



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
جامعة محمد خيضر - بسكرة
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع

دور سوق الأوراق المالية في تحسين الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة مجمع صيدال الفترة: (2010 الى 2013)

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: الأسواق المالية والبورصات

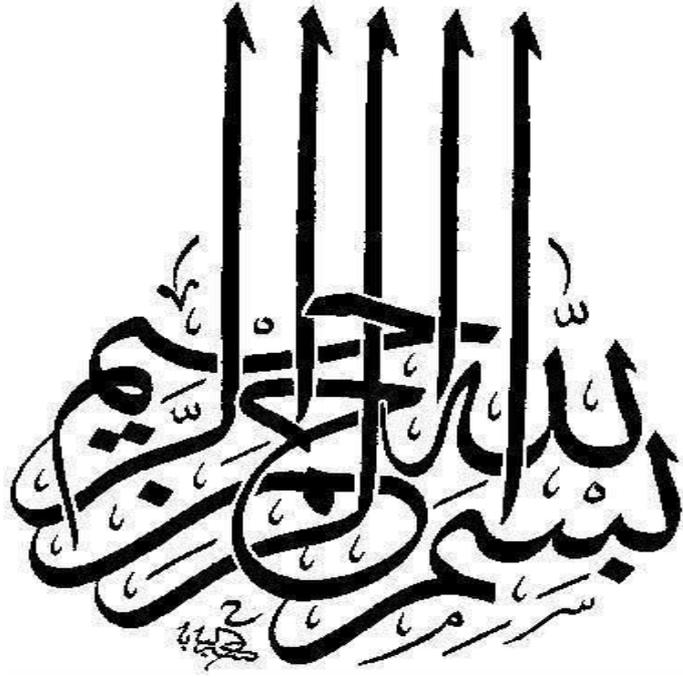
إشراف الدكتور:
عبد الله غالم

إعداد الطالب:
منير عوادي

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة بسكرة	أ. د. / حدة رايس
مقررا	جامعة بسكرة	د. / عبد الله غالم
ممتحنا	جامعة باتنة	أ.د. / عمر شريف
ممتحنا	جامعة بسكرة	د. / حامد نور الدين

السنة الجامعية: 2015/2014



يأيها الذين آمنوا إذا قيل لكم تفسحوا في المجلس فافسحوا يفسح
الله لكم وإذا قيل انشروا فانشروا يرفع الله الذين آمنوا منكم
والذين أتوا العلم درجات والله بما تعملون خير (11).

صدق الله العظيم .

"آية 11 من سورة (المجادلة)"

الاهداء

اذا كان الاهداء يعبر ولو بجزء من الوفاء

فالإهداء

الى

معلم البشرية ومنبع العلم نبينا محمد (صلى الله عليه وسلم)

الى.....

مثل الابوة الاعلى... والدي العزيز

الى....

حبيبة قلبي الاولى...امي الحنونة

الى....

إلى التي كانت لي نعم العون في انجاز هذا العمل...زوجتي

الى....

رمز الحنان .. الى ام كل الناس... جدتي الغالية

الى....

الحب كل الحب.... اخوتي واخواتي

الى...

كافة الاهل والاصدقاء

الى...

من مهدوا الطريق امامي للوصول الى ذروة العلم

اهدي هذا الجهد المتواضع

كلمة شكر

إن الحمد لله نحمده ونستعينه على انه وفقنا في اتمام هذا البحث وتقدم بجزيل الشكر والاحترام إلى الأستاذ المشرف: عبد الله عالم على نصائحه وتوجيهاته طيلة هذا المشوار .

كما لا يفوتني ان اتقدم إلى السادة اعضاء اللجنة على قبولهم مناقشة هذه المذكرة وصر فهم جزء من وقتهم الثمين لأجل قراءتها .

كما اتقدم بجزيل الشكر إلى زملائي في كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة محمد خيضر بسكرة الدين لم يخلوا على بالنصح والتشجيع .

وكما اتقدم بالشكر إلى كل من ساعدني في مؤسسة صيدال بالأخص الأستاذ سفيان بردي

واخيرا اتوجه بعميق الشكر إلى كل من ساعدني من قريب او بعيد من اجل إنجاز هذا العمل المتواضع وخاصة

الأستاذ هادي خالد . ورئيس بلدية تغزوت بلقاسم عوادي

ملخص:

إن الهدف الأساسي من معالجة هذا الموضوع هو محاولة تقديم إطار نظري يحدد ويعرف مختلف المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية و كذا الأداء المالي ومؤشرات تقييمه وعلاقة سوق الأوراق المالية بالأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ، حيث ركزنا في هذه الدراسة على الربط بين متغيرين هما: (سوق الأوراق المالية والاداء المالي) وطرحنا الإشكالية التالية: كيف تساهم سوق الأوراق المالية في تحسين الاداء المالي في المؤسسة الاقتصادية ؟

لقد أجبنا على هذه الاشكالية في فصل تطبيقي أين أسقطنا مختلف المفاهيم السابقة على مؤسسة صيدال SAIDAL.

حيث تبين لنا من خلال هذه الدراسة أن سوق الأوراق المالية تساهم نسبيا في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: سوق أوراق مالية ، أداء مالي ، مؤشرات مالية ، قوائم مالية .

Summary:

The primary objective of addressing this issue is to try to provide a conceptual framework identifies and defines the various concepts related to securities market and as well as financial performance indicators evaluated and the relationship of the stock market and financial performance of economic institution, where we focused in this study on the link between the two variables are: (Securities Market and financial performance) and we raised the following problem: how the stock market contribute to improving financial performance in the economic organization?

I've answered this dilemma in a practical separation where we dropped the various previous concepts Saidal Foundation.

Where we show in this study that the stock market is relatively contribute to improving the financial performance of economic organization.

Keywords : securities market, financial performance, financial indicators, financial statements.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
III	الإهداء
IV	كلمة شكر
V	ملخص البحث
VII	فهرس المحتويات
XIII	قائمة الجداول
XV	قائمة الأشكال البيانية
أ-هـ	المقدمة العامة
الفصل الأول : الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية	
2	مقدمة الفصل الأول
3	المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية
3	المطلب الأول : تعريف سوق الأوراق المالية ونشأتها وخصائصها وأهميتها
3	1. تعريف ونشأة سوق الأوراق المالية
4	2. خصائص سوق الأوراق المالية
5	3. أهمية سوق الأوراق المالية
7	المطلب الثاني : تقسيم سوق الأوراق المالية
7	1. سوق الإصدار (السوق الأولية)
8	2. سوق التداول (السوق الثانوية)
10	3. العلاقة التبادلية بين سوقي الإصدار والتداول
10	المطلب الثالث: شروط البورصة ووظائفها
10	1. الشروط الأساسية لوجود بورصة القيم المتداولة
11	2. وظائف بورصة القيم المتداولة
12	المطلب الرابع : ماهية المؤشرات البورصية
13	1. تعريف المؤشر
13	2. أنواع المؤشرات البورصية
16	3. استخدامات المؤشر
17	المبحث الثاني : نشاط سوق الأوراق المالية
17	المطلب الأول : الهيئات المنظمة لسوق الاوراق المالية
18	1. اللجنة العليا لبورصة الأوراق المالية
18	2. اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية
18	3. عضوية بورصة الاوراق المالية

18	المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية
19	المطلب الثالث : عمليات البورصة
19	1. العمليات العاجلة (الفورية)
20	2. العمليات الآجلة
23	المطلب الرابع : تسعيرة البورصة وأوامر التنفيذ
23	1. التسعيرة الرسمية في البورصة
26	2. أوامر التنفيذ
27	المبحث الثالث : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
27	المطلب الأول : ماهية الأسهم وأنواعها
27	1- تعريف السهم ومختلف قيمه
29	2- أنواع الأسهم
34	المطلب الثاني : ماهية السندات وأنواعها
34	1. تعريف السندات ومختلف قيمها
35	2. أنواع السندات
37	3. خصائص واهتلاك السندات
38	4. الفرق بين الأسهم و السندات
39	المطلب الثالث : المشتقات المالية والقيم المتداولة المهجنة
39	1- تعريف المشتقات
40	2- أنواع المشتقات
41	1-2 عقود الخيار
42	2-2 العقود المستقبلية
43	3- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة
44	4- الأوراق الهجينة
45	1-4 تعريف الأوراق الهجينة
45	2-4 أنواع القيم المتداولة الهجينة
45	المطلب الرابع : ماهية كفاءة السوق المالي
45	1- تعريف كفاءة السوق المالي
46	2- شروط كفاءة السوق المالي
47	3- أشكال فرضيات السوق الكفاء
48	خلاصة الفصل

الفصل الثاني : الإطار النظري لأداء المالي

50	مقدمة الفصل الثاني
51	المبحث الأول : ماهية الأداء في المؤسسة الاقتصادية
51	المطلب الأول: مفهوم الأداء
52	المطلب الثاني: أنواع الأداء
52	1. حسب معيار المصدر
53	2. حسب معيار الشمولية
54	3. حسب المعيار الوظيفي
55	4. حسب معيار الطبيعة
57	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء
58	1. العوامل الخاضعة لتحكم المؤسسة نسبيا
60	2. العوامل غير خاضعة لتحكم المؤسسة
61	المبحث الثاني: تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية
61	المطلب الأول : مفهوم تقييم الأداء وأهدافه.
61	1. مفهوم تقييم الأداء
61	2. أهداف تقييم الأداء
62	المطلب الثاني: أهمية تقييم الأداء
63	المطلب الثالث : خطوات وأنواع تقييم الاداء
63	1. خطوات تقييم الاداء
63	2. أنواع تقييم الاداء
65	المطلب الرابع : صعوبات تقييم الاداء
65	1. صعوبات متعلقة بتكاليف المؤسسة
65	2. صعوبات متعلقة بالأهداف
65	3. المتعاملون الاجتماعيون
66	4. صعوبات متعلقة بالعوامل الخارجية
66	5. صعوبات أخرى
67	المبحث الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية
67	المطلب الأول :مفهوم الأداء المالي
68	المطلب الثاني: عملية تقييم الأداء المالي
68	1. تعريف تقييم الأداء المالي
68	2. الجهات المستفيدة من تقييم الأداء المالي
69	3. مصادر معلومات تقييم الاداء المالي

71	المطلب الثالث: الأهداف المالية للمؤسسة الاقتصادية
72	1. السيولة والسير المالي
72	2. التوازن المالي
73	3. المردودية
73	4. انشاء القيمة
74	المبحث الرابع: نسب ومؤشرات الاداء المالي
74	المطلب الأول: مفهوم، أهمية وأهداف التحليل المالي
74	1. مفهوم التحليل المالي
74	2. أهمية التحليل المالي
75	3. أهداف التحليل المالي
75	المطلب الثاني : مفهوم المؤشرات المالية
76	المطلب الثالث : مؤشرات قياس الأداء المالي
76	1. النسب المستخرجة من الميزانية المالية
78	2. المؤشرات المستخرجة من جدول حسابات النتائج
82	3. مؤشرات جدول تدفقات الخزينة
89	4. مؤشرات أخرى
91	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث : دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال	
93	مقدمة الفصل الثالث
94	المبحث الأول :التعريف ببورصة الجزائر والمؤسسات المستعرة فيها
94	المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر
96	المطلب الثاني : تنظيم وسير بورصة الجزائر
96	1. الهيئات المنظمة للبورصة
100	2. المتدخلون في بورصة الجزائر
102	3. كيفية التفاوض على الاوراق المالية في بورصة الجزائر
104	المطلب الثالث: المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر
104	1. سوق الأسهم
106	2. سوق السندات
109	المطلب الرابع : تسعير صيدال في البورصة
109	1. أهداف الدخول الى البورصة
109	2. القيود المتعلقة بالانضمام الى البورصة
109	3. إجراءات دخول صيدال للبورصة

113	4. المعلومات التي يجب أن تنشرها مؤسسة صيدال بعد ان أصبحت مسعرة في البورصة
115	المبحث الثاني : تقديم مجمع صيدال ومعطياته المالية
115	المطلب الأول : التعريف بمجمع صيدال
115	1. نشأة وتطور المجمع
116	2. الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال
117	3. تقديم فروع مجمع صيدال
118	4. الموضوع الاجتماعي لمجمع صيدال وأهدافها
118	المطلب الثاني : نظرة حول نشاط مجمع صيدال
119	1. المبيعات
119	2. الانتاج
120	3. التمويل
121	4. المخزون
122	5. الذمم المدينة
122	6. الديون
122	7. الموارد البشرية
123	8. الاستثمارات
123	9. النتيجة الصافية
124	10. القوائم المالية
127	المبحث الثالث : دراسة وتحليل مؤشرات الاداء المالي لمجمع صيدال
127	المطلب الاول : دراسة وتحليل النسب المستخرجة من القوائم المالية
133	المطلب الثاني : دراسة وتحليل مؤشرات أخرى
133	1. مؤشرات نسبة الهامش ومعدل العائد
134	2. دراسة وتحليل نسب السوق
137	خلاصة الفصل
الخاتمة العامة	
139	نتائج الدراسة
140	اختبار الفرضيات
141	توصيات البحث
142	آفاق البحث
144	قائمة المراجع
152	الملاحق

فهرس الجداول

فهرس الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
39	مقارنة بين الأسهم والسندات	01
83	عناصر الأنشطة المكونة لقائمة التدفقات النقدية	02
88	مقاييس التدفقات النقدية.	03
105	بطاقة فنية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي.	04
116	بطاقة فنية لمجمع صيدال	05
119	تطور رقم الاعمال لمجمع صيدال 2012./2013.	06
119	تطور الإنتاج حسب الفروع لسنة 2013	07
120	مشتريات سنة 2013 لمجمع صيدال.	08
122	تعداد اليد العاملة لمجمع صيدال من سنة 2011 الى سنة 2013	09
123	مجاميع اصول مجمع صيدل للسنوات 2011 / 2012/ 2013	10
124	مجاميع خصوم مجمع صيدل للسنوات 2011 / 2012/ 2013	11
125	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال لسنوات 2011/2012/2013	12
125	مجاميع جدول تدفقات الخزينة لمجمع صيدال لسنوات 2012/2013	13
127	النسب المستخرجة من الميزانية	14
130	النسب المستخرجة من جدول تدفقات الخزينة	15
133	دراسة وتحليل نسب الهامش ومعدل العائد على حق الملكية ومعدل العائد على الاصول	16
134	دراسة وتحليل نسب السوق	17

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	الأداء الذاتي والأداء الخارجي	53
02	كيفية حساب حصة السوق	56
03	التكوين كاستثمار غير مادي	59
04	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	116
05	تطور رقم الاعمال لمجمع صيدال 2013/2012	119
06	حجم الانتاج لفروع مجمع صيدال لسنة 2013.	120
07	مختلف مشتريات مجمع صيدال لسنة 2013.	121
08	مخزون مجمع صيدال لسنة 2013./2012	121
09	تعداد اليد العاملة لمجمع صيدال من سنة 2009 الى سنة 2013.	122
10	النتيجة الصافية لمجمع صيدال من سنة (2010 الى 2013)	123
11	مجموع اصول مجمع صيدال للسنوات:(2010 الى 2013)	124
12	مجموع الخصوم للسنوات (2010 الى 2013)	125
13	تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة التشغيلية : (2010 الى 2013)	126
14	تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة الاستثمار : (2010 الى 2013)	127
15	تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة التمويل : (2010 الى 2013)	127
16	تغير أموال الخزينة الخزينة في الفترة (أ+ب+ج) : (2010 الى 2013)	127
17	نسبة التداول خلال السنوات: (2010 الى 2013)	128
18	نسبة السيولة السريعة خلال السنوات: (2010 الى 2013)	129
19	نسبة النقدية خلال السنوات:(2010 الى 2013)	129
20	صافي رأس المال العامل (2010 الى 2013)	130
21	نسبة الرافعة المالية خلال السنوات:(2010 الى 2013)	130
22	نسبة القروض الى حقوق الملكية خلال السنوات: (2010 الى 2013)	131
23	نسبة نسبة تغطية الدين خلال السنوات: (2010 الى 2013)	131
24	نسبة العائد على المبيعات من التدفق النقدي التشغيلي (2010 الى 2013)	132

فهرس الأشكال:

132	نسبة كفاية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	25
133	مؤشر النقدية التشغيلية خلال السنوات: (2010 الى 2013)	26
133	العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية	27
134	دراسة وتحليل نسب الهامش ومعدل العائد على حق الملكية ومعدل العائد على الاصول	28
135	عائد السهم العادي لمجمع صيدال خلال السنوات: (2010 الى 2013)	29
136	أرباح السهم الواحد لمجمع صيدال خلال السنوات: (2010 الى 2013)	30
136	مردودية سهم صيدال خلال السنوات: (2010 الى 2013)	31
137	نسبة الربح الموزع لمجمع صيدال خلال السنوات: (2010 الى 2013)	32

المقدمة

ظهرت فكرة أسواق الأوراق المالية تاريخيا منذ أن بدأ الإنسان باستثمار مدخراته إلى أن وصل مرحلة تطلبت وجود مشاريع استثمارية كبيرة الحجم تحتاج إلى تمويل اكبر من طاقته الادخارية الأمر الذي دفع الأفراد إلى تجميع مدخراتهم للدخول في مشاريع إنتاجية مربحة تسهم في تنمية مدخراتهم وتستهدف تحسين مستوى المعيشة للمواطنين وهذا من خلال رفع مستوى الدخل لديهم ، ونتيجة لتزايد الطلب على رؤوس الأموال في الأسواق الأوروبية تطورت سوق الأوراق المالية حيث وجد التجار الأوروبيون وخصوصا الفرنسيين فوائد كثيرة من خلال اعتماد وسائل الائتمان من سندات أذنيه وغيرها ، حيث استخدمت تلك الوسائل الائتمانية كأداة في إبراء الذمم وإجراء الصفقات فأصبح بالإمكان تداولها كما لو كانت عملة ورقية، ومع التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات وتبادل المعلومات أصبحت أسواق الأوراق المالية تحتل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، خصوصا في مجال تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل التنمية الاقتصادية على مستوى القطاع العام والخاص.

للأسواق الأوراق المالية أهمية بالغة خاصة لما تزاوله من نشاط ، حيث تتركز فكرة أسواق الأوراق المالية على العلاقة التي تربط بين حجم السوق وحجم الإنتاج ، فمع توسع حجم المشروعات وتنوع نشاطها واتساع تصريف المنتجات وظهر نظام الإنتاج الكبير في السوق مع انفصال الملكية عن الإدارة ، زادت حاجة المشروعات لمزيد من الأموال ، الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد وإقراضها لهذه المشروعات لتمويل عملياتها التجارية ومشروعاتها الاستثمارية ، ومع زيادة الطلب على الأموال من قبل المستثمرين والشركاء عن المعروض منه في سوق الأوراق المالية ظهرت الأسواق المتقدمة مع الاهتمام بأسعار الفائدة على القروض والودائع لأجل.

من هنا تعتبر أسواق الأوراق المالية ، ذات أهمية كبرى للاقتصاد الوطني والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها المنبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية ولتمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي.

مما سبق تتبين أهمية العنصر المالي كسبب رئيسي لنجاح أي مؤسسة اقتصادية، حيث يعتبر الحفاظ على المال وحسن استغلاله مطلب ضروري ومهم للحفاظ على موارد المؤسسة وتحسين أدائها المالي. ان تحسين الأداء المالي يعتبر هدفا أساسيا تسعى الى تحقيقه أي مؤسسة اقتصادية من خلال البحث عن مصادر التمويل المناسبة والأقل تكلفة وتنويعها وعلى رأس هذه المصادر سوق الأوراق المالية التي تساهم في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة بغرض ضمان استمرار نشاطها وزيادة حجم استثماراتها وأرباحها. من هنا تتبادر إلى أذهاننا العديد من التساؤلات تتمحور في التساؤل الآتي:

أولاً: الإشكالية

كيف تساهم سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؟

وفي ضوء هذه الإشكالية تم تقسيمها الى التساؤلات التالية:

1. ما هية سوق الأوراق المالية؟
2. ما الهدف من حساب أو قياس الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؟
3. كيف تؤثر سوق الأوراق المالية على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؟

ثانيا: الفرضيات

انطلاقا من الأسئلة الفرعية السابقة يمكننا تحديد الفرضيات التالية للبحث:

1. نظريا تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفقات الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية الى الجهات التي لها عجز مالي.
2. يساعد حساب الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية في تحديد مراكز القوة والضعف.
3. يعتبر سوق الأوراق المالية مصدرا اساسيا من مصادر التمويل لدى أي مؤسسة اقتصادية.

ثالثا: أهداف البحث

تتلخص أهداف هذا البحث فيما يلي:

- تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، ومن ثم دراسة هذا الاداء وإمكانية تحسينه وتطويره بما يخدم الأهداف المالية للمؤسسة.
- دراسة مقومات الأداء المالي الجيد والتعرف على مدى توفرها في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.
- بيان دور سوق الأوراق المالية في تنويع مصادر التمويل وتحسين فرص الاستثمار وتعزيز الوضع المالي للمؤسسة الاقتصادية.
- تسليط الضوء على الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية.

رابعا: أهمية الدراسة

تكمن أهمية البحث في دراسة الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة من خلال رفع قدرة المؤسسة على توليد الأرباح وتقليل المخاطر وزيادة القيمة السوقية وترشيد قرارات التمويل والاستثمار على المدى الطويل هذا الى جانب حداثة الموضوع من الناحية النظرية والتطبيقية.

خامسا: أسباب اختيار البحث

- نوع التخصص العلمي وهو الأسواق المالية والبورصات ضمن العلوم الاقتصادية وموضوع البحث هو في صلب التخصص.
- رغبتني الشخصية في التعرف على بورصة الجزائر ومدى تأثيرها على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة فيها.
- التعرف على الصعوبات التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في سوق الأوراق المالية.

