795	04/08/2008	100	100.3	430		395	

796	06/08/2008	100	100.3	430		395	
797	11/08/2008	100	100.3	430		395	
798	13/08/2008	100	100.3	430		395	
799	18/08/2008	100	100.3	430		395	
800	20/08/2008	100	100.3	430		395	
801	25/08/2008	100	100.3	430		395	
802	27/08/2008	100	100.3	430		380	
803	01/09/2008	100	100.3	430		380	
804	03/09/2008	100	100.3	430		380	
805	08/09/2008	100	100.2	430		380	
806	10/09/2008	100	100.2	430		380	
807	15/09/2008	100	100.3	430		380	
808	17/09/2008	100	100.3	430		380	
809	22/09/2008	100	100.3	430		380	
810	24/09/2008	100	100.3	430		380	
811	29/09/2008	100	100.3	430		380	
812	06/10/2008	100	100.3	430		380	
813	08/10/2008	100	100.3	430		380	
814	13/10/2008	100	100.3	430		380	
815	15/10/2008	100	100.3	430		380	
816	20/10/2008	100	100.3	430		380	
817	22/10/2008	100	100.3	430		380	
818	27/10/2008	100	100.3	430		380	
819	29/10/2008	100	100.3	430		385	
820	03/11/2008	100	100.3	430		385	
821	05/11/2008	100	100	430		385	
822	10/11/2008	100	100	430		385	
823	12/11/2008	100	100	430		385	
824	17/11/2008	100	100.3	430		385	

825	19/11/2008	100	100.3	450		385	
826	24/11/2008	100.2	100.3	450		385	
827	26/11/2008	100	100.3	450		385	
828	01/12/2008	100	100.3	450		385	
829	03/12/2008	100.2	100.3	450		385	
830	10/12/2008	100.2	100.3	450		385	
831	15/12/2008	100.2	100.3	450		385	
832	17/12/2008	100.2	100.3	450		385	
833	22/12/2008	100.2	100.3	450		380	
834	24/12/2008	100.2	100.3	450		380	
835	31/12/2008	100.2	100.3	450		380	
836	05/01/2009	100.2	100.3	450		380	
837	08/01/2009	100.2	100.3	450		380	
838	12/01/2009	100	100.3	450		380	
839	14/01/2009	100.2	100.3	450		380	
840	19/01/2009	100.2	100.4	450		380	
841	21/01/2009	100	100.4	450		380	
842	26/01/2009	100	100.4	450		380	
843	28/01/2009	100	100.4	450		380	
844	02/02/2009	100	100.4	450		380	
845	04/02/2009	100	100.4	450		380	
846	09/02/2009	100	100.4	450		380	
847	11/02/2009	100	100.4	450		380	
848	16/02/2009	100	100.4	450		380	
849	18/02/2009	100	100.4	450		380	
850	23/02/2009	100	100.4	450		380	
851	25/02/2009	100	100.4	450		380	
852	02/03/2009	100	100.4	450		380	
853	04/03/2009	100	100.4	450		380	

854	10/03/2009	100	100.4	450		380	
855	12/03/2009	100	100.4	450		380	
856	16/03/2009	100	100.6	450		380	100
857	18/03/2009	100	100.9	450		380	100
858	23/03/2009	100	100.9	450		380	100
859	25/03/2009	100	100.9	450		380	100
860	30/03/2009	100	100.9	450		380	100
861	01/04/2009	100	100.9	450		380	100
862	06/04/2009	100	101	450		380	100
863	08/04/2009	100	101	450		380	100
864	13/04/2009	100	101	450		380	100
865	15/04/2009	100	101.2	450		380	100
866	20/04/2009	100	100.6	450		380	100
867	22/04/2009	100	100.6	450		380	100
868	27/04/2009	100	100.6	450		380	100
869	29/04/2009	100	100.6	450		380	100
870	04/05/2009	100	100.6	450		380	100
871	06/05/2009	100	100.6	450		380	100
872	11/05/2009	100	100.6	450		380	100
873	13/05/2009	100	100.7	450		380	100
874	18/05/2009	100	100.7	450		380	100
875	20/05/2009	100	100.7	450		380	100
876	25/05/2009	100	101.1	450		380	100
877	27/05/2009	100	101.1	450		380	100
878	01/06/2009	100	101.1	450		380	100
879	03/06/2009	100	101.1	450		380	100
880	08/06/2009	100	101.1	450		380	100
881	10/06/2009	100	101.2	450		380	100
882	15/06/2009	100	101.2	450		380	100