- محاولة الإسهام بشكل فاعل في إثراء المكتبة العربية بدراسة تكون قبلة لأهل الاختصاص والمتعشقين لمعرفة خبايا البورصة والدور الذي تلعبه كمصدر تمويل لدى المؤسسة الاقتصادية.

سادسا: منهج الدراسة

لدراسة إشكالية البحث والإحاطة بموضوعه والإلمام بتفاصيله وأبعاده وبغرض الإجابة على الأسئلة المطروحة واختبار الفرضيات اعتمدنا على المناهج التالية:

- **المنهج الوصفي:** وهذا قصد اجراء مسح نظري لأسواق الاوراق المالية ودورها في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية.

- **المنهج التحليلي:** استخدام ادوات التحليل المالي للوقوف على حالة الاداء المالي للمؤسسات وعلاقتها بأسواق الاوراق المالية.

سابعا: الدراسات السابقة

خلال دراستنا لموضوع البحث تم الاطلاع على بعض الدراسات التي تتعلق بسوق الأوراق المالية أو تتعلق بقرار تحسين الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية والتي تم إعدادها في إطار إعداد أطروحات الدكتوراه أو رسائل تخرج ماجستير، وفيما يلي أهم هذه الدراسات:

- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006.

تهدف هذه الأطروحة إلى دراسة الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، حيث تم دراسة كفاءة سوق الأوراق المالية، كما تم دراسة مؤشرات أسواق الأوراق المالية، وتعرضت الدراسة الى الدخول في دراسة أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما وأسواق الأوراق المالية الناشئة، كذلك واقع أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها وفي الأخير تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وسبل الربط بينها.

- حسين عبد المطلب الأسرج، "دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر"، رسالة ماجستير، جامعة الزقازيق -كلية التجارة بمصر، مارس 2002.

حيث تناول الباحث دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار مع الأخذ دراسة تطبيقية عن بورصة مصر.

- مشعل جهز المطيري، "تحليل وتقييم الأداء المالي لمؤسسة البترول الكويتية"، جامعة الشرق الأوسط الكويت، 2010-2011.

حيث تهدف هذه الدراسة الى تقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية لأخذ المؤسسة البترولية الكويتية كنموذج تطبيقي لدراسة هذا الباحث فقد درس الإطار النظري للأداء المالي وتعرضه في بحثه الى مؤشرات الأداء المالي.

- بن مالك عمار، "المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء"، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة ، 2011.

قد درس الباحث في هذه المذكرة مدخل الى التحليل المالي وكذلك مدخل الى الأداء وتقييمه.

ثامنا: هيكل البحث:

تبعاً للأهداف المتوخاة من الدراسة ولمعالجة إشكالية البحث والإجابة عن الأسئلة الفرعية واختبار الفرضيات قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاث فصول: حيث يتناول الفصل الأول الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية وذلك من خلال تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث: خصص الأول منه لدراسة المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية.

أما المبحث الثاني فقد خصص لدراسة نشاط سوق الأوراق المالية والمبحث الثالث من هذا الفصل فقد تم تخصيصه الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

أما في الفصل الثاني والمعنون بالإطار النظري للأداء المالي فقد تم تقسيمه هو الآخر إلى أربع مباحث: خصص الأول ماهية الأداء في المؤسسة الاقتصادية والمبحث الثاني لدراسة تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية، وفي المبحث الثالث دراسة الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية ليتم المبحث الرابع بدراسة أهم نسب ومؤشرات الاداء المالي.

أما في الفصل الثالث دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال الذي يحتوي على دراسة الحالة فقد تم خلاله إسقاط المعايير الهامة في عملية تقييم الأداء المالي على إحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ممثلة في مؤسسة صناعات الادوية بالجزائر العاصمة ، حيث قسمنا الفصل الى ثلاث مباحث : فقد خصص المبحث أول الى التعريف ببورصة الجزائر والمؤسسات المسعرة فيها ، في حين تم التطرق في المبحث الثاني إلى تقييم مجمع صيدال ومعطياته المالية ومبحثاً أخيراً الى دراسة وتحليل مؤشرات الاداء المالي لمجمع صيدال.

الفصل الأول

المسألة النظرية تساوي الأوراق المالية

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

تمهيد:

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال ، والعمود الفقري لسوق رأس المال في ظل الاقتصاد الحر ، وتأتي أهمية سوق الأوراق المالية ، لما لها من آثار مختلفة على الأداء الاقتصادي والرفاهية الاقتصادية للمجتمع ككل، فعملية تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها لشراء الأوراق المالية بكافة أنواعها تعد الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية ، فتوظيف المدخرات في شراء الأوراق المالية ما هو إلا نوع من الاستثمار ، حيث تتحول هذه المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لشركات ومؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية متنوعة.

وعليه نتطرق للأسس النظرية لسوق الأوراق المالية وهذا من خلال:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: نشاط سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

(Basic concepts about the stock market)

سوق الأوراق المالية آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية الى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي¹.

المطلب الأول : تعريف سوق الأوراق المالية ونشأتها وخصائصها وأهميتها

في هذا المطلب سوف أتطرق الى تعريف سوق الأوراق المالية ونشأتها وخصائصها وأهميتها

أولاً : تعريف ونشأة سوق الأوراق المالية (Definition and the emergence of stock market)

1. تعريف سوق الأوراق المالية (Definition of stock market):

- التعريف الأول:

"تعد سوق الأوراق المالية سوقاً يلتقي فيه كل من البائع والمشتري لإتمام عملية تبادل من المبادلات المختلفة، ومن ثم فإن نشاط سوق الأوراق المالية يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات والأنشطة التي يمارسها البشر ويحتاجون إليها لإشباع حاجاتهم ورغباتهم"².

- التعريف الثاني:

" سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين، من أجل بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية، وتؤدي كلمة سوق الأوراق المالية معنيين هما:"

- المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون للبيع والشراء.

- مجموع العمليات التي تتعقد فيه³.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن مفهوم البورصة يتمثل فيما يلي:

تركيز رؤوس الأموال المدخرة ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل تحصل فيها الفوائد بالمضاربة بالأوراق المالية أو بيع وشراء المحاصيل الزراعية حيث يتم التعامل فيها وفق قوانين تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات بين البائع والمشتري.

2. نشأة سوق الأوراق المالية (The emergence of stock market):

تعود كلمة البورصة إلى القرن 15م نسبة إلى عائلة (Vander Bourse) التي كانت تملك فندقاً كان يجتمع فيه التجار القادمين من فلورنسيا إلى مدينة بريج البلجيكية، والتي كان يأتيه التجار من كافة المناطق حيث تطورت المعاملات فيه، ونظراً لعدم اصطحاب التجار بضائعهم معهم كانت تتم الارتباطات في شكل عقود

¹ أمين عبد العزيز حسن ، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر القاهرة، 2007 ، ص8.

² شمعون شمعون، البورصة، دار همة للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الثانية ، سنة 1999، ص 7.

³ مروان عطوان، لأسواق المالية والنقدية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص 216.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

وتعهدات، ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة.

وأتى لفظ (Bourse) ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم، لإبرام الصفقات والعقود والاتفاق الحاضر أو الآجل عليها وبالطبع كانت هناك أماكن أخرى يجتمع فيها التجار قبل هذا التاريخ ولم تكن قد سميت بالبورصات بعد، فعلى سبيل المثال كان الفراعنة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم والاتفاق عليه وتحديد أسعارها لدى عزيز مصر حيث كان يجتمع كل التجار لديه وتتم الصفقات أمامهم، كما عرف تجار العرب نظام بورصات السلع من خلال الشيخ "بندر التاجر" وتمويلها والاتفاق لأجل عليها¹.

وأول بناء أنشأ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة (Amers) في بلجيكا عام 1460 وفي هذا الصدد يجب أن نشير إلى أنها قامت عام 1952 بنشر تسعيرة الأسعار المسجلة ثم تلتها بعد ذلك ظهور العديد من البورصات في أوروبا، حيث تعتبر مدينة (Lyon) بفرنسا أول من نظمت بورصات للقيم ثم جاءت بورصة تولوز بباريس عام 1549 - 1563 ثم بورصة روما بإيطاليا عام 1566 لتأتي بعد ذلك بورصة بورجو بفرنسا 8 سنوات بعد ظهور بورصة باريس ثم ظهرت بورصة أمستردام بهولندا عام 1608 وفي بالي عام 1683.

وفي فيينا عام 1762 أم في بريطانيا فظهرت بورصة لندن عام 1773 وفي نيويورك عام 1792 التي تعتبر أهم بورصة للقيم في العالم نظرا لحجم التبادلات اليومية. وتجدر بنا الإشارة إلى أنه في القرن السابع عشر ميلادي قام العاملون في البستنة في هولندا عقود آجلة بغية تغطية مخاطر انخفاض الأسعار².

ثانيا: خصائص سوق الأوراق المالية (Stock market properties):

تختص الأوراق المالية بطبيعة خاصة وهي ان التبادل يتم فيها بين النقود والادوات (الاصول المالية) فالمشتري يدفع النقود مقابل صكوك تتمثل في اوراق مالية، الا ان المشتري لا يستلم اصولا حقيقية . ويلاحظ ان الصكوك المتبادلة في الاسواق المالية تمثل حقوقا للملكية او ديونا على الشركات ، وهذا يعني ان شراء الورقة المالية يؤدي الى انشاء نوعين من العلاقات الاقتصادية المهمة³:

- العلاقة بين مشتري الورقة المالية وبين المؤسسة او الشركة التي قامت بإصدارها .
- العلاقة بين المستثمرين انفسهم .

ولهذا فانه لا بد من ان ينظر لتبادل الاوراق المالية في السوق على انه امر يتعدى تأثيره على البائع والمشتري الى المؤسسات الاقتصادية القائمة والى الافراد المشتركين في تلك المؤسسات ، وهذا الامر يستدعي وضع قواعد تحكم سلوك بائعي الاوراق المالية ومشتريها ، بطريقة لا تصر بمصالح غيرهما من

¹ شمعون شمعون، البورصة، مرجع السابق ، ص 29.

² نفس المرجع ، ص 29.

³ جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 2002، ص:56.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

ذوي العلاقة من الشخصيات الطبيعية والمعنوية ، ومما يساعد على صياغة قواعد السلوك المطلوبة وتصور أهميتها من خلال خصائصها ، وتتمثل بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الاسواق الاخرى نذكر منها¹:

- سوق الاوراق المالية تتسم بكونها أكبر تنظيماً عن باقي الاسواق المالية الاخرى نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين ، وهناك شروط وقيود لتداول الاوراق المالية في هذه السوق ، لذلك في معظم البلدان هناك ادارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في اسواق الاوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

- يتطلب سوق الاوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الادوات التي تم اصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة .

-التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم وكذلك المنافسة التامة حتى تحديد الاسعار العادلة على اساس العرض والطلب.

- التداول في سوق الاوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.

- سوق الاوراق المالية تتميز بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات .

ثالثاً : أهمية سوق الأوراق المالية (The importance of stock market):

تشير العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي ، إذ تؤدي دوراً بارزاً ومهماً في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز فهي تمثل فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية من هذا المنطلق تكمن أهمية سوق الأوراق المالية فيما يلي :

1. الأهمية المالية (Financial importance):

لتمويل العمليات الاقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية و العمل على استقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة. ولجلب الأموال الأجنبية لا بد من منح فوائد مغرية، لأن المستثمرين غالباً ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة، و بهذا فإن الاستثمار في البورصة يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمر) من الربح و تستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم و طويل الأجل و عليه فإن البورصة تؤدي دوراً مزدوجاً إذ تفيد المستثمر من جهة و المؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى².

¹ جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، مرجع أعلاه، ص:56.

² عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2003، ص:08.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

1.1 بالنسبة للمستثمر (Investor):

يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم و السندات باستخدام الأموال الفائضة لديه، و هو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية، أو بفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة.

"فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت و استعادة قيمتها، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين و المعنويين المستثمرة في شكل أسهم و سندات، و المعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، و بصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله طبقاً لظروفه الطارئة و التي لا تحدد في زمن معين كما يرغب أيضاً في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة¹، إذا فحامل السهم لا يمكنه استرجاع مدخراته من الشركة التي يساهم بها، لأنها قد تحولت إلى موجودات داخل المؤسسة الاقتصادية و تبقى على حالها طالما أن المؤسسة موجودة، و عليه فلحملة الأسهم الحق في التنازل عنها لغيرهم بالبيع في البورصة، و بهذه الطريقة يمكنهم تحقيق التوازن من ناحية العرض و الطلب، إذ يمكن للمستثمر أن يسترد أمواله في الوقت اللازم، مع احتفاظ صاحب الطلب بالأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة و الاحتياجات الخاصة.

2.1 بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية (Economic institutions):

الحصول على ما تحتاجه من سيولة و تمويل طويل الأجل، "حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بالبورصة، يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة بها"، و عليه فإن القيد بالبورصة يعتبر نوعاً من الاعتراف بقدرة الشركة و كفاءتها و ضمان لربحياتها، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات و البيانات المرتبطة بنشاطها و وضعيتها، و هو ما يخلق درجة من الاطمئنان و الثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها، و بهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الاقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها و احتياجاتها، إلى جانب التمويل طويل الأجل الذي توفره البورصة للشركات فهي تعمل على تخفيض التكاليف المتعلقة بالقروض الأجنبية المتمثلة في الأسهم"، التي تلجأ إليها الشركات باعتبارها مصدراً للتمويل من جهة ووسيلة لتوزيع المخاطر من جهة أخرى².

هذا وتلعب سوق الأوراق المالية دوراً كبيراً في خلق السيولة؛ إذ تؤثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، في حين أنهم لا يمكنهم استرداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها .

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص:09.

² المرجع نفسه، ص:10.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

ولكن وفي ظل سوق الأوراق المالية بإمكان هؤلاء المستثمرين الحصول على السيولة النقدية من خلال بيع تلك الأوراق المالية بسرعة ويسر ، إذا ما احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم و من خلال هذه السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية يصبح الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية ، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات.

2. الأهمية الاقتصادية (The economic importance):

إن الدور الاقتصادي الذي تلعبه سوق الأوراق المالية يرتبط أساساً بجانبها المالي، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامة وهذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليوجه نحو الإنعاش و التسريع من وتيرة التنمية. هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولي اهتماماً أكبر بسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، و في هذا الصدد سنحاول معرفة الدور الأساسي لهذه السوق في الحياة الاقتصادية¹.

المطلب الثاني : تقسيم سوق الأوراق المالية (Divide the stock market)

تقسم الأسواق المالية إلى سوق أولي وسوق ثانوي:

أولاً: سوق الإصدار (السوق الأولية) (Primary Market):

سوق الإصدار أو السوق الأولية هي تلك السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام^(*) في الأوراق المالية سواء كانت أسهماً أو سندات ، وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأس المال الشركة عند التأسيس أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس ، كما قد يتعلق بالسندات عند إصدارها سواء كانت صادرة عن شركة أو من شخص من الشخصيات الاعتبارية العامة التي يحق لها الإصدار².

السوق الأولية تصنعها مؤسسات مالية متخصصة تقوم بالاكتتاب في الإصدارات الجديدة للأوراق المالية ، ثم تقوم ببيعها للجمهور مرة أخرى لتحقيق أرباحاً من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسات (بنوك الاستثمار) ، وفي الدول التي تنتم أسواقها بالصغر ، قد تتولى بعض البنوك التجارية هذه المهمة والسوق الأولية النشطة تساهم في تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، وذلك من خلال دفعها بالمستثمرين إلى التخلي تدريجياً عن استثمار أموالهم في المضاربات العقارية أو

¹ عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق ، ص:10.

* يتم إعلان المستثمرين الحاليين والمرتبين بالإصدارات الجديدة من خلال نشرة الاكتتاب ، وتشمل ملخصاً لأهم الحقائق المتعلقة بالجهة المصدرة والأوراق المالية المطروحة للاكتتاب ، كما أنها تشمل كافة الحقائق التي يعتمد عليها المستثمر في تقييم الأوراق المالية المصدرة وقد يتم الإعلان بصورة مباشرة للمستثمرين الحاليين ، أو بطريقة غير مباشرة من خلال الصحف والمجلات المتخصصة. راجع في ذلك:- أحمد أسعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، مركز التعليم المفتوح ، جامعة القاهرة ، 1994 ، ص:6.

² راجع في ذلك :-

- عاطف النقلي ،الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر ، كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد (78) أوت 1994 ، ص 20 .

- مصطفى رشدي شيه ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ،الإسكندرية ، دار المعرفة الجامعية ، 1992 ، ص 456.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

الاستخدامات السائلة ، ومن خلال مساعدتها في زيادة وتشجيع الادخار ، وما يستتبع ذلك من دفع سريع لعملية التنمية الاقتصادية، وبالتالي خلق فرص استثمارية جديدة يتيحها الاقتصاد الوطني للمستثمرين كلما قطع شوطاً في مراحل التنمية.

وتتبع أهمية السوق الأولية النشطة والمستقرة من كونها تعمل على جذب المدخرات سواء بطريقة مباشرة (من خلال شراء الأوراق المالية ، أي الاكتتاب في أسهم الشركات)، أو بطريقة غير مباشرة (من خلال البنوك وشركات التأمين التي تستثمر جزءاً من أموالها، الودائع ، في شراء الأوراق المالية¹).

كما أن السوق الأولية تتيح فرصاً متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم في أشكال متعددة من الأوراق المالية ، والتي تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية ، ومن ناحية أخرى ، فهي تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصاً للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو ، وهو ما ينعكس أثره الإيجابي على الدخل القومي وعلى مستوى المعيشة في الدول المعنية².

ثانياً: سوق التداول (السوق الثانوية) (Secondary Market):

سوق التداول أو السوق الثانوية تعبر عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراء ، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري، طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء ، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة³.

وللسوق الثانوية أهمية بالغة للاقتصاد القومي ، فعملية شراء وبيع الأوراق المالية ليست استثمارات مالية فقط - كما يظهر للبعض - ولكنها استثمارات اقتصادية أيضاً فالمدخر (المستثمر) عندما يشتري الأوراق المالية من البورصة ، فهو يعمل على تحرير سيولة تصبح متاحة للاستثمار في فرص أخرى داخل الاقتصاد القومي ، وبغض النظر عن طريقة استخدام هذه السيولة الجديدة ، فإنها ستقلل تكلفة الفرصة (أو الخسارة) البديلة حال استعمالها لتمويل استثمار جديد ، وستؤدي إلى زيادة المنفعة في حال استعمالها لتمويل إنفاق استثماري⁴.

وتتبع أهمية السوق الثانوية من أنها تعمل على تحويل الأوراق المالية أو بيعها خلال آجالها المحددة، مما يجعل المستثمر (المدخر) مطمئناً إلى أنه يستطيع الحصول على السيولة (النقود) اللازمة له في أي وقت يريده⁵.

¹ صبري أحمد أبو زيد، « دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر خلال الفترة 1975-1985/1986 »، مجلة مصر لمعاصرة، العددان 411-412 ، يناير - أبريل 1988 ، ص 90 .

² French, D, Security And Portfolio Analysis :Concepts and Management, O.H:MerrillPub,1989, p16-17.

³ محمد عثمان، إسماعيل حميد، أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال القاهرة، دار النهضة العربية، 1993، ص.52.

⁴ صبري أحمد أبو زيد، مرجع سابق، ص 96.

⁵ Rutterford , J. ,Introduction to Stock Exchange Investment , London: Mc MmillanPress,1983, PP 21-23.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

والأسواق الثانوية إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية ، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المسجلة لديها ، أو أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم، ويحددون الأسعار وفقاً لحجم العرض والطلب¹.

وفيما يلي يتم تناول كل من هاتين السوقين بشيء من الإيجاز :

1. السوق المالية المنظمة (بورصة الأوراق المالية) (Market Finance Organized):

السوق المنظمة أو ما يطلق عليها بورصة^(*) الأوراق المالية ، ما هي إلا سوق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جدا في هذا النوع من النشاط ، وهذه التعاملات تجرى في مكان محدد وهو "البورصة"، وفي أوقات محددة ، ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة ، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات².

تؤدي البورصة عديداً من الوظائف الرئيسية للاقتصاد القومي، ولعل أهمها، تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عملية الاستثمار والتنمية، وتلبية احتياجات الدولة المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة، لتمويل أهداف التنمية، عن طريق إصدار السندات طويلة الأجل والأذونات قصيرة الأجل " أذون الخزانة"³.

2. السوق المالية غير المنظمة (Unorganized Financial Market):

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجرى خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة (Over the Counter O.T.C) التي تتولاها بيوت السمسرة. ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط تليفونية - أطراف الحاسب الآلي - وغيرها من الوسائل السريعة للاتصال) ، تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين . ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها.

وبناء على ذلك يمكن القول بأن الأسواق غير المنظمة ماهي إلا أطراف لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات⁴.

¹ صبري حسن نوفل ، الاستثمار في الأوراق المالية ،مقدمة للتحليل الفني والأساسي، كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد (100)، 1996، ص81.
(*) اشتقت كلمة بورصة من أسم شخص يدعى (فان دي بورص) من مدينة براج ببلجيكا ، كان يعيش في القرن السادس عشر ؛ ويمكن التفريق بين نوعين من البورصات ، الأول : هو بورصة الأوراق المالية ، والثاني: هو بورصة التجارة ، ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية ، أنظر : سامي عفيفي حاتم ، التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم ، ط 2، القاهرة ، الدار المصرية اللبنانية ، الكتاب 2 ، 1993 . ص: 232.

² Francis. J.C, *Investment Analysis and Management* ,new york ,McGraw-Hill book,company,1972,P.41-44.

³ لمزيد من التفاصيل حول الأسواق غير المنظمة ، أنظر :

- French, D., *Security And Portfolio Analysis : Concepts and Management* , OpCit , pp 45-54.

⁴ صبري حسن نوفل، مرجع سابق، ص:81.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

ثالثاً: العلاقة التبادلية بين سوق الإصدار والتداول :

هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الإصدار وسوق التداول ، فإذا ما توافرت لسوق التداول السهولة في التعامل، والاقتصاد في النفقات ، وسرعة تحويل الأوراق إلى نقد سائل ، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار ، عن طريق القيام بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات وما يستتبع ذلك من دفع عجلة التنمية.

من جهة أخرى ، فإن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والاكتتاب في أسهمها (سوق الإصدار)، يتيح الفرصة أمام المزيد من تدفق الأوراق المالية إلى البورصة (سوق التداول) ، على نحو يؤدي إلى تنشيطها ، ومن ثم إلى تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المقيدة فيها، وإلى سعر عادل لها في ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب. مما سبق يتضح أن كلا من شقى سوق الأوراق المالية (سوق الإصدار وسوق التداول) يؤثر كل منهما في الآخر¹.

المطلب الثالث: شروط البورصة ووظائفها (Stock market conditions and functions) :

أولاً: الشروط الأساسية لوجود بورصة القيم المتداولة

لا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدر قرارات من السلطات المختصة ، ولكن يتطلب ذلك توافر مجموعة من الشروط الأساسية² .

1. تبنى فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي ، في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي ، وتأتى أهمية تبنى هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب رأس المال الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات الخاصة وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الاقتصادي التي تحقق أعلى معدل ممكن للعائد في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر التي يتعرض لها الحائز للثروة.

2. ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات - بشقيها الوطني والأجنبي - المعروضة للاستثمار من خلال السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.

3. وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض ، تتمثل في توافر المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المجزية.

4. وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات يساعد كثيراً في تسهيل المعاملات وتحريك

¹ السيد الطيبي ، أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية ، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع ، القاهرة 1989 ، ص 9 .

² مصطفى رشدي شبحه ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، الإسكندرية، دار المعرفة الجامعية ، 1992 ، ص 455 .

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

رؤوس الأموال من ناحية ، وفى الوقت نفسه توافر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالية من ناحية أخرى.

5. توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة حتى تؤدي دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية . واستخدام وتوليد الفرص الاستثمارية وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى. فلا شك في أن هذه المؤسسات تلعب دوراً هاماً في عملية التوسط بين المدخرين والمنظمين لإيجاد التلاقي المطلوب بين عرض المدخرات والطلب عليها ، وعرض فرص الاستثمار والطلب عليها.

6. تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسيعاً وفعالية وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين . فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصيح معه هذه الأوراق في متناول المدخر الصغير ، الأمر الذى يمكن معه تعبئة موارد مالية كثيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أياً كانت مقدرتهم المالية.

7. وتكتمل هذه المقومات بربط سوق الأوراق المالية محلياً وإقليمياً ودولياً عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها والأخذ بما يستحدث في هذا المجال¹.

ثانياً: وظائف بورصة القيم المتداولة :

تؤدي أسواق الأوراق المالية عدداً من الوظائف سواء للمستثمر الفرد، أو لشركات الأعمال أو الاقتصاد الوطني:

1. التعامل في الأوراق المالية (Dealing in securities):

إنَّ أول وظيفة في سوق الأوراق المالية، هي بيع وشراء الأسهم وسندات الشركات الخاصة والحكومية كما أنَّها تحقق السعر الحقيقي للأوراق شروط العلانية في عقد الصفقات وفي تسجيل الأسعار في مكان ظاهر ونشرها في النشرة اليومية بعد مراجعتها من قبل اللجنة المختصة، كل ذلك يعطي للسوق قوتها ليضمن سلامة العمليات التي تعقد بها.

2. استثمار رؤوس الأموال (Capital investment):

يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونة التعامل في السوق وسهولة البيع والشراء مقارنة بصعوبة الاستثمار في شراء الأراضي الزراعية أو العقارات كما يتميز بإمكان استثمار أي مبلغ كبيراً كان أو صغيراً، ولأي مدة طالته أو قصرت كما لا يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية أي خبرة خاصة ففي مقدور أي شخص استثمار أمواله في أسهم أي شركة زراعية كانت أم عقارية ويستفيد من نجاحها بصرف الأرباح كما يستفيد من ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة تقدم أعمال الشركة.

¹ مصطفى رشدى شبيحه ، مرجع سابق، ص:456.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

أخيرا يمتاز الاستثمار في الأوراق المالية أنه يتيح الفرصة لتتويع الاستثمار إذ يمكن توزيع رأس المال المستثمر في سندات حكومية وفي أسهم شركات صناعية أو عقارية هذه الميزة تضمن عدم ضياع كل رأس المال في حالة فشل المشروع الوحيد الذي يركز فيه المستثمر رأسماله¹.

3. تشجيع الادخار وتجميع الأموال (Encourage savings and pooling funds):

من المعلوم أن المدخر لا يستبدل نقوده بسلع أو خدمات لإشباع رغبة عاجلة، إنما ليستفيد بها في سد حاجة للمستقبل وهناك وسائل متعددة لتشجيع الادخار منها: الإعفاءات الضريبية، تشجيع إنشاء مؤسسات التوفير وشركات التأمين وصناديق التوفير، أي نشر الوعي الادخاري بين أفراد الشعب وتوجيهه إلى سوق الأوراق المالية عن طريق إذاعة أسعار الأوراق المالية ونشرها، كل ذلك من أجل توجيه الأنظار إلى التعامل في شراء الأسهم والسندات وجذب مدخرات الشعب وذلك يتيح للدولة تنفيذ الكثير من المشروعات الإنتاجية التي تعود فائدتها على الجميع علاوة على الفائدة التي يتمتع بها المكتتبين.

4. توجيه الاستثمار (Investment guide):

عندما يقل سعر الفائدة بالبنوك عن الفائدة التي تفلها الأوراق المالية يسحب الجمهور ودائعه من البنوك وتنتقل رؤوس الأموال من البنوك إلى سوق الأوراق المالية والعكس بالعكس عند زيادة معدل الفائدة.

5. خلق رؤوس أموال جديدة (Create New capital):

يضع المستثمر أوراقه المالية لدى البنوك يمكنه الاقتراض بضمانها مبلغا لشراء أوراق جديدة وذلك نظير فائدة معينة تقل غالبا عن الفائدة التي تفلها الأوراق وعندما يشتري المستثمر أوراق جديدة وترتفع أسعارها يزيد رأسماله الحقيقي.

6. ضمان سيولة أموال المستثمرين (Ensure the liquidity of investors' money):

البورصة هي وحدها التي تيسر للمستثمرين سبيل التخلص من الأسهم بالبيع وبذلك يستطيع أن يسترد أمواله، أما إذا استثمر أمواله في إحدى الشركات وكانت في حالة ضيق مالي لا يستطيع المستثمر أن يطلب من الشركة استيراد أمواله لأنها تحولت إلى موجودات ثابتة تتمثل في الأراضي والآلات ومواد أولية.

المطلب الرابع : ماهية المؤشرات البورصية (Stock indexes):

ظهرت المؤشرات وتكورت عبر الزمن ابتداء من القرن 19م مثل مؤشر داو جونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884م، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية، إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات 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 1990م².

¹ مصطفى رشدي شبحه، مرجع سابق، ص: 457.

² عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000، ص 76.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

أولاً: تعريف المؤشر (The index definition):

المؤشرات الاقتصادية أدوات يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها اقتصاد الدولة، تفيد المؤشرات في التعريف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات.

وتعتبر المؤشرات من الناحية القيمة متوسطات وأرقام قياسية وبذلك فهي تعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم سواء كان مرجعاً أو غير مرجع لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم والأرقام القياسية هي قيم مجردة من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى.

التعريف الأول: الرقم القياسي أو المؤشر الممثل به هو عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم اختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه ننتقل إلى فترة مستقبلية¹

التعريف الثاني: المؤشر هو معدل موزون على مجموعة من الأسهم والسندات وبهدف قياس أداء البورصة وتطوراتها².

مما سبق تقديمه يمكن أن نعرف المؤشر على أنه أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات.

ثانياً: أنواع مؤشرات البورصة (Types of stock market indices) :

هناك أنواع عديدة من المؤشرات تستعمل كل منها لغايتها، ومن الأنواع المنتشرة هناك مؤشرات كبرى الشركات المدرجة في البورصات، إضافة إلى المؤشرات التي تشمل كافة الأسهم المدرجة في السوق، وهناك مؤشرات متخصصة بقطاع معين، و مؤشرات تقيس حجم التعامل...إلخ :

1. المؤشرات التي تقيس حجم التعامل (Indicators that measure the size of the deal):

يوجد عدة مؤشرات حول حجم التداول و حركة الأسعار ارتفاعاً و هبوطاً، و نسبة تعامل الأفراد في البورصة بنسبة تعامل المؤسسات، و أسعار أسهم الاكتتاب العام مقارنة بأسهم شركات الاكتتاب المغلق، ثم المؤشر العام للسوق³:

1-1 مؤشر حجم التعامل و حركة الأسعار ارتفاعاً و هبوطاً:

و هذا المؤشر يعرض بنشرة حركة الأوراق المالية على ثلاث فئات:

- عدد الأوراق المالية التي ارتفعت أسعارها، و عدد أنواع السندات بينها، و النسبة المئوية للتعامل، مثلاً ترد هذه الفئة في النشرة كما يلي: عدد الأوراق المالية ارتفعت أسعارها 102 ورقة من بينها نوع واحد من السندات، بنسبة مئوية للتعامل 13.1% .

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 77.

² نفس مرجع، ص 78.

³ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، القاهرة، 2006، ص 188.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

- عدد الأوراق التي انخفضت أسعارها، و عدد أنواع السندات بينها، و النسبة المئوية للتعامل و مثالها كما يلي: عدد الأوراق المالية انخفضت أسعارها 51 ورقة، جميعها أسهم بنسبة مئوية للتعامل 82% .

- عدد الأوراق المالية التي ثبتت أسعارها، من بينها السندات، والنسبة المئوية للتعامل، مثلا: عدد الأوراق المالية التي ثبتت أسعارها 19 ورقة، من بينها نوع واحد من السندات، بنسبة مئوية للتعامل 4.9% .

و يجب أن يكون حاصل جمع النسب المئوية الثلاثة يساوي 100% .

1-2 مؤشر نسبة تعامل الأفراد مقارنة بنسبة تعامل المؤسسات:

و يقصد بالمؤسسات صناديق الادخار و المعاشات و شركات التأمين و صناديق الاستثمار و البنوك و الصناديق الخاصة الأخرى، مثال: بلغت النسبة المئوية لتعامل الأفراد 63.1% في حين بلغت النسبة المئوية لتعامل المؤسسات و صناديق الاستثمار 36.9% من إجمالي التعامل، ومن الواضح أن يكون مجموع النسبتين ¹ 100% .

1-3 مؤشر أسعار أسهم شركات الاكتتاب العام مقارنة بأسهم شركات الاكتتاب المغلق:

شركات الاكتتاب العام هي الشركات التي طرحت أسهمها عند التأسيس في اكتتاب عام لجمهور المستثمرين، أما شركات الاكتتاب المغلق فهي الشركات التي لم تطرح أسهمها عند التأسيس في اكتتاب عام لجمهور المستثمرين، بل اقتصر الاكتتاب على عدد محدد من المؤسسين غالبا ما يكونون أفراد أسرة واحدة، و هو نوع من الشركات يميز منطقة الشرق العربي.

1-4 المؤشر العام للسوق (General index of the market):

وهو مؤشر عام لجميع الأوراق بالبورصة من أسهم و سندات بالنسبة لجميع المتعاملين أفراد، أجنب، مؤسسات، و شاملا التعامل في أسهم و سندات جميع الشركات المغلقة، و شركات الاكتتاب العام، و يوضح المؤشر رقمين، رقم أمس و رقم السابق (أول أمس) كما يشمل المؤشر العام إجمالي حجم التعامل و عدد الأوراق التي تم التعامل بها.

ويحسب كما يلي:

مجموع القيمة السوقية لكافة الأوراق المقيدة

مجموع القيم الاسمية لكافة الأوراق المقيدة

2. مؤشرات تحليل العلاقة بين السعر و حجم التعامل (Analysis indicators): وهي كما يلي²:

1-2 المتوسطات المتحركة (Moving average) :

والهدف منه معرفة كل من اتجاه التغير و معدله، و بمقارنة السعر الذي يتداول به السهم في البورصة بالمتوسط المتحرك، يستدل من ذلك على عمليات البيع أو الشراء حيث يستدل من المقارنة أن هناك عملية شراء إذا كان السعر الحالي يرتفع مرورا بالمتوسط المتحرك عند الكمية العليا، والعكس تتم عملية البيع إذا

¹ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 188.

² عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ،الدار الجامعية ، القاهرة، 2004 ، ص 292.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

حدث انقلاب، أي أن السعر الذي يتداول يتجه إلى أسفل مروراً بالمتوسط المتحرك للسعر و هذا يعني أن عملية البيع تتم إذا:

- إذا كان السعر الذي يتداول به السهم أسفل المتوسط المتحرك و متجهاً إليه و لم يمر بعد المتوسط و يبدأ في الانقلاب إلى أسفل فهذا مؤشر على البيع.

- إذا كان السعر الذي يتداول به السهم لأعلى أو أسفل المتوسط المتحرك و أن سعر السهم أو المؤشر يمر به من أعلى.

- أن سعر السهم تجاوز المتوسط المتحرك و أن خط المتوسط يتجه لأسفل، أما عملية الشراء فهي تتم عكس عملية البيع.

2-2 مؤشر القوة النسبية (Relative power index) :

و هو من الأدوات المفيدة في التحليل سواء للسهم الفردي أو الصناعة، هو التحليل النسبي، حيث يتم حسابه على أساس نسبة سعر السهم إلى مؤشر السوق أو مؤشر الصناعة أو متوسط السعر للسهم نفسه على مدى عدة فترات سابقة، و يمكن رصد هذه النسب مما يشكل خريطة للسعر النسبي على مدى القوة النسبية للسهم مقارنة بالصناعة التي تنتمي إليها الشركة أو البورصة¹.

2-3 المؤشرات الفنية (Technical indicators):

تعتبر الخرائط من الأدوات الهامة في اتخاذ قرارات الشراء أو البيع و مع هذا يرغب المختصون بجانب دراسة و تحليل أسعار الأسهم إلى معرفة الوضع العام من خلال تحليل عوامل مثل الاتساع و مؤشرات الانطباع للسوق أو حاسبة السوق.

2-4 مؤشرات الاتساع (Breadth indicators):

خط الارتفاع و خط الانخفاض يقيس على أساس يومي الفرق بين عدد الأسهم المرتفعة السعر و عدد الأسهم المنخفضة السعر لمجموعة من الأسهم على مستوى البورصة، فبطرح عدد الأسهم المنخفضة السعر من عدد الأسهم المرتفعة السعر نصل إلى الصافي لهذا اليوم و هذا الأخير قد يكون موجبا أو سالبا حيث قد يشمل هذا المقياس آلاف الأسهم، وخط الارتفاع و خط الانخفاض يشار إليهما بمؤشر الاتساع، حيث ينتج من رصد المجموع الكلي لكل فئة عبر الزمن، فقد تم إعداده على أساس يومي أو أسبوعي، و يمكن جمع هذه المعلومات من الجرائد اليومية².

2-5 مؤشرات الحاسبة و الانطباع (Calculator indicators and impression):

معدل البيع قصير الأجل أي على المكشوف عبارة عن الأسهم التي يحتمل بيعها في الأجل القصي.

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 292.

² المرجع نفسه، ص 292.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

تحتسب كما يلي:

عدد الأسهم المباعة على المكشوف
متوسط حجم التداول اليومي

و يشير هذا المؤشر إلى عدد الأيام للتخلص من هذه الأسهم و يعتبر هذا مقياس الانطباع المستمر، و يفضل المستثمرون البيع على المكشوف إذا توقعوا حدوث انخفاض في أسعار الأسهم.

ثالثاً: استخدامات المؤشر (The index uses):

لمؤشرات البورصة استخدامات عديدة تهم المستثمرين والمحللين والحكومات، حيث أن هذه المؤشرات تم استخدامها بالمعلومات اللازمة عن البورصة ومن خلال هذا نذكر بعض استخدامات المؤشرات المالية:

1. إعطاء فكرة سريعة عن أداء الحافظة (Give a quick idea of the performance of the portfolio)

حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار إجراء مقارنة بين التغير في عائد حافظة الأوراق المالية (بالزيادة أو النقصان) مع التغير الذي يطرأ على مؤشر السوق وإذا يتفادى المستثمر متابعة أداء كل ورقة على حد¹.

2. الحكم على أداء المديرين المحترفين: (Judgment on the performance of professional managers)

يمكن للمستثمر الذي يختار محتويات حافظته بطريقة عشوائية أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر مما يعني أن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه تحقيق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق².

3. التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق: (Predict the situation is going to be the market)

يرتكز هذا العنصر على قدرات الفنية للمحلل بحيث إذا تمكن من معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (التحليل الأساسي) فيمكنه أن يتنبأ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمو للمتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمو يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق .

4. تقدير مخاطر الحافظة (Estimate the risk of the portfolio):

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لحافظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد الأصول خطرة ومعدل العائد لحافظة السوق المكونة من أصول خطرة³.

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص39.

² محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، الاسكندرية، 2011، ص375.

³ عصام حسين، مرجع سابق، ص40

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

المبحث الثاني : نشاط سوق الأوراق المالية (Activity stock market)

تمثل سوق الأوراق المالية مجالاً واسعاً لتداول مختلف الأوراق المالية ، حيث تسمح بنشاط عدد كبير من المتدخلين بالتفاوض حول تسعيرة البورصة بيعة وشراء للقيم المنقولة ، ويحكم نشاط العمليات داخل سوق الأوراق هيئات رقابية مختصة بالنظام الداخلي للبورصة لأجل ضمان السير الحسن للمعاملات .وهو ما سنحاول توضيحه ضمن المطالب التالية .

المطلب الأول : الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية (Regulators of the stock market)

بهدف حماية المدخرين ، وتقديراً لكل التجاوزات التي يمكن أن تحدث في البورصة ، فإنها تخضع إلى تنظيمات رقابية من طرف لجان مختصة بالنظام الداخلي للبورصة ، تتأكد من صحة المعاملات وسلامة الممارسات ، واهم تلك الهيئات الرقابية نذكر¹ :

أولاً: اللجنة العليا لبورصة الأوراق المالية (The Supreme Committee of the Stock Exchange) :

تمثل الإدارة العليا في البورصة ، تتكون من مجموعة من الأعضاء ، يقومون بالمهام التالية :

1. الإشراف على سير العمل في البورصة و العمليات الجارية فيها .
2. تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة .
3. الإشراف على الأسعار ، بتحديد أسعار الأوراق المالية التي تلتقي عندها جميع عروض البيع والشراء و الإعلان عنها.
4. تسجيل الشركات و الهيئات التي تعقد صفقات بالبورصة² .

ثانياً: اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية (Sub-committees of the Stock Exchange) :

تشكل هذه الهيئة من لجان فرعية تعمل على تنظيم و مراقبة جميع المعاملات بالبورصة، واهم هذه اللجان نذكر³ :

1. لجنة التأديب (Disciplinary Committee): وتختص في فصل المخالفات بين أطراف العمل داخل البورصة.
2. لجنة التحكيم (Committee Arbitration) : تعمل على حل المنازعات بين أعضاء البورصة و الوسطاء.
3. لجنة التسعيرة (Pricing Committee): وتهتم بتحديد أسعار الأوراق المالية الرسمية ونشرها في البورصة.
4. لجنة قيد الأوراق المالية (Commission under the securities) : تختص هذه اللجنة بقبول أو رفض أوراق الشركات في جدول التسعيرة .

¹ شعبان محمد اسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي، دار الفكر المعاصر، لبنان، دار الفكر، دمشق سوريا، 2001، ص50.

² شعبان محمد اسلام البرواري، مرجع سابق، ص:50.

³ المرجع نفسه ، ص51.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

5. لجنة المقاصة (Clearing Commission): تقوم بآء جراء المقاصة بين عمليات أعضاء البورصة من بائعين ومشتريين.

6. لجنة المراقبة (Monitoring Committee): وتهتم بمراقبة أوضاع السوق ، وحركات الأسعار ، وطبيعة العمليات .

7. لجنة السماسرة (Commission brokers): تختص هذه اللجنة باختيار السماسرة وفقا للشروط الواردة في قوانين البورصة .

ثالثا: عضوية البورصة (Memberships stock market):

هم كبار المتعاملين في البورصة لشراء وبيع الاوراق المالية، ولكن ليس لهم الحق في التعامل في المقصورة او الصالة ويقومون بتنفيذ طلباتهم مقابل عمولة منخفضة، ومن اهم فئات الاعضاء غير العاملين نذكر¹:

1. الاعضاء المنظمون (Organizers members): هم البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والشركات التي تعمل في مجال تسويق الاوراق المالية لحساب عملائهم او لحسابهم الخاص عن طريق الاعضاء العاملين بالبورصة .

2. الاعضاء المرسلون (Reporters members): وهم الأعضاء العاملين في بورصات اجنبية ويمارسون نشاطهم في بورصة دولة اخرى عن طريق سمسار وطني مقيد في بورصة الدولة .