883	17/06/2009	100	101.2	450		380	100
884	22/06/2009	100	101.8	450		380	100
885	24/06/2009	100	101.8	450		380	100
886	29/06/2009	100	101.9	450		385	100
887	01/07/2009	100	101.8	450		385	100
888	06/07/2009	100	101.8	450		385	100
889	08/07/2009	100	101.8	450		385	100
890	13/07/2009	100	101.8	450		385	100
891	15/07/2009	100	101.8	450		385	100
892	20/07/2009	100	101.8	450		385	100
893	22/07/2009	100	101.8	450		385	100
894	27/07/2009	100	101.8	450		385	100
895	29/07/2009	100	101.8	450		385	100
896	03/08/2009	100	101.8	450		385	100
897	05/08/2009	100	101.8	450		385	100
898	10/08/2009	100	101.8	450		385	100
899	12/08/2009	100	101.8	450		385	100
900	17/08/2009	100	101.8	450		385	100
901	19/08/2009	100	101.8	450		385	100
902	24/08/2009	100	101.8	450		385	100
903	26/08/2009	100	101.8	450		385	100
904	31/08/2009	100	101.8	450		385	100
905	02/09/2009	100	101.8	450		385	100
906	07/09/2009	100	101.8	450		385	100
907	09/09/2009	100	101.8	450		385	100
908	14/09/2009	100	101.8	450		385	100
909	16/09/2009	100	101.8	450		385	100
910	22/09/2009	100	101.8	450		385	100
911	24/09/2009	100	101.8	450		385	100

912	28/09/2009	100	101.8	450		385	100
913	30/09/2009	100	101.8	450		385	100
914	05/10/2009	100	101.8	450		385	100
915	07/10/2009	100	101.8	450		385	100
916	12/10/2009	100	101.8	450		400	100
917	14/10/2009	100	101.8	450		400	100
918	19/10/2009	100	101.8	450		400	100
919	21/10/2009	100	101.8	450		400	100
920	26/10/2009	100	101.8	450		385	100
921	28/10/2009	100	101.8	450		400	100
922	02/11/2009	100	101.8	450		400	100
923	04/11/2009	100	100.8	450		400	100
924	09/11/2009	100	100	450		400	100
925	11/11/2009	100	100	450		400	100
926	16/11/2009	100	100	450		400	100
927	18/11/2009	100	100.5	450		400	100
928	23/11/2009	100	100	450		385	100
929	25/11/2009	100	100.5	450		385	100
930	30/11/2009	100	100.5	450		385	100
931	02/12/2009	100	100.5	450		385	100
932	07/12/2009	100	100.5	450		385	100
933	09/12/2009	100	100.5	450		385	100
934	14/12/2009	100	100.5	450		385	100
935	16/12/2009	100	100	450		385	100
936	21/12/2009	100	100	450		385	100
937	23/12/2009	100	100	450		385	100
938	28/12/2009	100	100	450		385	100
939	30/12/2009	100	100	450		385	100

940	04/01/2010	100	100	450		390	100
941	06/01/2010	100	100	450		400	100
942	11/01/2010	100	100	450		400	100
943	13/01/2010	100	100	450		390	100
944	18/01/2010	100	100	450		390	100
945	20/01/2010	100	100	450		390	100
946	25/01/2010	100	100	450		400	100
947	27/01/2010	100	100	450		400	100
948	01/02/2010	100	100	450		400	100
949	03/02/2010	100	100	450		400	100
950	08/02/2010	100	100	450		400	100
951	10/02/2010	100	100	450		400	100
952	15/02/2010	100	100	450		400	100
953	17/02/2010	100	100	450		400	100
954	23/02/2010	100	100.1	450		400	100
955	25/02/2010	100	100.1	450		400	100
956	01/03/2010	100	100.1	450		400	100
957	03/03/2010	100	100.1	450		405	100
958	08/03/2010	100	100.1	450		405	100
959	10/03/2010	100	100.1	450		405	100
960	15/03/2010	100	100.1	450		405	100
961	17/03/2010	100	100.1	450		405	100
962	22/03/2010	100	100.1	450		405	100
963	24/03/2010	100	100.1	450		405	100
964	29/03/2010	100	100.1	450		405	100
965	31/03/2010	100	100.1	450		405	100
966	05/04/2010	100	100.5	450		405	100
967	07/04/2010	100	100	450		405	100

968	12/04/2010	100	100	450		405	100
969	14/04/2010	100	100	450		405	100
970	19/04/2010	100	100	450		405	100
971	21/04/2010	100	100	450		405	100
972	26/04/2010	100	100	450		405	100
973	28/04/2010	100	100	450		405	100
974	03/05/2010	100	100	450		405	100
975	05/05/2010	100	100	450		405	100
976	10/05/2010	100	100	450		405	100
977	12/05/2010	100	100	450		405	99.9
978	17/05/2010	100	100	450		405	99.9
979	19/05/2010	100.1	100	450		420	99.9
980	24/05/2010	100	100	450		420	99.9
981	26/05/2010	100.1	100	450		420	99.9
982	31/05/2010	100.1	100	450		420	99.9
983	02/06/2010	100.1	100	450		430	99.9
984	07/06/2010	100	100.1	450		430	99.9
985	09/06/2010	100	100.1	450		430	99.9
986	14/06/2010	100	100.1	450		435	99.9
987	16/06/2010	100	100.1	450		435	99.9
988	21/06/2010	100	100.1	450		450	99.9
989	23/06/2010	100	100.1	450		450	99.9
990	28/06/2010	100	100.1	450		450	99.9
991	30/06/2010	100	100.1	450		450	99.9
992	06/07/2010	100	100.1	470		470	99.9
993	08/07/2010	100.1	100.1	470		470	99.9
994	12/07/2010	100	100.1	470		470	99.9
995	14/07/2010	100	100.1	470		470	99.9
996	19/07/2010	100	100.1	470		470	99.9

997	21/07/2010	100	100.1	470		470	99.9
998	26/07/2010	100	100.1	450		470	99.9
999	28/07/2010	100	100.1	450		470	99.9
1000	02/08/2010	100	100.1	450		470	99.9
1001	04/08/2010	100	100.1	450		470	99.9
1002	09/08/2010	100	100.1	450		470	99.9
1003	11/08/2010	100	100.1	450		435	99.9
1004	16/08/2010	100	100.1	450		470	99.9
1005	18/08/2010	100	100.1	450		470	99.9
1006	23/08/2010	100	100.1	450		470	100
1007	25/08/2010	100	100.1	450		470	100
1008	30/08/2010	100	100.1	450		470	100
1009	01/09/2010	100	100.1	450		470	100
1010	06/09/2010	100	100.1	450		470	100
1011	08/09/2010	100	100.1	450		470	100
1012	13/09/2010	100	100.1	450		470	100
1013	15/09/2010	100	100.1	450		470	100
1014	20/09/2010	100	100.1	450		470	100
1015	22/09/2010	100	100.1	450		470	100
1016	27/09/2010	100	100.1	450		470	100
1017	29/09/2010	100	100.1	450		470	100
1018	04/10/2010	100	100.1	450		470	100
1019	06/10/2010	100	100.1	450		470	100
1020	11/10/2010	100	100.1	450		470	100
1021	13/10/2010	100	100.1	450		470	100
1022	18/10/2010	100	100.1	450		470	100
1023	20/10/2010	100	100.1	450		470	100
1024	25/10/2010	100	100.1	450		470	100
1025	27/10/2010	100	100.1	450		470	100

1026	02/11/2010	100	100.1	450		470	100
1027	04/11/2010	100	100.2	450		470	100
1028	08/11/2010	100	100.2	450		470	100
1029	10/11/2010	100	100.3	450		480	100
1030	15/11/2010	100	100.3	450		480	100
1031	21/11/2010	100	100.3	450		480	100
1032	23/11/2010	100	100.3	450		480	100
1033	29/11/2010	100	100.3	450		500	100
1034	01/12/2010	100	100.3	450		500	99
1035	05/12/2010	100	100.3	450		500	99
1036	09/12/2010	100	100.3	450		500	99
1037	13/12/2010	100	100.3	450		500	99
1038	15/12/2010	100	100.3	450		500	99
1039	20/12/2010	100	100.3	450		500	99
1040	22/12/2010	100	100.3	450		500	99
1041	27/12/2010	100	100.3	450		520	99
1042	29/11/2010	100	100.3	450		520	99