3. سماسرة الخصم (Discount Brokers): هم نوع من السماسرة التي تقدم خدماتها الادارية والكتابية الخاصة بإتمام عمليات الشراء والبيع ، ويعملون من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعمليات حفظ الاوراق المملوكة لعملائها في خزانتها وتحصل على عوائدها نيابة عن العملاء في تواريخ استحقاقاتها ، فضلا عن اتخاذ قرارات الشراء او البيع المناسب له دون حاجة التعامل مع الاعضاء العاملين بالبورصة .

4. مكاتب الخدمة الاستشارية (Advisory Service offices): هذه المكاتب لا تمارس نشاط السمسرة وتسويق الاوراق المالية ، ولكنها تساعد في تدعيم كفاءة السوق المالي من خلال الدراسات والأبحاث التي تجريها هذه المكاتب عن نشاط البورصة ، سواء لحساب بعض العملاء او بيوت السمسرة مقابل مبلغ من المال يتفق عليه مقابل هذه الخدمات.

المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية (Intervenors at the stock exchange)

يتم التعامل داخل بورصة الاوراق المالية من خلال اعضاء البورصة، وهم اما اعضاء عاملون او غير عاملون، والأعضاء العاملون بالبورصة هم الاعضاء الحاصلين على العضوية في البورصة مقابل مبلغ محدد للحصول على العضوية تحدده لائحة البورصة ، وتتمثل اهم فئات الاعضاء العاملين بالبورصة في الآتي²:

¹ محمود أمين زويل ويونس البطريق، بورصة الاوراق المالية وموقعها من الاسواق، الدار الجامعية، القاهرة، 2002، ص: 51 .

² عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2010، ص ص: 56 61 .

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

1. السماسرة بالعمولة (Realtor's commission): ويقتصر تعاملهم مع الجمهور الراغب في شراء و بيع ورقة مالية تملكها مقابل عمولة او سمسرة تحددها لائحة البورصة .
2. سمسار الصالة (Brokers Hall): ويختص بتنفيذ طلبيات البيع و الشراء للأوراق المالية التي يعهد بها الى زملائه السماسرة مقابل عمولة.
3. تجار الصالة (Hall dealers): ويقومون بتنفيذ عمليات الشراء و البيع للأوراق المالية لحسابهم الخاص لتحقيق ارباح من وراء ذلك دون الاحتفاظ بالأوراق المالية لمدة طويلة .
4. المتخصصون (Specialists): نوع من السماسرة الذين يتخصصون في التعامل في نوع واحد او عدة انواع من الاوراق المالية التي تصدرها الشركات ، مثل الاسهم العادية والأسهم الممتازة و السندات او تقصر تعاملهم في الاوراق المالية التي تصدرها الحكومة ولذلك يجمع هؤلاء المتخصصون بين عمل سمسار المقصورة و تاجر الصالة ، ولكن ليس لهم الحق في التعامل مع الجمهور .
5. السماسرة والمتعاملون في الصفقات الصغيرة (Brokers and dealers in small deals): وهذه الفئة تتخصص في التعامل في الطلبيات او الصفقات الصغيرة (100 سهم) فأقل ، مقابل عمولة تتمثل في الفرق بين سعر البيع والشراء ، ولا تتعامل هذه الفئة مع الجمهور ولكن تعمل لحساب بيوت السمسرة بالعمولة¹.
6. وكلاء بيوت السمسرة (Agents brokerage houses): وهم سماسرة اعضاء بالبورصة يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة لتنفيذ طلباتهم الكبيرة الخاصة بشراء وبيع الاوراق المالية المتداولة في البورصة ، ويقوم بمساعدة الاعضاء العاملين بالبورصة فئتان هما المندوب الرئيسي ويعمل موظفا لدى السمسار ، اما الفئة الثانية هم الوسطاء كحلقة اتصال بين السمسار والعملاء ، يتلقون منهم اوامر الشراء والبيع ويبلغونها للسمسار وتنفيذ الصفقات نيابة عن السمسار بالمقصورة وتحت مسؤوليته .

المطلب الثالث : عمليات البورصة (Stock market Operations):

تنقسم عمليات البورصة سواء في البيع او الشراء الى عمليات عاجلة وعمليات آجلة .

أولاً: العمليات العاجلة (Urgent operations):

تتميز بأنها تتم فورا ، حيث يجري دفع الثمن للبائع حالا وتسليم الاوراق المالية موضوع الصفقة مباشرة للمشتري او خلال فترة وجيزة جدا لا تتعدى عموما 48 ساعة ، وبشكل عام فان العمليات العاجلة تمثل الجزء الاكبر من عمليات البورصة، ولان المبادلات العاجلة غالبا ما تحتاج الى اموال سائلة ضخمة ، فان عامة ما يكون اللجوء الى هذا الاسلوب في شراء الأوراق المالية غير مرغوب فيها لدى المضاربين المحترفين ، في حين ان المتعاملين العاديين (الخواص) يعتمدون الى شراء او بيع الاوراق المالية في السوق العاجلة لثلاث اسباب رئيسية هي² :

¹ عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سابق، ص:60 .

² محمد براق ، " بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق تنمية مع دراسة حالة الجزائر ". الجزء الأول . ، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، غير منشورة، جامعة الجزائر ، 1999 ص: 150 .

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

1. الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة في محافظهم المالية وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على ما تدره من إيرادات منتظمة خلال تلك المدة .
 2. قصد المضاربة على ارتفاع أسعارها حيث يقومون ببيعها عندما تتحسن السوق للحصول على العوائد الناتجة عن عملية البيع هذه
 3. بغية تحقيق وتوفير السيولة المطلوبة وذلك ببيع الأوراق المالية في السوق الفورية . ونشير الى انه يشترط ان تتضمن اوامر البورصة المتعلقة بالعمليات عاجلة جملة من العناصر التي من شأنها ان تبين بكل وضوح خصائص الصفقة محل التعامل وهي :
 - صلاحية الأمر .
 - بيان نوع المعاملة وصفة الأوراق المالية محل الصفقة المرغوب في اجرائها .
 - كمية الأوراق المالية المعروضة او المطلوبة .
 - تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة ان تتم العملية بمقتضاه .
- ثانيا: العمليات الآجلة (Futures Operations):

1. تعريف العمليات الآجلة : هي عمليات تمنح للمتعاملين امكانية شراء وبيع الأوراق المالية لآجال متباعدة في الزمن ، حيث لا يدفع الثمن ولا تسلم الأوراق وقت عقد الصفقة ، بل يتم ذلك بعد فترة متفق عليها مسبقا تسمى الآجل او "موعد التصفية" وتجرى عملية التصفية النهائية للصفقة عامة مرة واحدة في كل شهر وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة لذلك الشهر . وتأخذ هذه التصفية النهائية أحد الشكلين التاليين¹ :
 - دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية بصورة فعلية خلال أيام اللاحقة لتاريخ التصفية .
 - تسوية الفرق بين سعري الأوراق المالية موضوع الصفقة (السعر عند عقد الصفقة وعند موعد التصفية).وتعرف مثل هذه العمليات في فرنسا بالعمليات ذات التسوية الشهرية وبغية الحد من درجة المخاطر وأخذا بمبدأ عدم إلحاق الضرر بأحد المتعاقدين ، فانه يتعين على المتعاملين في السوق الآجلة (خاصة المشتري) بتسديد جزء من قيمة الصفقة فورا على ان يتم دفع المتبقي حسب الاتفاق ، ويعتبر الجزء المدفوع ابتداء تأمين مالي والذي يعرف باسم "التغطية" .
- وينبغي التنبيه الى ان نسبة التغطية تختلف وفق نوع العمليات المتعاقد عليها والتي قد تكون نقدا او اوراق مالية ، في مثل هذه العمليات قد يتولى الوسيط تقديم القروض اللازمة للمتعاملين قصد شراء الأوراق المالية المطلوبة ، وهذا الوسيط يلجأ بدوره للاقتراض من المؤسسات البنكية بضمان الأوراق المالية موضوع الصفقة².

¹ محمد براق، مرجع سابق، ص:151.

² مروان عطوان، الاسواق المالية" أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، 1993، ص: 244.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

كما ان هناك حد أدنى بخصوص الكمية المطلوبة من الاوراق المالية والتي تكون محل كل العملية الآجلة والتي بدونها لا يمكن ان تعقد الصفقة .

ويلاحظ ان العمليات الآجلة تعد المثل الحي لعمليات المضاربة ، ذلك لأن البائع يضارب على ارتفاع الاسعار في الوقت الذي يراهن المشتري على نزولها¹ .

2. أنواع العمليات الآجلة : ويمكن ان تميز بين نوعين كبيرين من العمليات الآجلة هما :

1-2 العمليات الآجلة القطعية (Futures deterministic processes) : هي عمليات يتم تحديد تنفيذها في وقت محدد يدعى "موعد التسوية"، حيث يلتزم طرفا العقد ، أحدهما يدفع ثمن حالي أو مستقبلي للأوراق المالية موضوع الصفقة على أن يتولى الطرف الثاني تسليم الاوراق المالية عند وصول الأجل ، وينبغي أن تحدد واجبات كل طرف في العقد المبرم من ذلك تحديد نوع الأوراق و صفتها ، الحد الأدنى لكميتها ، وسعر التعاقد ... إلخ ، نشير الى انه لا يمكن التراجع عن تنفيذ العقد بكل حال ، وتؤدي العمليات القطعية عموما الى تعريض أحد طرفي العقد الى خسارة ، وهناك وضعية وحيدة لا يقع فيها المتعاقدان في الخسارة وهي وقت أن يكون السعر يوم التصفية معادلا لسعر التعاقد ، أما اذا ارتفعت الاسعار يوم التصفية عن سعر التعاقد ، فإن البائع يتحمل سعر الفرق الذي هو بمثابة الخسائر التي يتكبدها هذا الأخير ، في حين أنه اذا انخفضت الأسعار ، فإن خسائر فرق السعر يتحملها المشتري لوحده ، ونشير إلى أن تصفية العمليات الآجلة الباتة يمكن أن تأخذ أحد الأشكال الثلاثة الموالية :

- تصفية العملية وذلك بأن يأخذ المشتري الأوراق ويقوم بتسديد ما عليه من حقوق .
- تسديد الفارق عندما يقوم المشتري أو البائع بعمليات مضادة .
- عملية مرابحة وذلك في حالة عدم تحقق ما كان يريده المشتري أو البائع ، وبغية تسوية وضعيته يقوم بتحويله على التصفية المقبلة .

2-2 العمليات الآجلة بشرط (Futures operations Given that) : اضافة الى ان هذه العمليات لا يمكن تصنيفها إلا عند وصول الأجل ، فإنه يلاحظ في هذا الصنف من العمليات عدم تحديد واجبات طرفي العقد، حيث يترك لهم المجال واسعا حين تصفية العملية على النحو الذي يمكنهم من القيام ببعض المناورات والتمثلة في عدد من الخيارات لهم، وبهذا الخصوص فإنه يمكن التمييز بين أربعة أنواع هامة من العمليات الآجلة بشرط وهي:

1-2-2 العمليات الآجلة بشرط التعويض (Futures operations Given that compensation) : هي المعاملات التي تمكن المتعاقدين من تنفيذ الصفقة بموعد التصفية ، والامتناع عن التنفيذ مقابل دفع تعويض (مكافأة) يتم تحديده وقت إبرام العقد² .

¹ محمد براق ، مرجع سبق ذكره ، ص: 152 .

² شمعون شمعون ، الرياضيات الاقتصادية ، ديوان المطبوعات ، الجامعية ، الجزائر ، 1994 ، ص: 59 .

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

ويعرف اليوم السابق لتاريخ التسوية بيوم "جواب الشرط" بحيث يتم إما تسليم الأوراق ودفع الثمن اذا تمت الصفقة، وفي حالة امتناع المشتري من إتمام الصفقة فإنه يتعين عليه دفع التعويض الذي تم يوم الاتفاق عليه في العقد، وفي جميع الحالات فإن البائع ليس بوسعه إلا قبول القرار المتخذ من طرف المشتري .

2-2-2 العمليات الآجلة بشرط الزيادة (Futures operations, provided the increase) : وهذه الصيغة تعطي الحق للمتعاقد من اتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو إلغاء العقد بطلب من أحد الطرفين على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من اكتساب حق الخيار .

2-2-3 العمليات الآجلة بشرط الانتقاء (Futures operations on condition of selection) : تتكون هذه الصيغة من عملية المزوجة بين نوعين من الأوامر على الصفقة الواحدة والتي لهما صفة الشراء البات وبشرط .

وتتميز هذه العمليات في ان للمتعاقد حق الاختيار في تنفيذ الصفقة في موعد التصفية ، إلى جانب هذا فإن العمليات تركز على سعرين والمتعامل له حق الخيار في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى، ويمكن هنا أن نميز بين حالتين هما :

- حالة بقاء السعر بين الحد الأدنى والأقصى ، فمن يختار وضعية المشتري فإنه يتيح للبائع فرصة تحقيق أرباح لأن العملية ستتم بالسعر الأعلى ، وإذا ما اختار الطرف الثاني وضعية البائع فإن المشتري سوف يحقق أرباحا لأنه سيشتري بالسعر الأدنى .

- حالة ارتفاع الأسعار الجارية عند الحد الأعلى أو نزولها عند الحد الأدنى ، من اختار وضعية المشتري فإنه سيشتري عند الحد الأعلى ثم إذا توجهت الأسعار نحو الصعود سيكون هذا العميل رابحا في الصفقة ، وفي حالة هبوط الأسعار عن الحد الأدنى وكان الطرف الثاني قد اختار عملية البيع ، فإن هذا العميل سيبيع بالحد الأدنى ، ومن ثن سيكون رابحا نظرا للأسعار الجارية التي قد انخفضت¹ .

2-2-4 المرابحة والوضعية (Murabaha and positivism): كما هو معلوم فإنه هناك من البائعين والمشتريين من يريدون تأجيل موعد تسوية صفقاتهم حتى موعد التصفية المقبل ، ومن مصوغات هذا التأجيل أن المتعاملين قد يشعرون بأنه ليس بمقدورهم تنفيذ صفقاتهم المبرمة ، ذلك لأن الأسعار قد تطورت على منوال يخالف ما تم التنبؤ به ، وطلب تأجيل موعد التصفية إلى موعد آخر يأخذ صفين رئيسيين² :

- **المرابحة (Murabaha)** : إذا كان عدد الاوراق المالية المؤجلة موعد تصفيته من قبل المستثمرين يفوق كثيرا الاوراق المالية المؤجل تصفيته من قبل البائعين ، ففي هذه الحالة تحتاج البورصة تدخل الممولين الذين يقبلون بتقديم الاموال اللازمة للمشتري الذين بإمكانهم تأجيل وضعيتهم حتى موعد التصفية المقبلة ، وتتم هذه العملية مقابل دفع فائدة "عمولة" من قبل المشتري الى الممولين وتدعى فائدة العمولة المرابحة .

¹ شمعون شمعون ، مرجع سابق ، ص: 60 .

² نفس المرجع ، ص: 61 .

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

- **الوضعية (Positivism)** : على عكس المرابحة ، اذا كان عدد الاوراق المؤجل تصفيتها من قبل البائعين يفوق بكثير عدد الاوراق المؤجل تصفيتها من طرف المشتريين ، ففي هذه الحالة تحتاج البورصة الى بعض حاملي الاوراق المالية الذين يقبلون بالتنازل عنها لصالح البائعين ، مقابل عمولة يحصلون عليها تعرف بالوضعية .

المطلب الرابع: تسعيرة البورصة وأوامر التنفيذ (Pricing and execution orders bourse)

أولاً: التسعيرة الرسمية في البورصة (Official pricing in the stock market):

لا تختلف هذه العملية كثيرا في البورصة عنها في الاسواق العادية، حيث يتلقى الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها ، وبذلك تتفاعل قوى الطلب والعرض وتحدد الاسعار لمختلف الادوات المالية ، تتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الادوات المالية ، تهدف تلك التقنيات الى تعظيم المبادلات كما ونوعا وهي كالتالي¹:

1. التسعير بالمناداة (Pricing Roll) : تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في قاعة تداول البورصة وعقد صفقات بمناداة بعضهم البعض ، فينادي الباعة بأن لديهم الاوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الالفاظ المتفق عليها، للتعبير عن استعدادهم لبيع معين من الأوراق ، وذلك بصوت عال ، وبنفس الطريقة ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء ، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع له.

عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الاسهم والسندات النشطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة من أهم مزاياها الشفافية في التعامل ، اذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

2. التسعير بالتدرج (Pricing gradually): تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية ، اذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية على بطاقة وتوضع في درج ، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك ، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي ، يعتبر بمثابة التخصص في التعامل بتلك الورقة ، بذلك يصبح كل وسيط (أو شركة بورصة) متخصصا بالتعامل بعدد معين من الأوراق المالية ، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها ، في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة بالدرج الخاص بها ، ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة ، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك² .

¹ محفوظ جبار ، تنظيم وإدارة البورصة ، دار الهومة للنشر ، الجزائر ، 2002 ، ص ص: 114 117.

² محفوظ جبار ، مرجع سابق، ص: 116.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

3. التسعير بالصندوق (Pricing Fund) : هي شبيهة الى حد ما بالطريقة السابقة ، غير انه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل التي سبق التعرض لها ، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج التعامل العادي ، كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الانحراف العادي مثلا ، مثل هذه القرارات لا يمكن اتخاذها الا من قبل سلطات البورصة كشركة البورصات الفرنسية (SBF) في حالة الصفات التي تعقد هناك .

يكن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص" كما هو الحال في التقنية السابقة "، بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على اساسها سعر التوازن.

4. التسعير بالمقابل (Pricing Conversely): يضيف البعض هذا النوع من الطرق، التي تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية، فأخذت ايجابياتها حيث تسجل الأوامر على السجلات بالإضافة الى لقاء المتعاملين واتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات مراجعة أو موازنة (arbitrage).

وتجدر الإشارة بان طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التطور التكنولوجي، إذ جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الاعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء الى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله، كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب الى البورصة¹.

بالإضافة الى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم ان يكونوا طرفا في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب، وذلك بتوفيرهم بالأوراق التي قل عرضها أو شرائهم للأوراق التي قل الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة وتنشيط البورصة.

قانون العرض والطلب يترجم بصفة فعالة السلوكيات المتضادة للبائعين أو المشترين للبائعين أو المشترين إزاء تغيرات الأسعار في السوق، التنبؤ بهبوط الأسعار سيؤدي بالمشتريين الى زيادة طلبهم بينما سيقوم البائعون بالتقليل من عرضهم، هذا ما قد يؤدي الى زيادة الطلب بالنسبة للعرض، ابتداء من هذا الوقت فان بعض المشترين سيصبحون قادرين على الشراء بسعر أعلى، وبالتالي تطور الاسعار نحو الأعلى سيؤدي بالبائعين الى زيادة عرضهم.

فالسوق عبارة عن لعبة تصحيحات دائمة تؤدي الى تحديد سعر التوازن وهو السعر الذي يسمح بتلبية أكبر عدد من العروض والطلبات. ونظام التسعير في البورصة يعرف على أنه: " مجموعة من التقنيات تسمح بتحديد أسعار الأوراق المالية داخل البورصة ".

¹ المرجع نفسه ، ص:117.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

وتوجد طريقتان للتسعير في البورصة هما¹:

* **التسعير بالتثبيت (Pricing installation)**: هذه الطريقة تهدف الى تحديد سعر يسمح بأكبر عدد من الصفقات ، وهي مستعملة لتحديد سعر يدعى بسعر التثبيت بمواجهة أوامر الشراء والبيع في مدة قصيرة (مرة أو مرتين في اليوم) ، وتعتمد على مجموعة من القواعد:

- الأوراق بالأحسن ولا بد أن تنفذ أولا.

- أوامر البيع ذات الحد الأقل من السعر المسعر به لا بد وأن تنفذ.

- أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به لا بد وأن تنفذ.

* **التسعير بالتواصل (Pricing communion)**: يستعمل التسعير المتواصل نظام الاعلام الآلي ، ويتمثل في المواجهة المستمرة للأوامر التي تم ادخالها مباشرة من طرف شركات البورصة (وسطاء في عمليات البورصة) في التسعيرة الالكترونية التي يديرها الحاسوب المركزي ، هذا الأخير يحدد سعر التوازن (قبل الافتتاح) ، ثم تنفذ الأوامر حسب أولوية وصولها الى النظام.

وهذا النوع من التسعير يغطي القدرة على التداول مباشرة، كما هو واضح من اسم هذه الطريقة، إن التسعير هنا يكون بشكل مستمر ويتغير سعر التوازن تلقائيا بمجرد إدخال أوامر جديدة ويوضع على كل أمر تاريخ وساعة وصوله.

وهناك ثلاث تسعيرات وهذا حسب توقيت عمل البورصة وهي²:

* **سعر الافتتاح (Opening price)**: هو أول سعر عند بداية النشاط الحقيقي للبورصة، حيث يقوم محرك التداول بحساب سعر الافتتاح لكل قيمة على أساس السعر وكمية الأوامر المدخلة خلال حالة ما قبل الافتتاح في يوم التداول.

* **السعر خلال جلسة العمل (Price during the session)**: وهو سعر توازن متغير حسب تدفق أوامر البيع والشراء المختلفة.

* **سعر الإقفال (Closing price)**: وهو آخر سعر التوازن مسجل في نهاية جلسة عمل البورصة.

ثانيا: أوامر التنفيذ (orders Execution):

يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه العميل للوسيط المالي في البورصة لأجل تنفيذ العمليات المتعلقة بشراء، أو بيع الأوراق المالية بشروط محددة، ومبينة بوضوح، وهناك معلومات تقليدية في كل أمر وهي³: (اسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها، عدد الأوراق المراد التعامل بها، نوع الصفقة (بيع أو شراء)، نوع السوق (اجل أو عاجل)، مدة صلاحية الأمر (يوم، أسبوع، شهر، مفتوح)، السع (محدد أو غير محدد)).

¹ خالد عيجولي، "وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي" ، رسالة ماجستير في علوم التسيير ، غير منشورة ، جامعة الجزائر ، 2006 ، ص: 83 .

² المرجع نفسه ، ص: 83 .

³ - gosette peyrard ; **la Bourse, 6eme**, edition, libraire vuibert, paris, 1998; p 15.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

و بناءا عليه يمكن تصنيف اوامر البورصة إلى الأنواع التالية¹:

1. اوامر غير محددة لسعر التنفيذ (Orders for non-specific):

1-1 الأمر بالسعر الأفضل (Ordered the better price): هو أمر شراء، أو بيع للأوراق المالية بسعر السوق، ويتم تنفيذ الأمر بأول سعر محدد في البورصة عند افتتاح الجلسة، أو بأفضل سعر إذا استلم الوسيط الأمر أثناء الجلسة، وفي كل الحالات يحرص الوسيط على اختيار السعر الأنسب والتنفيذ دفعة واحدة.

1-2 الأمر بسعر السوق (At the market price): هو طلب العميل من الوسيط شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية مهما كان سعر الورقة في السوق، ويختار الوسيط السعر الأفضل لتنفيذه جزئياً.

2. اوامر محددة لسعر التنفيذ (Specific orders for the price):

1-2 الأمر بالسعر المحدد (It at a specific price): هو أمر شراء أو بيع يحدد فيه العميل للوسيط سعر التنفيذ، وهو أمر بأول سعر إذا ما وصل الأمر قبل جلسة افتتاح البورصة.

2-2 الأمر بالسعر المحدد بالإيقاف (This price specified suspension): هو أمر يحدد فيه العميل للوسيط السعر الذي يقف عنده تنفيذ الصفقة بحيث هو أمر بالشراء بالسعر الأفضل أو أعلى منه، وأمر بالبيع بالسعر الأفضل أو اقل منه.

3. الأوامر الخاصة (Special commands): هي اوامر إما مرتبطة أو مرجحة² يسلمها العميل إلى الوسيط لتنفيذ الصفقة.

- فالأولى تكون مرتبطة إحداها بالأخرى، أي شراء أوراق مالية من جهة وبيع أوراق من جهة أخرى، في نفس البورصة.

- أما الثانية تقتضي البيع والشراء من سوقين مختلفين، أي شراء أوراق مالية من سوق منخفض الأسعار، وبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار، والاستفادة من فارق الأسعار

المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

(Financial instruments traded on the stock exchange)

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها.

¹ محفوظ جبار ، مرجع سابق ، ص 77 .

² المرجع نفسه ، ص 80 .

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

المطلب الأول: ماهية الأسهم وأنواعها (Stock and types)

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا.

أولاً: تعريف السهم ومختلف قيمه

قبل التطرق لمختلف القيم التي يأخذها السهم ينبغي التطرق أولاً لتعريفه

1. تعريف السهم: يمكن تقديم عدة تعريفات للسهم:

التعريف الأول: "الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية"¹.

التعريف الثاني: "السهم هو حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق المتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري"².

التعريف الثالث: "الأسهم تمثل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، وهو الذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم اقتناها المستثمرين"³.

من المفاهيم السابقة نستنتج إن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس المال شركة الأموال.

2. قيم السهم (The stock values): للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

1-2 القيمة الاسمية للسهم (Nominal value of shares): هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

وتعرف أيضاً بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملاً وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكها، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم⁴.

¹ مصطفى رشدي شبيحة وزينب عوض الله، مرجع سابق، ص: 169.

² شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص: 21.

³ هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمار والاسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2003، ص: 92.

⁴ محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص: 191.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

2-2 القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية (Book value and accounting value): وهي تعادل قيمة السهم عن التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية.

وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة¹ وكقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم وذلك للأسباب التالية²:

- تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية، فالأصول تسجل بقيمتها التاريخية، وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول في ظل معادلات التضخم السائدة.
- القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات بعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حاليا، فإن القيمة المحورية لثروة هؤلاء المستثمرين ستكون أعلى أو أقل من قيمة الأصول عند التصفية.

نستنتج مما سبق ذكره أن القيمة الاسمية تمثل مفهوما قانونيا، أما القيمة الدفترية فتمثل مفهوما محاسبيا.

2-3 القيمة السوقية (Market value): هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علما بان هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي، هذا فضلا عن واقع الشركة المعينة من حيث مستويات ربحيتها، وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع، والدور الذي تمارسه إدارة السوق المالية في تكريس الاستقرار وتجاوز الاختناقات ونشر المعلومات، وقد تبين أن القيم الورقية للأسهم العادية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية السبعينات وحتى منتصف التسعينات من القرن العشرين، قد تغيرت من مرة واحدة إلى عشر مرات.³

وفي سوق الأوراق المالية لا تمثل كلا من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية التقييم الحقيقي للسهم، ذلك إن القيمة الحقيقية للسهم العادي والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع توليده، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أي يجنيها المستثمر.

ويمكن استنتاج أن القيمة السوقية للسهم تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب، أي من خلالهما يتحقق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في سوق وراق المالية، وتلعب كل من القيمة الدفترية والقيمة الاسمية دورا هاما في تحديد القيمة السوقية التي تباع بها الأسهم في سوق الأوراق المالية.

¹ مصطفى رشدي شبيحة، زينب عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص: 192.

² رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق، رأسمال، مؤسسات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص: 19.

³ هوشيار معروف كاكا مولا، مرجع سابق، ص: 92.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

وقد تكون القيمة السوقية اقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر اقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر اقل من القيمة الاسمية لضمان تصريف تلك الأسهم المصدرة¹.

ثانيا: أنواع الأسهم وخصائص كل منها: يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم:

- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به.
 - تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم.
 - تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.
- وسيتم التفصيل فيها فيما يلي:

1. تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي:

1-1 أسهم اسمية (Nominal shares): وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشمل على ما يلي²:

- الاسم، اللقب، صناعة، وطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، وفي الشركة وعنوانها، رأسمالها، ومركزها.
- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لان كل مساهم مدين لكل ما اكتتب به.
- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لان القاعدة العامة تقتضي بان الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

1-2 أسهم لحاملها (Bearer shares): يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها³.

1-3 أسهم لأمر (Shares of command): للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير⁴.

2. تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

¹ F. Rosenfeld, *Analyse des valeurs mobilières*, volume 2, dunod, Paris 1993; p:18.

² شمعون شمعون ، البورصة ، مرجع سابق ، ص : 22 .

³ مراد كاظم ، في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية ، المطبعة التجارية ، 1967 ، ص : 34 .

⁴ شمعون شمعون ، البورصة ، مرجع سابق ، ص : 23 .

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

1-2 أسهم عينية (Shares in-kind): هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثماري مادي، أو محزونات، أو براءة اختراع، مقدرة ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

2-2 أسهم نقدية (Shares in cash): وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

2-3 أسهم مختلطة (Stocks mixed): وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقداً. 3. تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

1-3 الأسهم العادية (Ordinary shares): وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة باقية اسمية تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية¹.

وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل:

- في المرحلة الأولى، يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة.

- أما في المرحلة الثانية، يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية، وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس مال الشركة، بل أنها مجرد عملية تداول بين البائعين والمشتريين والوسطاء، ونقل حقوق الملكية من شخص لآخر، وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والثانوية.

وللأسهم العادية خصائص عديدة نوجزها فيما يلي²:

• حق الملكية: حيث يكون المساهم مالكا جزئياً لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وإن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

¹ هوشيار معروف كاكامولا ، مرجع سابق ذكره ، ص : 92 .

² هوشيار معروف كاكامولا ، مرجع سابق ، ص : 94 .

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

- إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم.
- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم في المقابل مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.
- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية، وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي، كما يحق لهم على الأقل نظريا مراقبة العمليات الجارية.

3-2 الأسهم الممتازة (Preferred Shares): هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة وهي¹:

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند، فمثلا حددت هذه النسبة في الهند رسميا بـ 14% بعد طرح الضرائب والالتزامات القانونية الأخرى، وأحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بإضافة إلى مشاركتهم في حصص الأرباح الموزعة.
- إن العائد لا يتغير، فإن سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا.
- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم
- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها التصفية قبل
- حملة الأسهم الممتازة، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.
- هناك عدة مزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند.
- كما أن عدم توزيع أرباح مقرر على حملة الأسهم الممتازة لا يتسبب إفلاس الشركة، إضافة إلى ذلك، فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المفترضة إلى الأموال المملوكة، ويترتب على ذلك زيادة المقدرة الافتراضية للشركة.
- و جدير بالملاحظة أن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة قد تكون أعلى بكثير من تكلفة التمويل بالدين، إذا أخذنا بعين الاعتبار أن الأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة لا يتم طرحها كتكلفة لأغراض ضريبية، وبهذا فإن الأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة تدفع من الأرباح الصافية بعد الضريبة، وبالتالي لا ينتج من ذلك

¹ عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج ، الاسواق المالية ، دار وائل للنشر ، عمان ، الاردن ، 2001، ص ص 159 160.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

أي توفير ضريبي من التمويل بالأسهم الممتازة، لذا فإن الشركات لا تعتمد على الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل مقارنة بالأسهم العادية أو السندات.

وهناك ميزات أخرى للأسهم الممتازة، منها ميزة الأرباح الموزعة التراكمية التي في حالة عدم توزيع الشركة أرباح في سنة ما على حملة الأسهم الممتازة لعدم تحقيق أرباح كافية، فإن الأرباح المستحقة لتلك السنة تنقل إلى السنة التي تليها، أي انه يتطلب من الشركة في السنة القادمة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة، والمستحقة قبل أن تقوم بتوزيع أية أرباح على الأسهم العادية، وهذا يحفظ حق حملة الأسهم الممتازة في الأرباح المستحقة المقررة لهم بغض النظر عن مستوى أرباح الشركة.

ويوجد نوع آخر من الأسهم الممتازة، وهي نادرة يطلق عليها أسهم ممتازة مشاركة والتي تسمح لحاملها المشاركة مع حملة الأسهم العادية في الأرباح والأسهم الممتازة المشاركة بالعموم تكون ما يلي:

- يدفع السهم الممتاز الربح المستحق له وعلى سبيل المثال 5 دينار للسهم.
- السهم العادية يستحق أرباحاً موزعة بمبلغ يساوي ما حصل عليه السهم الممتاز من الأرباح.
- إذا زادت الأرباح الموزعة عن الأسهم العادية إلى 5.5 دينار مثلاً: فإن الأرباح على الأسهم الممتازة يجب أن تزداد إلى 5.5 دج أيضاً.

من خلال ما سبق ذكره يمكن استخراج الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في العناصر الموالية¹:

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح.
- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت.
- عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة.
- لحامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.
- للإدارة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها خاصة عندما يتعلق الأمر بانخفاض أسعار الفائدة كثيراً.
- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحتجزة للشركة، لذلك فإن قيمته الاسمية تساوي قيمته الدفترية.
- الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية لحملة الأسهم الممتازة.

4. **التوجيهات الجديدة بشأن الأسهم:** بالإضافة إلى ما سبق ذكره من أنواع الأسهم، تم استحداث أنواع جديدة منها²:

¹ رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل لنشر، عمان، 1998، ص:29.

² منير ابراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1994، ص: 11.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

1-4 التوجيهات الجديدة بشأن الأسهم العادية: نذكر منها:

1-4-1 الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية (A ordinary shares of productive sectors) : من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

1-4-2 الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة (Ordinary shares with dividends discounted): حسب التشريع الضريبي الأمريكي، فإنه يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة أسهمها العادية إلى أعمالها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

1-4-3 الأسهم العادية المضمونة (Ordinary shares secured): ظهرت لأول مرة في أمريكا عام 1984 وهي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محددة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

2-4 التوجيهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة: يمكن ذكر:

1-4-2 الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة (Preferred stock with variable distributions): ظهرت في عام 1982 في أمريكا، حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزنة، ويجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على عائد سندات الخزنة، وحدد مجال تغيير نسبة التوزيعات بين 7.5% إلى 15.5% من القيمة الاسمية للسهم.

2-4-2 الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت (Preferred shares that have the right to vote): ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

3-4 أسهم التمتع (Shares enjoy): هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية إثناء حياة الشركة، تعويضا للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للشركة وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلك أسهمه بالشركة، واسهم التمتع تخول لصاحبها حقوقا في التصويت أو الأرباح أو غير ذلك¹.

المطلب الثاني: ماهية السندات وأنواعها (Bonds and types)

تشكل السندات احد الأدوات المالية طويلة الأجل، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة انواع يمكن تناولها في النقاط الآتية:

¹ محمد مطر، ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1993، ص:411.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

- تعريف السند.
- أنواع السندات.
- خصائص و اهتلاك السندات.
- الفرق بين الأسهم والسندات.

أولاً: تعريف السند ومختلف قيمه (Sindh definition and different values):

بالرغم من تعدد المقدمة للسندات إلا أنها تؤدي نفس المعنى، وفيما يلي بعض هذه التعاريف:
التعريف الأول: تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على انه وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين¹.
التعريف الثاني: السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أو يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد².

التعريف الثالث: السند ورقة مالية تمثل قرضاً طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة³.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق، وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي⁴:

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.
- معدل الكوبون: حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.
- اجل الاستحقاق: وهو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبياً.
- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.
- السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية.

¹ B-laget ,Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris ,1990,P:18

² عبد النافع عبد الله الزرري وغازي فرج ، مرجع سابق ، ص ص: 160 161 .

³ J. Peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux ,3^{ème} édition , 1993 ,P27

⁴ سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس ، مصر ، 1998 ، ص:51.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

- الإهلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول اهتلاك القرض السندي، حيث تحدد تعاقديا عند الإصدار، وتوجد عدة صيغ للإهلاك تتمثل في الإهلاك الكلي أو الإهلاك عن طريق أقساط ثابتة.

وللسندات قيمة اسمية وقيمة جارية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد، أما القيمة الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.

ثانيا: أنواع السندات (Types of bonds):

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدمها، لذا يمكن أن التمييز بين السندات وفق للمعايير التالية:

1. أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما¹:

1-1 سندات عامة (General bonds): وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، الشركات القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص وهذا بهدف تحقيق ما يلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة.

- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.

- تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد.

- التحكم في الأزمات الاقتصادية، وخاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية لتقليل من حجم السيولة المتداولة، وفي حالة الكساد تقم بشراء السندات والزيادة في السيولة العامة، وذلك بهدف تحقيق التوازن الكلي.

1-2 سندات خاصة (Private bonds): وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه.

من أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين

2. أنواع السندات حسب طريقة السداد: يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد²

1-2 سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

¹ M.DONIS , Valeurs mobiliers et gestion de portefeuille, Québec, SMG,1993,P61.

²G.DEFOSSE et P. Balley ,La bourse des valeurs , que sais – je , Edition Bouchéne,Alger,16émeédition1993,P18.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

2-2 سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

3. أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها: ويمكن أن نميز بين:

3-1 سندات قابلة للتحويل إلى أسهم (Convertible bonds into shares): وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية¹.

3-2 سندات ذات علاوة (Furthermore with bonds): لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

4. أنواع السندات حسب معدل العائد: نميز نوعان هما:

4-1 سندات ذات المعدل الثابت (Fixed rate bonds): وهذا النوع من السندات يقدم عائد مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكون يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

4-2 سندات ذات المعدل المتغير (Variable-rate bonds): في هذا النوع يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

5. أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة²: وتنفرع إلى:

5-1 سندات عادية (Ordinary bonds): لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

5-2 سندات الدخل (Income securities): هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

6. أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات وهما³:

6-1 سندات مضمونة (Guaranteed bonds): من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما تعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.

6-2 سندات غير مضمونة (Unsecured bonds): الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

¹ سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998، ص: 52.

² عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، دون سنة طبع، ص: 15.

³ محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مطبعة القاهرة،

للكتاب الجامعي، 1993، ص: 139.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

ثالثاً: خصائص واهتلاك السندات (characteristics and Depreciation of bonds):

قبل التطرق إلى خصائص السندات يجب الإشارة إلى حقوق حاملي السندات والتي تتلخص فيما يلي:

1. حقوق حاملي السندات (Bondholders rights): يتمتع حاملو السندات بعدة حقوق نذكر منها¹:
 - الحق في الإعلام.
 - الحق في استيفاء الفوائد على أساس القيمة الاسمية للسندات.
 - الحق في إقامة دعوى الإفلاس على الشركة في حالة تأخرها عن دفع قيمة السند.
 - الحق في الأولوية في الحصول على جزء من أموال المؤسسة عند التصفية قبل الدائنين الآخرين وحملة الأسهم العادية والممتازة.
2. خصائص السندات (Bond properties): للسندات خصائص نذكر منها²:
 - يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.
 - لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحاً أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.
 - تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.
 - تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة بالإضافة إلى خصائص أخرى للسندات وهي³:
 - تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
 - كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكثر.
 - إن الفترة الطويلة للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علماً بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.
 - إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائدته يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.
3. اهتلاك السندات (Amortization bonds): ما دام السند يمثل أصل قرض طويل الأجل عادة، فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق أجله، أو قبل ذلك باهتلاكات السندات معناه تسديدها،

¹ سمير رجب سعيد، إدارة الاستثمار، دار النهضة العربية، مصر، 1999، ص:244.

² سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص:291.

³ هوشيار معروف كاكما مولا، مرجع سبق ذكره، 2003، ص:110.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

ولاهلاك السندات عدة طرق ينص عليها نظام إصدار السندات، وإن غاب نص صريح في هذا الشأن، فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة، وفيما يلي هذه الطرق¹:

3-1 السداد الجزئي للسندات (Partial payment of the bonds): تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل أجل استحقاق القرض المجزأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها وبناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

3-2 تكوين احتياطي استهلاك السندات (Reserve bond formation consumption): قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية، ويشكل هذا الاحتياط بعدة طرق منها:

- كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.
- كأن يخصص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.
- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

3-3 السداد التدريجي (Gradual repayment): تصدر بعض الشركات نوعا من السندات يمكن أن يطلق عليه اسم السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة، بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة المالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجيا وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

رابعا: الفرق بين الأسهم والسندات: مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات، يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول أدناه:

¹ مروان عطون، مرجع سابق، ص: 76 77 .

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

الجدول رقم (01) : يمثل مقارنة بين الأسهم و السندات

السند (Sindh)	السهم (Arrow)
1-دين على الشركة.	1-جزء من رأس مال الشركة.
2-حامل السند دائن بقيمة السند.	2-حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3-عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3-ريح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4-حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج شركة بأخرى.	4-حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5-حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5-حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان.
6-حامل السند تكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6-عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
7-القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	7-القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.
8-الفوائد على السندات تعتبر من النفقات التي لا تخضع للضريبة.	8-عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.
9-حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو الحضور لاجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	9-للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرة العمل في الشركة.
10-يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.	10-يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار.

المصدر: ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات ، 1998، ص ص: 44-45.

المطلب الثالث: المشتقات والأوراق المهجنة (Derivatives and hybrid securities)

بالإضافة إلى الأدوات الملكية وأدوات الدين، بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات ، لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معاً، ونظراً لتداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين، إما عمليات آجلة أو عمليات عاجلة، أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات.

أولاً: تعريف المشتقات (Definition of derivatives): تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة¹.

¹ أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 211.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

ثانيا: أنواع المشتقات (Types of derivatives): يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

1. عقود الاختيار (Selection decades): تعتبر عقود الاختيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الاختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الاختيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

1-1 تعريف عقود الاختيار (Definition of choice decades): يمكن تعريف عقود الاختيار كما يلي:

التعريف الأول: عقود الاختيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما¹.

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما².

التعريف الثاني: اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه، و بسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ، و هو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع و شراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدما³.

من التعريفين السابقين نستنتج أن عقود الاختيار واحدة من الأدوات الاستثمارية الهامة التي يستخدمها المستثمرون لحماية استثماراتهم من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، كما أنها تمثل أحد السبل التي يلجأ إليها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح، وهناك شكلان من عقود الاختيار (الاختيار الأمريكي، الاختيار الأوروبي).

1-2 أنواع عقود الاختيار (Types of choice decades): قبل المرور إلى أنواع عقود الاختيار يجب توضيح بعض العناصر هي⁴:

- مشتري الحق (buyer Right): هو الذي يقوم بشراء حق الاختيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها لمحرر الاختيار.
- محرر الاختيار (Selection Editor): هو الشخص الذي يحرر عقد الاختيار أو مشتريه مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الاختيار.

¹ منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص:605.

² زياد رمضان، مرجع سابق ، ص:91.

³ خالد وهيب الراوي، الاستثمار مفاهيم تحليل استراتيجية، دار المسيرة، عمان ، 1998، ص:309.

⁴ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، دار الجامعة، مصر ، 2001، ص ص:332 333.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

- **سعر التنفيذ (Price Implementation):** هو سعر الورقة وقت إبرام العقد.
- **السعر السوقي (The market price):** هو سعر الورقة عند انتهاء الاتفاق.
- **تاريخ التنفيذ (Implementation date):** إبرام العقد.
- **تاريخ الانتهاء (The expiry date):** هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الاختيار بتنفيذه.
- **المكافأة (Reward):** هي المقدار الذي يدفعه مشتري الحق للمحرر مقابل أن يكون لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.
- وفيما يلي مختلف أنواع عقود الاختيار: هناك نوعان من الخيارات¹.
- **خيار النداء (Call option):** يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، إن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق للاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق للاتفاق عليه.
- **خيار الطرح (subtraction option):** ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.
- ويتضح مما سبق أنه يلزم في حالة شراء شخص ما إحدى الخيارات ضرورة ان يتوفر ملتزم أمام صاحب الخيار، أي يلتزم توفر طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار، ويسمى هذا الأخير الملتزم أمام صاحب الخيار بكاتب الخيار.
- ونشير هنا أنه لا يوجد حد أقصى لعدد خيارات الشراء أو بيع لأصل ما، وذلك على عكس الحال بالنسبة للأسهم، والتي تكون متاحة بكمية محددة، وفقا لرأس مال الشركة المصدرة، فيمكن في أي وقت خلق خيار جديد طالما وجود الطرف الآخر الملتزم، كما يجوز في أي وقت إنهاء خيار ما والتنازل عنه. وتسمى عملية إنشاء الخيار بعملية الفتح، وتسمى عملية إنهاء الخيار بعملية الإقفال، وهنا يمكن للفرد أن يقوم بإنهاء الخيار، وإقفال العملية بأحد الطرق الثلاثة الآتية²:
- **الطريقة الأولى:** بيع الخيار إلى شخص آخر عن طريق دخول السوق بعملية عكسية.
- **الطريقة الثانية:** ترك الخيار إلى أن ينتهي تلقائيا إذا ما فقد قيمته، كأن يكون سعر السهم في السوق أقل من السعر المتفق عليه في خيار النداء، أو يكون سعر السهم في السوق أعلى من السعر المتفق عليه في خيار الطرح.

¹ حسين عطا غنيم، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005 المنظمة العربية للتنمية الإدارية ص: 55 .

² المرجع نفسه، ص: 56.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

- الطريقة الثالثة: أن يستفيد صاحب الحق من الخيار في ميعاد استحقاقه، ويحصل الطرف الملتزم الذي كتب الخيار على مقابل من المال يسمى بعلاوة الخيار، ويحصل على هذه العلاوة بمجرد توقيع الالتزام، وذلك بغض النظر عما قد يحدث لهذا الخيار في المستقبل.
- 2. العقود المستقبلية (Future Contracts): تعتبر العقود الآجلة والمستقبلية أحد أشكال المشتقات المالية ضمن ما يعرف باسم الهندسة المالية، شأنها في ذلك شأن حقوق الاختيار التي تحدثنا عنها سابقاً ونتناولها بالتفصيل من خلال التالي:
- 1-2 تعريف العقود المستقبلية (definition Future Contracts): يمكن تعريف العقود المستقبلية كما يلي:
- التعريف الأول: "تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديماً، وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه¹."
- التعريف الثاني: ويعرف العقد المستقبلي أيضاً على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال².
- من التعريفين السابقين نستنتج ان العقد المستقبلي اتفاقاً ملزماً بين طرفين هما البائع والمشتري يتعهد فيه المشتري باستلام موضوع (محل) التعاقد لقاء سعر محدد وفي نهاية الفترة المتفق عليها، وبالمثل يتعهد فيه البائع بتسليم موضوع (محل) التعاقد عند السعر المحدد وفي نهاية تلك الفترة أيضاً.
- ويقتضي التعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط هي³:
- وحدة التعامل (Unit Dealing): وهي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم إبرام العقد، ففي مجلس شيكاغو يتضمن مثلا العقد الواحد للتعامل في القمح 500 بوشل (*)، في الولايات المتحدة الأمريكية العقد على الأذونات الخزائنة تبلغ قيمته 1 مليون دولار في مقابل 100000 دولار للعقد على سندات الخزائنة.
- شروط التسليم (Terms of delivery): وتتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي أن يتم فيه التسليم والمواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية والجودة ووسيلة التسليم التي يتم بموجبها تسليم الأصل⁴.

¹ محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ، ص:413.

² أحمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، 2003، ص:234.

³ منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص :684.

(*) البوشل هو مقياس من مقاييس السعة والبوشل الأمريكي المعياري يساوي 215.42 بوصة مكعبة أي ما يتراوح عموماً بين 21.8 و 27.2 كغ.

⁴ نفس المرجع، ص:684.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

- حدوث تقلبات الأسعار (The occurrence of price fluctuations): تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث تفرض حداً أدنى وحداً أقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم المعني، ويستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام الحدود وهي العقود على مؤشرات السوق.
- نظام الهوامش (Margins system): نظراً لما ترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء، يفرض هامش مبدئي يودعه أطراف التعاقد لدى بيت السمسرة الذي يتعاملون معه، ويكون في صورة نقدية، وفي صورة أدوات الخزانة أو سندات الحكومة... الخ.
- التسوية السعرية اليومية (The daily settlement price): تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغير في سعر العقد الجديد، بل أن بيت التسوية نفسه يقوم بإحلال العقد بعقد جديد، وسعر العقد الجديد يتحدد على أساس التسوية والذي ينشر في صحف المال عن العقود المماثلة.
- 2-2 أنواع العقود المستقبلية (Types of Future Contracts): من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:
 - 2-2-1 العقود المستقبلية على أسعار الفائدة (Future Contracts on interest rates): هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة¹.
 - 2-2-2 العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق (Future Contracts on market indices): هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محدد مسبقاً، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد².
 - 2-2-3 العقود المستقبلية على السلع (Futures contracts on commodities): هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محدداً من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد³.
- ثالثاً الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة (The difference Future Contracts and futures): هناك فروق جوهرية بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، يمكن حصرها فيما يلي⁴:
 - مخاطر عدم القدرة على الوفاء (The risk of not being able to fulfill): العقود الآجلة لا توفر عنصر الحماية لطرفي التعاقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، فالعقود الآجلة لا

¹ زياد رمضان ، مرجع سابق ، ص :100.

² حسن عبد الباسط وفا، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى ملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص:40.

³ أحمد صالح عطية، مرجع سابق ، ص:235.

⁴ نفس المرجع ، ص240.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

تداول في سوق منظمة توفر سبل الحماية، على عكس العقود المستقبلية والتي توفر الحماية لطرفي التعاقد نتيجة لتداولها في السوق المنظمة وما تفرضه هذه السوق على المتعاملين.

- مخاطر عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد المستقبلي:

(The risk of not being able to get rid of the Futures contracts obligations)

يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزاماته بموجب الاتصال بسمسار و إبداء الرغبة في إقفال مركزه، و الأمر يختلف تماما مع العقد الآجل، فالانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا من طرف الراغب في الانسحاب و يطلق عليه مخاطر تسويق العقد.

- **تكلفة المعاملات (Transaction costs):** تتمثل تكلفة المعاملات في أي تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة والضرائب، هذه التكاليف تكون أقل كثيرا عندما يكون للعقد سوق منظم يتداول فيه، بما يعني أن العقود المستقبلية تكون أقل تكلفة مقارنة مع العقود الآجلة في إتمام المعاملات¹.

- **التسوية اليومية للعقد (Daily settlement of contracts):** في العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميا على أساس سعر التسوية، أما في حالة العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثمة فإن الفروق السعرية المحملة تكون كبيرة نسبيا.

رابعاً: الأوراق المهجنة (Hybrid securities):

1. **تعريف الأوراق المهجنة (Hybrid securities definition):** تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز و بشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات و أدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص و سمات كل منهما²، و عليه فإن للأوراق المهجنة لها بعض صفات و مميزات الأسهم بمختلف أنواعها، و كما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات و صفات السندات، و بالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما و لا سندات حيث أنها خليط بينهما.

2. **أنواع الأوراق المهجنة (Types of hybrid securities):** يمكن التمييز بين الأنواع الآتية:

1-2 **الأسهم الممتازة (Preferred Shares):** ويمكن تعريفها كما يلي:

التعريف الأول: "جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية، حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية"³.

التعريف الثاني: "مستند ملكية له قيمة اسمية، الدفترية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة"⁴.

¹ أحمد صالح عطية، مرجع سابق، ص: 241.

² منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية، البحرين، 1993، ص: 5.

³ عبده محمد مصطفى محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

⁴ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1993، ص: 68.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

فالسهم الممتاز ليس له نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية، كما تتميز هذه الأسهم بأنها دائمة ما دامت المؤسسة قائمة ومستمرة، فهي ليس لها تاريخ استحقاق محدد.

2-2 شهادات الاستثمار (Investment Certificates): هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة¹.

من خلال التعريف السابق نستنتج أن شهادة الاستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت، ولحاملها الحق في الأرباح، والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة.

3-2 الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي

(Securities issued by collective employment bodies):

تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

المطلب الرابع: ماهية كفاءة السوق المالي (What the financial market efficiency): من الأدوار الرئيسية للأسواق المالية القيام بمهمة نقل الفائض من السيولة النقدية إلى الأعوان الاقتصادية والمؤسسات التي تنقص فيها وبشكل كفاء وصحيح لتحقيق النمو الاقتصادي، ولذلك فقد طرحت العديد من التساؤلات حول كفاءة الأداء في السوق المالي وماهية معايير وشروط وأنواع كفاءة السوق المالي؟ وما هي أهم المشاكل والمعوقات التي تواجه الأداء الكفاء للسوق المالي؟ ونوضح كل ما سبق فيما يلي:

أولاً: تعريف كفاءة السوق المالي (Definition of a financial market efficiency):

التعريف الأول: انه مدى قدرة الأسواق على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة بأقل تكلفة ممكنة للتبادل على أن تعكس أسعار الأدوات المالية المتبادلة في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية، أي تكون متناسبة مع معدلات العوائد المرودة خلال حياة كل استثمار في تلك الأصول².

التعريف الثاني: هي السوق التي يجري فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة وذلك عند أسعار قريبة من القيم الحقيقية (لهذه الأدوات)، حيث يتحقق توازن مع قبول طرفي (الطلب والعرض) لهذه الاسعار³.

التعريف الثالث: يتصف السوق المالي بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس صورة كاملة وصحيحة لكافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، في ظل السوق الحرة التنافسية، وان أسعار الأوراق المالية يجب أن تعكس المعلومات المتاحة وان تلك الأسعار سيتم تعديلها بصورة سريعة في حالة ظهور

¹ Y.SIMON, Encyclopédie de marchés financiers, Economica, paris, 1997, tome 1, p:03

² معبد على الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، الإدارة المالية في الإسلام، ج 1، مؤسسة البيت، عمان، 1989، ص 128.

³ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 73.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

معلومات جديدة، و في ظل التغيرات المستمرة في أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاء استجابة لورود معلومات جديدة، من الممكن أن تختلف الأسعار التي يتوقعها المستثمرين عن الأسعار السوقية، ويسمى ذلك خطأ التنبؤ في التقدير ويعكس الاختلافات بين تقديرات المستثمرين للعوائد المتوقعة والعوائد الفعلية ومن ثم تحقق أرباح او خسائر على ضوء ذلك¹.

من خلال التعاريف السابقة نلاحظ أن جلها يركز على:

- ترجمة الأسعار للحالة الحقيقية للمنشآت المصدرة لهذه الأداة.

- انخفاض تكلفة الحصول على المعلومات والمتاجرة بالأدوات المالية في السوق المالي.

ثانيا: شروط كفاءة السوق المالي (Terms of the financial market efficiency): يتطلب قيام سوق مالي

نظامي وقومي يعمل على توفير السيولة المطلوبة لتحقيق النمو الاقتصادي

المرغوب، مجموعة من الشروط والعوامل الضرورية، يمكن إيجازها فيما يلي² :

- إنشاء هيئة للأوراق المالية بهدف توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية، وحماية الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من الغش والمعاملات الغير شرعية الأخرى.

- إلغاء مشتريات التغطية الهامشية واشتراط تغطية نسبتها 100% الأمر الذي يعني أن المشتريات من الأوراق المالية تصبح نقدية وإلغاء عمليات الشراء بالهامش (نتيجة اشتراط تغطية نسبتها 100%) تزول كافة الخيارات والامتيازات المتاحة في صورة خيارات شرائية وخيارات بيعيه كانت تسمح للمضارب أن يتخذ وضع في السوق المالي مع المخاطرة بمبلغ قليل.

- خطر استخدام الائتمان في صفقات الإصدارات الفردية فقد ثبت انه تم تمويل ارتفاع أسعار الأوراق المالية بقروض فان حدوث انكماش في السوق قد يعجل بانهياف كبير في أسعار الأوراق المالية، لان المقترضين الذين يطالبون بالنقود قد يمارسون ضغطا كبير عن المصارف ومؤسسات الإقراض.

- نظام معلومات يتسم الشمولية، أي ملم لجميع القطاعات والمعلومات المتداولة في السوق المالي.

- توفير بنية هيكلية مالية، واستقرار السياسة المالية للدولة.

- وجود وسطاء ماليين يتمتعون بخبرة وكفاءة (سماسرة، بيوت الخصم،)

- توفر القنوات الاستثمارية المناسبة للموجودات الرأسمالية وتوفير الادوات المالية المتداولة في سوق راس المال.

1 عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحولات الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص56.

2 حسين بن هاني، الاسواق المالية ، دار الكندي، عمان ، 2002 ، ص 34- 35 .

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

ثالثا: أشكال فرضيات السوق الكفاء (Forms of the efficient market hypothesis): وتنقسم ثلاثة اشكال:

1.3 الشكل الضعيف¹ (Weak form): تتضمن هذه الصيغة للفرضية التي يتضمن محتواها أن أسعار الأصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية)، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذه المدة متاحة وشائعة للجميع ولتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر، لذلك فلا يوجد أحد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائدا استثنائيا، طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا إلى المعلومات التاريخية.

2.3 الشكل شبه القوي (Semi form strong): وتتضمن هذه الصيغة للفرضية التي يتضمن محتواها بان الأسعار الجارية للأسهم والسندات والأصول المالية الأخرى، تعكس المعلومات المتاحة جميعا والتي تؤثر بتقويم (تسعير) هذه الأصول، متمثلة بالظروف الاقتصادية والمالية ومعلومات تاريخية وحالية عن أسعار وحجم التبادل ومستويات الائتمان في الاقتصاد، وحجم الإصدار ولا تنحصر فقط بالأسعار الماضية، لذلك فإن المستثمرين والبائعين يستخدمون ما أتى من معلومات للتقويم، ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة².

3.3 الشكل القوي (Strong shape): وهي صيغة للفرضية تبين سعرا جاريا للأصل المالي يعكس المعلومات العامة (الشائعة) والخاصة جميعا التي تستخدم في تحديد قيمة الأصول في البورصة، ولذلك فإن المعلومات المتوفرة في ظل هذه الصيغة لفرضية السوق الكفاء تشمل معلومات المحضيين (المدراء التنفيذيون، بعض الصحفيون، حاملو الأسهم الرئيسيون،...)، ويشير وجود المحضيين الكثير من التساؤلات حول شرعية وعدم شرعية تعاملات هؤلاء في البورصة، وبالتالي فالسعر عندما يعكس جميع المعلومات فسوف لا يكون بالإمكان تحقيق انحراف عن القيمة الحقيقية³.

¹ محمود محمد داغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص: 284.

² المرجع نفسه، 285.

³ عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بن النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر، دمشق، 2002، ص 45.

الفصل الاول: الأسس النظرية لأسواق الأوراق المالية

الخلاصة:

لقد تم التركيز في هذا الفصل على الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، حيث تناولنا الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية من خلال التعرف على سوق الأوراق المالية وتقسيماتها وكذلك أهم مؤشراتته والعاملين فيه.

وخلصنا في نهاية هذا الفصل إلى جملة الاستنتاجات وهي:

- تعتبر بورصة الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفقات الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج وبالتالي فهي تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.
- تمثل بورصة الأوراق المالية سوقا بالمفهوم الاقتصادي للسوق، حيث تمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع المتمثلة في الأسهم والسندات والأوراق المهجنة وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري.
- إن التعامل في الأوراق المالية يتم من خلال تدخل عدة أطراف وهم الطالبون والعارضون لرؤوس الأموال والسماسرة والمراقبون وذلك بتوفر شروط معينة.
- من الناحية النظرية يعتبر سوق الأوراق المالية مصدر مهم وحديث بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية وهذا ما سنتفصل فيه في الفصل الثاني.

الفصل الثاني

الإطار النظري للأداء المالي

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

تمهيد:

إن الغرض من هذا الفصل هو التزود بالإطار النظري للأداء ، فلا يمكن تناول بحث قياس وتقييم الأداء المالي دون الإحاطة بالإطار النظري للأداء ، من أجل ذلك سيتم معالجة هذا الفصل بالتطرق أولاً إلى ماهية الأداء بالمؤسسة الاقتصادية مركز في ذلك على تعريفه ثم يلي ذلك أنواعه والعوامل المؤثرة فيه، وثانياً تم التطرق إلى عملية تقييم الأداء في المؤسسة الاقتصادية من حيث مدلولها ، وخطواتها وأنواعها، وأهدافها وبعد ذلك صعوباتها، وثالثاً سيتم التطرق إلى الأداء المالي من حيث الأهداف المالية للمؤسسة الاقتصادية، ومصادر معلومات تقييمه.

وأخيراً تم التطرق إلى نسب ومؤشرات الاداء المالي من خلال المدلول والمؤشرات المستخرجة من القوائم المالية للمؤسسة الاقتصادية ، ومؤشرات اخرى .

فهيكल هذا الفصل سيكون كما يلي:

المبحث الأول: ماهية الأداء في المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثاني: تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

المبحث الرابع: نسب ومؤشرات الاداء المالي

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

المبحث الأول: ماهية الأداء في المؤسسة الاقتصادية

(What performance in the economic institution)

إن التطرق إلى أداء المؤسسة الاقتصادية بدراسة نظرية يعد مطلباً ضرورياً للإحاطة بجميع جوانبه وسيتم التطرق في هذا المبحث إلى ثلاثة عناصر أساسية هي: مفهوم الأداء أين يتم عرض مجموعة من التعاريف التي تسمح بتوضيح معناه. ثم عرض أنواعه وأخيراً يتم دراسة مختلف العوامل المؤثرة فيه.

المطلب الأول: مفهوم الأداء (The concept of performance)

" يُعدّ الأداء مفهوماً شمولياً و هاماً بالنسبة لجميع المؤسسات (في جميع المجالات) بشكل عام ويكاد يكون الظاهرة الشمولية لجميع فروع و حقول المعرفة المحاسبية و الإدارية و على الرغم من كثرة البحوث و الدراسات التي تناولت الأداء و تقييمه ، إلا أنه لم يتم التوصل إلى إجماع حول مفهوم محدد للأداء ، فلا يزال الباحثون مشغولين بمناقشة الأداء كمصطلح فني و بمناقشة المستويات التي يُحلّل عندها و القواعد الأساسية لقياسه و يعتقد البعض أن الخلاف حول مفهوم الأداء ينبع من اختلاف المعايير و المقاييس التي تُعتمد في دراسة الأداء و قياسه و التي يستخدمها الباحثون مع القول إن هذا الاختلاف إنما يعود لتنوع أهداف و اتجاهات الباحثين في دراستهم¹."

فمنهم من يميل إلى الجانب الكمي، وبالتالي تكون وسائل تحليله في أغلبها تقنية، ومنهم من يميل إلى الجانب التنظيمي فلا يكتفي بالتعبير عن الأداء بمجرد نسب وأرقام، وإنما يمتد إلى تفسيرها وتحليلها. إن أصل كلمة أداء ينحدر إلى اللغة اللاتينية أين توجد كلمة (PERFORMARE) التي تعني إعطاء، وذلك بأسلوب كلي، الشكل لشيء ما. وبعدها اشتقت اللغة الإنجليزية منها لفظة (PERFORMANCE) وأعطتها معناها².

والأداء يعبر عن " المخرجات أو الأهداف التي يسعى النظام إلى تحقيقها، وهو مفهوم يعكس كلا من الأهداف والوسائل اللازمة لتحقيقها، أي أنه يربط بين أوجه النشاط وبين الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها³."

كما أننا نجد أن قسماً من المفكرين (ومنهم Miller & Bromily) يرون أن الأداء " هو انعكاس لكيفية استخدام المؤسسة الموارد المادية و البشرية ، و استغلالها بكفاءة و فعالية بالصورة التي تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها"¹ وهذا التعريف يُدخّل في الأداء كل من الكفاءة و الفعالية كعنصرين مكونين للأداء و يدعم هذا القول التعريفات التالية³:

- تعريف M.Gervais : " الجمع بين الكفاءة (أو الإنتاجية) و الفعالية يسمح بالوصول إلى مستوى الأداء."

¹ حمزة محمود الزبيدي ، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان 2000 ، ص:81.

² Abdellatif Khemakhem, *la dynamique du contrôle de gestion*, Dunod, 2 ed, Paris, 1976, P. 310.

³ شوقي قبطان، "دراسة العلاقة بين سياسات تسيير الموارد البشرية و أداء المؤسسات الصناعية"، مذكرة ماجستير ، غير منشورة ، إدارة الأعمال ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة سعد دحلب البليدة، 2006، ص : 20-21.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

- تعريف B.Doriath : " نستعمل مفهوم الأداء للحكم على المؤسسة من حيث الأهداف و الطريقة المتبعة في تحقيقها".

- تعريف G.Donnadieu: " أداء المؤسسة يمكن الحكم عليه من خلال ثلاثة معايير مختلفة ولكنها مكملة لبعضها البعض هذه المعايير هي: أهمية الهدف، القدرة على بلوغ الهدف الطريقة الاقتصادية لبلوغ الهدف، وهذه المعايير الثلاثة تكون المفهوم الشامل للأداء".

من الجوانب الأخرى للأداء فقد لخص كل من <<Carla Mendoza ,Pierre Besós >> مفهوم الأداء في البعدين التاليين :

1-الأداء في المؤسسة هو كل ما يساهم في تحسين الثنائية: قيمة-تكلفة فلا يمكن الفصل بين تخفيض التكلفة وزيادة القيمة في معنى الأداء.

2-الأداء في المؤسسة هو كل ما يساهم في تحقيق وبلوغ الأهداف الاستراتيجية المتعلقة بالمدى المتوسط والطويل.

والمدخل المعتمد هنا هو اعتبار أن الأداء يعتمد على الحكم الذي يُعطى لقيمة المؤسسة مثلا في أسعار البيع، الكميات المباعة، حصة السوق، الأرباح، صورة وعلامة المؤسسة، وقيمة خدماتها لدى مختلف العملاء، أما التكلفة فهي حسب تقدير المؤسسة لقدرتها على تخفيض تكاليفها، ويكون هذا التقدير إما زمنيا وإما عن طريق ال benchmarking* مع المؤسسات الأخرى.

يقدم الباحثون للأداء أيضا البعد الاستراتيجي، في أن الأداء يعبر على مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها الاستراتيجية.

المطلب الثاني: أنواع الأداء (Types of performance)

بعد ما تم التعرض إلى مفهوم الأداء ننتقل إلى عرض أنواع الأداء في المؤسسة، وتحديد أنواع الأداء يفرض اختيار معايير التقسيم، هذه الأخيرة يمكن تحديدها في أربعة أشكال هي: معيار مصدر الأداء، معيار الشمولية، المعيار الوظيفي ومعيار الطبيعة. كل معيار على حدة يقدم مجموعة من أنواع الأداءات في المؤسسة.

أولا: حسب معيار المصدر (According to the source standard): وفقا لهذا المعيار، يمكن تقسيم أداء المؤسسة إلى نوعين، الأداء الذاتي أو الداخلي والأداء الخارجي.

1. الأداء الداخلي (Internal performance): كذلك يطلق عليه اسم أداء الوحدة أي أنه ينتج بفضل ما تملكه المؤسسة من الموارد فهو ينتج أساسا من التوليفة التالية¹:

- الأداء البشري (Human Performance): وهو أداء أفراد المؤسسة الذين يمكن اعتبارهم مورد استراتيجي قادر على صنع القيمة وتحقيق الأفضلية التنافسية من خلال تسيير مهاراتهم.

** - المقارنة مع مؤسسات ناجحة تشتغل في نفس النشاط.

¹ Bernard Martory, *contrôle de gestion sociale*, librairie Vuibert, Paris, 1999, p.236

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

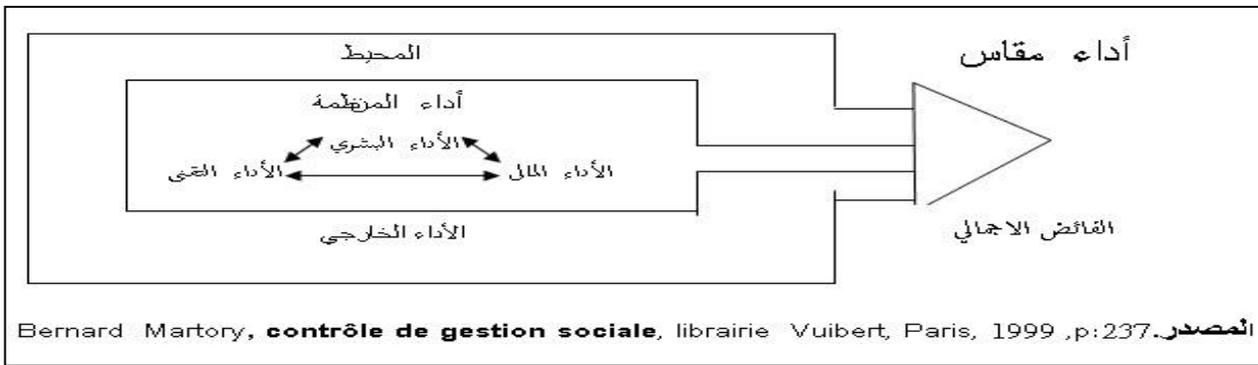
- الأداء التقني (Technical performance) : ويتمثل في قدرة المؤسسة على استعمال استثماراتها بشكل فعال.

- الأداء المالي (Financial Performance) : ويكمن في فعالية تعبئة واستخدام الوسائل المالية المتاحة. فالأداء الداخلي هو أداء متأني من مواردها الضرورية لسير نشاطها من موارد بشرية، موارد مالية، موارد مادية.

2. الأداء الخارجي (External performance): هو «الأداء الناتج عن التغيرات التي تحدث في المحيط الخارجي للمؤسسة¹» فالمؤسسة لا تتسبب في إحداثه ولكن المحيط الخارجي هو الذي يولده. فهذا النوع بصفة عامة يظهر في النتائج الجيدة التي تتحصل عليها المؤسسة كارتفاع رقم الأعمال نتيجة لارتفاع سعر البيع أو خروج أحد المنافسين، ارتفاع القيمة المضافة مقارنة بالسنة الماضية نتيجة لانخفاض أسعار المواد واللوازم والخدمات. فكل هذه التغيرات تنعكس على الأداء سواء بالإيجاب أو بالسلب.

إن هذا النوع من الأداء يفرض على المؤسسة تحليل نتائجها وهذا سهل إذا تعلق الأمر بمتغيرات كمية أين يمكن قياسها وتحديد أثرها ولعل من أهم طرق تحليل الظواهر طريقة الإحلال المتسلسل. ويمكن توضيح النوعين السابقين في الشكل التالي :

شكل رقم(01): يمثل الأداء الذاتي والأداء الخارجي



من الشكل يتضح أن قياس الأداء عملية ضرورية لمعرفة عوامل الفائض المحقق أيعود للمنظمة وحدها أو للمحيط وحده. ففكرة قياس الأداء تسمح للمؤسسة بمعرفة وضعيتها الحقيقية. وبقاء المؤسسة مرهون بالأداء الداخلي الذي يمكن الحفاظ عليه وتطويره عكس الأداء الخارجي الذي يمكن أن يصير خطر على المنظمة بعد أن كان فرصة.

ثانيا: حسب معيار الشمولية (Totalitarian standard) : حسب هذا المعيار يقسم الأداء داخل المنظمة إلى أداء كلي وأداء جزئي² :

¹Bernard Martory, Ibidem, p236.

²عبد المليك مزهودة، «الأداء بين الكفاءة والفعالية، مفهوم وتقييم». مجلة العلوم الإنسانية، العدد الأول، نوفمبر، 2001، جامعة بسكرة، ص:89.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

3. **الأداء الكلي (Overall performance):** يتمثل الأداء الكلي للمؤسسة في النتائج التي ساهمت جميع عناصر المؤسسة أو الأنظمة التحتية في تكوينها دون انفراد جزء أو عنصر لوحده في تحقيقها. فالتعرض للأداء الكلي للمؤسسة يعني الحديث عن قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها الرئيسية بأدنى التكاليف الممكنة. ومثال الأهداف الرئيسية الربحية التي لا يمكن لقسم أو وظيفة لوحدها تحقيق ذلك بل تتطلب تضافر جميع المصالح أو الوظائف، فمصلحة المالية يجب أن توفر الأموال الضرورية بأقل التكاليف وأقل المخاطر، ومصلحة الإنتاج يجب أن تقدم منتوجات بأقل التكاليف وأحسن جودة، ومصلحة الأفراد يجب أن تحقق أفضل مردود، والمصلحة التجارية يجب عليها تسويق أقصى ما يمكن تسويقه وتوفير المواد لعملية التصنيع بأقل تكلفة وأحسن جودة.

4. **الأداء الجزئي (Partial performance):** على خلاف الأداء الكلي، فإن الأداء الجزئي هو قدرة النظام التحتي على تحقيق أهدافه بأدنى التكاليف.

فالنظام التحتي يسعى إلى تحقيق أهدافه الخاصة به، لا أهداف الأنظمة الأخرى. ويتحقق مجموع أداءات الأنظمة التحتية يتحقق الأداء الكلي للمنظمة، وكما سبق الإشارة إليه، أهداف المؤسسة يجب أن تكون متكاملة ومتسلسلة تشكل فيما بينها شبكة.

ثالثاً: **حسب المعيار الوظيفي (By functional criterion):** يرتبط هذا المعيار وبشده بالتنظيم، لأن هذا الأخير هو الذي يحدد الوظائف والنشاطات التي تمارسها المؤسسة.

إذن ينقسم الأداء في هذه الحالة حسب الوظائف المسندة إلى المؤسسة التي يمكن حصرها في الوظائف الخمس التالية: وظيفة المالية، ووظيفة الإنتاج، ووظيفة الأفراد، ووظيفة التسويق، ووظيفة التموين، ويضيف البعض الآخر وظيفة البحث والتطوير ووظيفة العلاقات العمومية.

1. **أداء الوظيفة المالية (Performance and financial position):** يتمثل هذا الأداء في قدرة المؤسسة على بلوغ أهدافها المالية بأقل التكاليف الممكنة، فالأداء المالي يتجسد في قدرتها على تحقيق التوازن المالي وتوفير السيولة اللازمة لتسديد ما عليها، وتحقيق معدل مردودية جيد وتكاليف منخفضة¹.

2. **أداء وظيفة الإنتاج (The performance of the production function):** يتحقق الأداء الإنتاجي للمؤسسة عندما تتمكن من تحقيق معدلات مرتفعة للإنتاجية مقارنة بمثيلاتها أو بنسبة القطاع الذي تنتمي إليه، وإنتاج منتجات بجودة عالية وبتكاليف منخفضة تسمح لها مزاحمة منافسيها وتخفيض نسبة توقف الآلات والتأخر في تلبية الطلبات².

3. **أداء وظيفة الأفراد (Perform the function of individuals):** قبل تحديد ماهية هذا الأداء، يتوجب الإشارة إلى أهمية الموارد البشرية داخل المؤسسة، فنكمن هذه الأهمية في قدرتها على تحريك الموارد الأخرى وتوجيهها نحو هدف المؤسسة. فضمن استخدام موارد المؤسسة بفعالية لا يتم إلا عن طريق

¹Marcel Laflame, *Le management: approche systémique*. gaetan Morin éditeur, 3 ed CANADA, 1981, P:356.

²Ibid, p. 357.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

الأفراد. كذلك وجود المؤسسة وإستمراريتها أو زوالها مرتبط بنوعية وسلوك الأفراد الذين توظفهم المؤسسة فلكي تضمن المؤسسة بقاؤها يجب أن توظف الأكفاء وذوي المهارات العالية وتسيرهم تسييرا فعالا، وتحقيق فعالية المورد البشري لا تكون إلا إذا كان الشخص المناسب في المكان المناسب وفي الوقت المناسب لإنجاز عمله¹.

يتجلى أداء وظيفة الأفراد من خلال مجموعة من المؤشرات والمعايير يمكن ذكر منها المجموعة التالية²:

- عائد الأفراد.

- عدد الحوادث والإجراءات التأديبية التي كلما قل عددها دل ذلك على الأداء الجيد.
- التغيبية (ABSENTEISME) : ويقصد بها فقدان المواظبة على العمل الذي يشترط الحضور إلى مكان العمل.

وقياسها يتم بمجموعة من المؤشرات³ هي:

معدل الخطورة = ساعات الغياب/ الساعات المطلوب عملها.

التغيبية لكل أجير = أيام أو ساعات الغياب/ عدد المأجورين.

المدة المتوسطة للتغيبية = ساعات التغيبية/ عدد الغيابات.

والأداء حسب هذا المعيار يتحقق كلما انخفضت نسبة مؤشرات التغيبية واتجهت نحو الصفر.

- علاقات أرباب العمل والنقابات : ويمكن تفسير هذه المعيار بعدد الإضرابات الحاصلة داخل المؤسسة. وانعدام الإضراب يعكس الجو الملائم الذي توفره المؤسسة لمستخدميها.

4. أداء وظيفة التموين (Perform the function of Supply): يتمثل أدائها في القدرة على تحقيق درجة عالية من الاستقلالية عن الموردين، والحصول على المواد بجودة عالية وفي الآجال المحددة وبشروط دفع مرضية والحصول على آجال تسديد الموردين تفوق الآجال الممنوحة للعملاء، وتحقيق استغلال جيد لأماكن التخزين.

5. أداء وظيفة البحث والتطوير (Perform the function of research and development): يمكن

دراسة أداء وظيفة البحث والتطوير بدراسة المؤشرات التالية⁴:

- الجو الملائم للاختراع والابتكار والتجديد.

- وتيرة التجديد مقارنة بالمنافسين.

- نسبة وسرعة تحويل الابتكارات إلى المؤسسة.

- التنوع وقدرة المؤسسة على إرسال منتوجات جديدة.

- درجة التحديث ومواكبة التطور.

¹George R.Terry, Stéphan. G Franclin, **les principes du management**. Ed economica, 8 ed Paris ,1985, p. 325.

²Marcel Laflame ,Le management: approche systémique ,op cit, p.p.356..357

³Robert le DUFFet al , **Encyclopédie de la gestion et du management**. Editions Dalloz, Paris, 1999, P.2.

⁴ Marcel Laflame ,Le management: approche systémique ,op cit, p.359.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

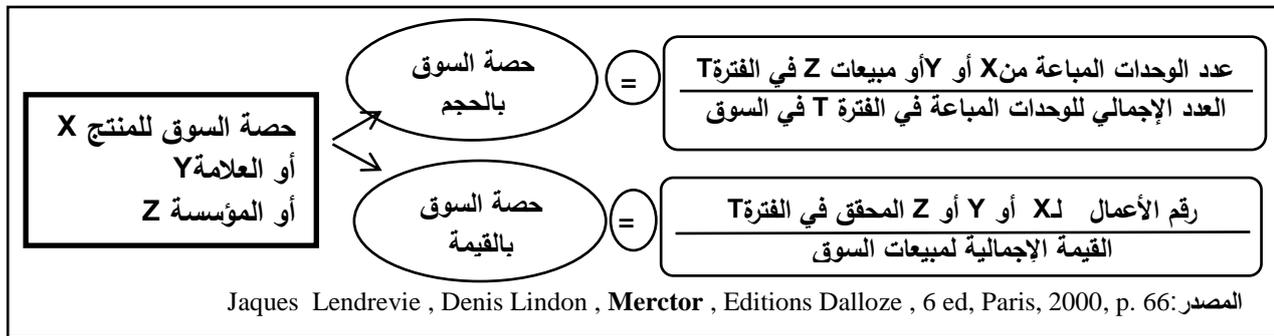
6. أداء وظيفة التسويق (The performance of the marketing function): يتمثل في قدرة وظيفة التسويق على بلوغ أهدافها بأقل التكاليف الممكنة. هذا الأداء يمكن معرفته من خلال مجموعة من المؤشرات المتعلقة بوظيفة التسويق التي يمكن ذكر منها المجموعة التالية¹:

- حصة السوق (Market share): مؤشر مستعمل بكثرة لتحديد الوضعية التنافسية لمنتج أو علامة أو مؤسسة ويحسب بالعلاقة التالية:

حصة السوق = مبيعات منتج أو علامة / المبيعات الإجمالية.

ويعبر عن هذه النسبة بوحدات عينية أو بالقيمة² ويمكن توضيح هذا المؤشر كما يلي:

الشكل رقم (02): يمثل كيفية حساب حصة السوق



- إرضاء العملاء (Customer satisfaction): يمكن حساب هذا المؤشر من خلال حساب عدد شكاوى العملاء أو تحديد مقدار مردودات المبيعات.

- السمعة (Reputation): وتقاس حضور أو تواجد اسم العلامة لدى ذهن الأفراد.

- مردودية كل منتج (The profitability of each product): هي ما ينتجه العامل أو هي حاصل عمله في فترة زمنية معينة. ويقال مردودية الآلة أي النسبة بين الطاقة التي تنتجها و الطاقة التي تستهلكها.

7. أداء وظيفة العلاقات العمومية (Perform the function of public relations): في هذه الوظيفة يمكن أن يتجسد بعض أبعاد مفهوم الأداء التي تم التطرق لها في المبحث السابق فالأداء في هذه الوظيفة يأخذ بعين الاعتبار المساهمين، الموظفين، العملاء، الموردين وأخيرا الدولة.

بالنسبة للمساهمين، يتحقق الأداء عندما يتحصلوا على عائد مرتفع للأسهم واستقرار في الأرباح الموزعة. أما الموظفين، الأداء هو توفير أو خلق جو عمل ملائم ومعنويات مرتفعة، أما الموردين، الأداء هو احترام المؤسسة آجال التسديد والاستمرار في التعامل في حين الأداء من وجهة نظر العملاء هو الحصول على مدد تسديد ما عليهم طويلة ومنتجات في الآجال المناسبة والجودة العالية.

رابعا: حسب معيار الطبيعة (Standard nature): تبعا لهذا المعيار الذي من خلاله تقسم المؤسسة أهدافها إلى أهداف اقتصادية، أهداف اجتماعية، أهداف تكنولوجية، أهداف سياسية... يمكن تصنيف الأداء إلى أداء

¹Marcel Laflame ,Le management: approche systémique ,op cit, P.357 .

²Jaques Lendrevie, Denis Lindon ,Merctor, Editions Dalloz , 6 ed, Paris, 2000, P.64.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

اقتصادي، أداء اجتماعي، أداء تكنولوجي، أداء سياسي¹.

1. الأداء الاقتصادي (Economic performance): يعتبر الأداء الاقتصادي المهمة الأساسية التي تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى بلوغها ويتمثل في الفوائد الاقتصادية التي تجنيها المؤسسة من وراء تعظيم نواتجها (الانتاج، الربح، القيمة المضافة، رقم الأعمال، حصة السوق، المردودية...) وتندية استخدام مواردها (رأس المال، العمل، المواد الأولية، التكنولوجيا...).

2. الأداء الاجتماعي (Social Performance): في حقيقة الأمر، الأهداف الاجتماعية التي ترسمها المؤسسة أثناء عملية التخطيط كانت قبل ذلك قيوداً أو شروطاً فرضها عليها أفراد المؤسسة أولاً، وأفراد المجتمع الخارجي ثانياً. وتحقيق هذه الأهداف يجب أن يتزامن مع تحقيق الأهداف الأخرى وخاصة منها الاقتصادية كما يقول أحد الباحثين «الاجتماع مشروط بالاقتصاد²» وفي بعض الحالات لا يتحقق الأداء الاقتصادي إلا بتحقيق الأداء الاجتماعي.

3. الأداء التكنولوجي (Technological performance): يكون للمؤسسة أداء تكنولوجياً عندما تكون قد حددت أثناء عملية التخطيط أهدافاً تكنولوجية كالسيطرة على مجال تكنولوجي معين، وفي أغلب الأحيان تكون الأهداف التكنولوجية التي ترسمها المؤسسة أهدافاً استراتيجية نظراً لأهمية التكنولوجيا.

4. الأداء السياسي (Political performance): يتجسد الأداء السياسي في بلوغ المؤسسة أهدافها السياسية، ويمكن للمؤسسة أن تحصل على مزايا من خلال تحقيق أهدافها السياسية التي تعتبر كوسائل لتحقيق أهدافها الأخرى.

والأمثلة في هذا المجال عديدة والمثال التالي يوضح أهمية الأهداف السياسية لبعض المؤسسات:

- تمويل الحملات الانتخابية من أجل إيصال أشخاص معينين إلى الحكم أو مناصب سامية لاستغلالهم فيما بعد لصالح المؤسسة.

بعد استعراض معظم معايير تصنيف الأداء نشير إلى أن مختلف أنواع الأداء غير متنافية المفهوم، فقد نجد الأداء الاقتصادي الذي صنف حسب معيار الطبيعة قد يضم الأداء المالي، وكذلك نفس المعنى ينطبق على الأنواع الأخرى³.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في الأداء (Factors affecting the performance)

إن تعدد العوامل المؤثرة في أداء المؤسسات الاقتصادية جعل مهمة تحديدها بدقة والاتفاق عليها من طرف الباحثين أمراً صعباً للغاية، وخاصة إذا كان الأمر يتعلق بتحديد مقدار التأثير وكثافته، وفضلاً عن كثافتها في التأثير في الأداء فهي مترابطة فيما بينها، أي أنها تشكل دوال فيما بينها، وكل التعقيدات السابقة تمخضت عنها عدة تصنيفات للعوامل المؤثرة في الأداء.

¹ عبد المليك مزهودة، مرجع سبق ذكره ، ص.89.

² A.C.Martient, *l'entreprise dans un monde en changement*, ed. du seuil-ouvierères, Paris, 1992, P.P 106 108.

³ عبد المليك مزهودة ، مرجع سابق ، ص.90.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

فقد صنّفها الدكتور علي السلمي إلى مجموعتين هما: مجموعة العوامل التقنية والتكنولوجية ومجموعة العوامل البشرية المتمثلة أساساً في المعرفة، التعلم، الخبرة، التدريب، المهارة، القدرة الشخصية، التكوين النفسي، ظروف العمل، حاجات ورغبات الأفراد.

كما صنف البروفيسور (KUKOLECA) العوامل المؤثرة في الأداء إلى مجموعتين وهما مجموعة العوامل الموضوعية وتشمل العوامل الاجتماعية والعوامل الفنية، ومجموعة العوامل الذاتية المتمثلة في العوامل التنظيمية¹.

أما البروفيسور (R-A-THIETART) فيرى بأن العوامل الأساسية المؤثرة في الأداء هي: (التحفيز، المهارات، مستوى العمل والممارسات²)

ويصنف بعض الباحثين العوامل المؤثرة إلى عوامل غير خاضعة لتحكم المؤسسة والمتمثلة في متغيرات المحيط الخارجي للمؤسسة، وعوامل خاضعة لتحكم المؤسسة تتمثل في العوامل التقنية والعوامل البشرية³. أما التقسيم الذي سينتهج في هذا المبحث هو التقسيم الأخير مع تعديل بسيط، العوامل المؤثرة هي العوامل الخاضعة لتحكم المؤسسة نسبياً والمتمثلة في التحفيز، المهارات والتكوين والعوامل غير خاضعة لتحكم المؤسسة المرتبطة بالمحيط الخارجي للمؤسسة.

أولاً: العوامل الخاضعة لتحكم المؤسسة نسبياً (Factors under control relatively Foundation): إن تحكم المؤسسة في العوامل الداخلية هو تحكم نسبي، وهذا نظراً لترابط العوامل الداخلية فيما بينها، وتأثرها أيضاً بعوامل أو متغيرات المحيط الخارجي.

فتحكم المؤسسة في عواملها الداخلية له حدوده إلا في بعض الحالات أين تتمكن المؤسسة من التحكم الكلي في بعض متغيراتها. ودور المسير اتجاه هذه العوامل هو تعظيم تأثيراتها الإيجابية وتخفيف تأثيراتها السلبية.

وحصر هذه العوامل بدقة يعد من الأمور صعبة التحقيق، لذلك سوف يتم التعرض إلى أهمها أو إلى التي تبدوا أكثر ارتباطاً بالأداء وتأثيراً فيه.

1. التحفيز (Stimulus): يعد التحفيز العملية التي حضرت باهتمام الكثير من الباحثين والدارسين، هذا ما ترتب عنه العديد من التفسيرات والنظريات، كنظرية تدرج الحاجات، نظرية العاملين، نظرية الحاجات لـ Mc Clelland، نظرية الانتظار... ومعظم أصحاب هذه النظريات هم علماء نفسانيين.

ويتمثل التحفيز في المؤسسة «الحاجة أو الطاقة الداخلية التي تدفع الفرد إلى العمل في اتجاه موجه نحو الهدف»⁴.

¹ جمال خنشورة «تقييم الأداء الاقتصادي في وحدة ديدوش مراد»، رسالة ماجستير، غير منشورة، معهد الاقتصاد، جامعة باتنة، 1987، ص:16.

² Raymond-Alain Thietart, *la dynamique de l'homme au travail*, les editions. d'organisation, Paris, 1977, P.51.

³ عبد الملوك مزهودة، مرجع سابق، ص:94 91.

⁴ George R.Terry, Stéphan. G Franclin, *les principes du management*. Ed economica, 8 ed Paris, 1985, P:348.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

يتبين من التعريف أن تحفيز العمال يكون من خلال معرفة حاجتهم ومحاولة تلبيتها، أو بإشعارهم أو تنبيههم إلى طاقتهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم.

فالمؤسسة عن طريق التحفيز الجيد لمختلف العمال قد تتمكن من بلوغ أهدافها ومن ثمة تحقيق الأداء الجيد، ولا يمكن أن تتم عملية التحفيز إلا بتوفر الحوافز التي قد تكون مادية أو معنوية.

فدور المسير الجوهري في عملية التحفيز يكمن في معرفة كل حالة وتحديد الحوافز التي تتناسب معها، لتحقيق أو الحصول على أقصى ما يستطيع المحفز تقديمه للمؤسسة.

2. المهارات (Skills): يمكن تنظيم المهارات في ثلاث مستويات:

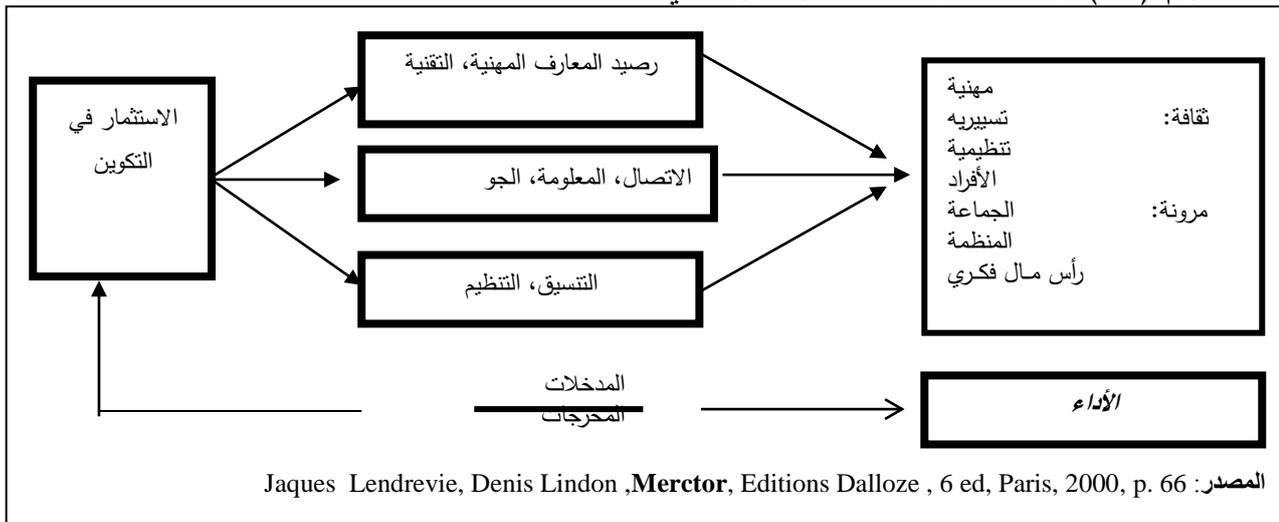
- مهارة التقليد: وتمكن من إنجاز أو القيام بالنشاطات المتكررة حسب إجراءات محددة مسبقا.
- مهارة الإسقاط: تسمح، انطلاقا من وضعية معطاة، بمواجهة وضعيات أخرى شبيهة إلى حد معين الوضعية الأولى.
- مهارة الإبداع: وتمكن هذه المهارة من مواجهة مشكل جديد، فالفرد مجبر أن يعود إلى رصيده المعرفي ويستغله في إيجاد الحلول.

فحسب هذه الحالة يجب على الفرد أن يكون مبدع في التصرف والتعامل مع حالات جديدة لم يسبق له مواجهتها، فالأنواع الثلاثة مهمة إلا أن مهارة الإبداع هي الأهم، لما يمكن لها أن تؤثر في أداء المؤسسة.

3. التكوين (Formation): يعد التكوين نوع من الاستثمارات في العنصر البشري التي يمكن القيام بها لتحسين الأداء الكلي للمؤسسة. ويظهر دوره في تحسين الأداء عبر النقاط التالية¹:

- رفع مستوى معارف الأفراد ونشرها وتحسين تقنياتهم في العمل.
- يسمح التكوين بتحسين التنظيم وتنسيق المهام.
- يسهل عملية الاتصال وتحرك المعلومات في كل الاتجاهات، ويمكن توضيح الدور في الشكل الموالي:

شكل رقم (03): يمثل التكوين كاستثمار غير مادي



المصدر: Jaques Lendrevie, Denis Lindon, Merctor, Editions Dalloze, 6 ed, Paris, 2000, p. 66

¹Bernard Martory, Le management: approche systémique, op. cit, P:256

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

ثانيا: العوامل غير خاضعة لتحكم المؤسسة (Factors are not subject to control Foundation):

تتمثل في مجموعة المتغيرات والقيود التي لا تستطيع المؤسسة التحكم فيها، فهي بذلك تنتمي إلى المحيط الخارجي الذي هو مصدر للفرص التي تحاول المؤسسة استغلالها، ومصدر للمخاطر التي تفرض على المؤسسة التأقلم للتخفيف من حدتها، فالمحيط الخارجي له تأثير كبير في الأداء، والتخفيف من التأثير السلبي للمحيط في الأداء يكون بالتأقلم بسرعة، ويمكن تقسيم هذه العوامل حسب معيار الطبيعة إلى عوامل اقتصادية، عوامل اجتماعية، وعوامل تكنولوجية وعوامل سياسية قانونية¹.

وفي حقيقة الأمر هذا التقسيم يساعد على التوضيح لأن الفصل بين هذه العوامل على درجة عالية من التعقيد.

1. **العوامل الاقتصادية (Economic factors):** تتمثل في مجموعة العوامل كالنظام الاقتصادي الذي تتواجد فيه المؤسسة، الظرف الاقتصادي كالأزمات الاقتصادية وتدهور الأسعار، ارتفاع الطلب الخارجي... فالظرف الاقتصادي قد يتيح عناصر إيجابية للمؤسسة، كحالة تلك التي يركز نشاطها على التصدير وتستفيد من ارتفاع الطلب الخارجي، كذلك الأسواق والمنافسين².

2. **عوامل اجتماعية (Social factors):** تتمثل "في العناصر الخارجية المرتبطة بتغيرات سلوك المستهلكين، بالعلاقات بين مختلف مجموعات المجتمع وبالتأثير الذي تمارسه تلك العناصر على المؤسسات"³ من التعريف يتبين أن العوامل الاجتماعية شديدة الصلة بالعامل البشري، ومن هذه العوامل نذكر النمو الديمغرافي، فئات العمر، الأقسام الاجتماعية. ودراسة العوامل الاجتماعية تقدم معلومات مفيدة للوظيفة التجارية داخل المؤسسة كإرسال منتج جديد واستهداف حصة من السوق.

3. **عوامل تكنولوجية (Technological factors):** تتمثل في التغيرات والتطورات التي تحدثها التكنولوجيا كإيجاد طرق جديدة لتحويل الموارد إلى سلع وخدمات، اختراع آلات جديدة من شأنها تخفيض تكاليف الإنتاج أو وقت الصناعة... دور المسير اتجاه هذه العوامل هو اليقظة وتشجيع الإبداع والتجديد داخل المؤسسة.

4. **عوامل سياسية وقانونية (Political and legal factors):** هي الأخرى عناصر خارجية لا يمكن التحكم فيها. تتمثل عموما في الاستقرار السياسي والأمني للدولة، نظام الحكم، العلاقات مع العالم الخارجي، القوانين، القرارات... وكل العوامل السابقة الذكر قد تشكل فرصا تستفيد منها المؤسسة لتحسين أدائها الإجمالي أو مخاطر تفرض على المؤسسة التأقلم للتخفيف من حدتها.

من خلال ما تم عرضه حول العوامل المؤثرة في الأداء يمكن القول إن الأداء هو دالة للعديد من المتغيرات الكمية والنوعية، المتحكم في بعض منها وغير متحكم في البعض الآخر.

¹ عبد الملك مزهودة، مرجع سابق، ص. 93.

² Gilles Bressy, Christian Konkuyt, *Economie d'entreprise*. Edition Sirey, Paris, 1990, P.16.

³ Pierre Bergeron, *la Gestion Moderne: Theorie et Cas*. Gaetan morin editeur, Quebec, 1993, P.38.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

المبحث الثاني: تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية

(Assess the economic performance of the institution)

يعرض هذا المبحث مفهوم التقييم، وأغراض استخداماته وكذلك خطوات التقييم وأنواعه إضافة إلى الصعوبات التي تعترض عملية التقييم.

المطلب الأول: مفهوم تقييم الأداء، وأهدافه

(The concept of performance evaluation, and objectives)

أولاً: مفهوم تقييم الأداء (The concept of performance evaluation): نظراً لتنوع أهداف واتجاهات الباحثين في دراسة المواضيع المرتبطة بتقييم الأداء فقد نتج عن هذا التنوع عدة مفاهيم، إضافة إلى أن التقييم يتصف بالشمولية، ويمكن النظر إليه من عدة زوايا.

إن عملية تقييم الأداء هي جزء مهم من المراقبة الكلية والغاية من تقييم الأداء هي تحديد المشكلة التي تعترض أداء المؤسسة، وفي هذا الإطار فإن عملية التقييم تعتبر شكلاً من أشكال الرقابة بحيث تعتمد على تحليل النتائج المتوصل إليها، من خلال الجهود المبذولة على مختلف المستويات من أجل تحقيق أهداف المؤسسة، والمتمثلة في ترشيد الإدارة، وإلى إعداد الخطط المستقبلية، وفي استخدام أمثل لموارد الإنتاج¹.

تقييم الأداء يعد أحد العناصر الأساسية للوظيفة الإدارية حيث يوفر للإدارة معلومات، وبيانات، ومؤشرات تستخدم في التعبير عن مدى تحقيق أهداف المؤسسة، والتعرف على اتجاهات الأداء فيها، إضافة إلى تحديد مسيرتها ونجاحها، ومستقبلها².

تعتبر عملية تقييم الأداء إحدى العمليات الإدارية الأساسية المطلوبة على جميع مستويات إدارة المؤسسة، وهي ضرورية من أجل التحقق من أن المؤسسة تقوم فعلاً بإنجاز ما تم التخطيط إليه من أهداف، ويعتمد جوهر عملية التقييم على مقارنة الأداء الفعلي، بالنتائج، والأهداف المرغوب في تحقيقها.

بصفة عامة، يمكن القول إن عملية تقييم الأداء هي دراسة شاملة للمؤسسة، أو المشروع من عدة زوايا، والتي تساعدها على ترشيد قراراتها في المستقبل³.

ثانياً: أهداف التقييم (Evaluation objectives): تختلف أهداف التقييم، باختلاف أغراضه، فمفهوم التقييم يتصف بالشمولية⁴.

تهدف عملية تقييم الأداء بشكل عام، إلى دراسة المؤسسة أو المشاريع، من زوايا متعددة، وبكيفية تخدم مستخدمي المعلومات ممن لهم مصالح مالية، واقتصادية في المشروع وذلك بغرض تحديد نقاط القوة، ومواطن الضعف ومن ثم الاستفادة من المعلومات التي يوفرها التقييم في ترشيد القرارات.

¹ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لتقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان 2000، ص 81.

² المرجع نفسه، ص: 85.

³ عبد الرحمن ثابت، جمال الدين المرسي، الإدارة الاستراتيجية، الدار الجامعية، القاهرة 2003، ص 118.

⁴ المرجع نفسه، ص: 119.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

- كما تهدف عملية التقييم، إلى استنباط بعض المؤشرات سواء كانت كمية، أو نوعية والتي توفر للإدارة أدوات للتخطيط والرقابة، والتي تعطي صورة عن جوانب نشاط المشروع، أقرب ما تكون إلى الحقيقة. ويمكن بشكل عام، حصر أهداف تقييم الأداء في الجوانب التالية:
- دراسة قدرة المؤسسة على الاستمرار (الفشل المالي) (Financial failure).
 - مساعدة الإدارة على اتخاذ القرارات المتعلقة بالتخطيط والرقابة.
 - استشراف الآفاق المستقبلية.
 - نقوم بالتقييم بغرض تطوير المؤسسة، وجعلها أكثر كفاءة.
 - نقوم بالتقييم بغرض الحصول على قروض من المؤسسات المالية.
 - نقوم بالتقييم بغرض الخصوصية، أو التنازل عن المؤسسات.
 - نقوم بالتقييم بغرض الاندماج.
 - نقوم بالتقييم بغرض التصفية.

المطلب الثاني: أهمية تقييم الأداء (Importance of performance evaluation)

- تنصب أهمية تقييم الأداء في التأكد من توفر السيولة ومستوى الربحية في ظل كل من قرارات الاستثمار والتمويل وما يصاحبهما من مخاطر، بالإضافة إلى مقسوم الأرباح في إطار السعي لتعظيم القيمة الحالية للمنشأة، باعتبار أن أهداف الإدارة المالية هي زيادة القيمة الحالية للمؤسسة والمحافظة على سيولة المؤسسة لحمايتها من خطر الإفلاس، وتحقيق العائد المناسب على الاستثمار وتمكن أهمية تقييم الأداء فيما يلي¹:
- يساعد على توجيه الإدارة العليا إلى مركز المسؤولية التي تكون أكثر حاجة إلى الاشراف.
 - يقوم على ترشيد الطاقة البشرية في المؤسسة في المستقبل، حيث يتم إبراز العناصر الناجحة وتمييزها وكذلك العناصر غير المنتجة التي يتطلب الأمر الاستغناء عنها.
 - مساعدة مدراء الأقسام على اتخاذ القرارات التي تحقق الأهداف من خلال توجيه نشاطاتهم نحو المجالات التي تخضع للقياس والحكم.

وعلى ضوء هذه الاعتبارات يجب أن تتم عملية التقييم حتى يمكن أن تتحقق نتائج موضوعية وواقعية، هذا مع ضرورة التأكيد على نقطة هامة، هي:

أن المحاولات التي تعتمد في تحديد أسس كفاءة الأداء في المؤسسات والتي تعتمد على النواحي التجارية والمحاسبية، غير كافية للحكم على كفاءة المؤسسة ونجاحها، والسبب هو أن مؤسسة صناعية قد تضحى بمعيار الربحية التجارية في المدى القصير لاعتبارات أخرى تحققها في المدى الطويل، علما بأن عملية تقييم الأداء في المؤسسات الإنتاجية والمعتمدة على النواحي التجارية، تعد مؤشر جيدا للحكم على نجاح المؤسسة

¹ منصور حامد محمود، ثناء عطية فراج، المراجعة الإدارية وتقييم الأداء، جامعة القاهرة التعليم المفتوح، القاهرة، مصر، 1994، ص ص: 78 79.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

من وجهة نظرها لوحدها وتغطي المعايير الاقتصادية على معايير الربحية المالية وخاصة في المؤسسات التي تمتلكها الدولة¹.

المطلب الثالث: خطوات وأنواع تقييم الاداء (Steps and the types of performance evaluation)

أولاً: خطوات تقييم الاداء (Steps performance evaluation): تعتمد عملية التقييم على جملة خطوات متتابعة، تشكل في مجملها المنهج العلمي للتقييم، وتتمثل خطوات التقييم فيما يلي:

- تحديد الغاية، أو الهدف من التقييم.
 - جمع البيانات المرتبطة بشكل مباشر بالهدف من التقييم.
 - تحديد أدوات التقييم المناسبة للوصول إلى أفضل النتائج وبأسرع وقت، وهذه الخطوة تعتمد بالدرجة الأولى على المستوى الفني، والعلمي للقائم بعملية التقييم، ومقدار درايته بالأساليب المختلفة لعملية التقييم.
 - تشغيل البيانات ذات الصلة بغاية التقييم بالاعتماد على الأدوات التي تم تحديدها مسبقاً للوصول إلى بعض المؤشرات المرتبطة بغرض التقييم.
 - تحليل المؤشرات التي تم التوصل إليها لمعرفة اتجاهها المستقبلي.
 - كتابة الاستنتاجات، والتوصيات النهائية، المتعلقة بالتقييم العام للمؤسسة، في شكل تقرير، يتضمن مؤشرات وبدائل تخدم متخذي القرار، مع مراعاة التوصية، بما يراه المكلف بعملية التقييم البديل الأفضل.
- ثانياً: أنواع تقييم الاداء (Types of performance evaluation): يمكن النظر إلى عملية تقييم الأداء، من زوايا متعددة يكمل بعضها بعضاً، وهذه الأنواع تستند على أسس مختلفة ويمكن عرض أنواع التقييم الأكثر شيوعاً كما يلي²:

- المراجعة، مراقبة التسيير، والدراسات التقييمية.
 - التقييم الداخلي، والتقييم الخارجي.
 - التقييم التحليلي المتحرك، والمقارن.
 - التقييم الاقتصادي، المالي، والاجتماعي.
- 1. المراجعة، مراقبة التسيير، والدراسات التقييمية (Auditing, management control, and evaluation studies)**
- 1-1 المراجعة (Review):** تطبق في مكاتب الخبرة المحاسبية، وتمتد إلى دراسة التنظيم، أو الفعالية الفنية للمصالح، من أجل ترشيد القرارات.
- 1-2 مراقبة التسيير (Monitoring):** هي عبارة عن مجموعة من الإجراءات والتدابير، التي بمقتضاها يضمن التسيير الحسن للموارد واستعمالها الملائم، والفعال قصد تحقيق استراتيجيات المؤسسة.
- ومن بين أدواتها نجد المحاسبة العامة التي تقيس الفعالية الداخلية للمؤسسة.

¹Rebert Houdayer, *évaluation financière des projets*, 2eme édition, economica édition, France, 1999, P32.

² عبد النور مدب، خالد طاهري، "دراسة تقييمية للوضعية المالية والاقتصادية للمؤسسة"، مذكرة مهندس دولة في التخطيط، المعهد الوطني للتخطيط والإحصاء، غير منشورة، الجزائر 2005، ص 42.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

1-3 الدراسات التقييمية (Evaluation studies): وتتجز من طرف باحثين وجامعيين، أو مراكز البحوث، وتتعلق بالتقييم الخارجي¹.

2. التقييم الداخلي والخارجي (Internal and external evaluation):

1-2 التقييم الداخلي (Internal evaluation): إذا تم التقييم من قبل جماعات من داخل المؤسسة، وعلى بيانات المؤسسة، أو المشروع، ولغايات معينة يتطلبها المشروع يعتبر التقييم داخلياً، وغالباً ما يهدف إلى خدمة إدارة المؤسسة بمختلف مستوياتها.

2-2 التقييم الخارجي (External evaluation): التقييم الخارجي، يتم من طرف جهات من خارج المؤسسة، ويهدف إلى خدمة هذه الجهات، ولتحقيق أهدافها.

وتجدر الإشارة إلى أن التقييم الداخلي ليس كافياً، لذلك ينبغي أن يقترن بالتقييم الخارجي، ذي الأهداف والأساليب المختلفة، فهما يكملان بعضهما البعض.

3. التقييم التحليلي، المتحرك، والمقارن:

1-3 التقييم التحليلي (Analytical assessment): تسير كلمة تحليل في اللغة إلى تبسيط الشيء، أو تفكيكه إلى العناصر التي يتكون منها، والتقييم لا يخرج في إطاره العام عن معنى التحليل ويتم إعداد تقييم وضعية المؤسسة، بإرجاع الفعل المراد تقييمه إلى موضوعه، من أجل تحليل جميع العناصر الداخلية، والخارجية التي تحدد سلوكيات القائمين عليها وتفاعلهم فيما بينهم².

2-3 التقييم المتحرك (Moving Rating): يهتم هذا النوع من التقييم بالعلاقة الموجودة بين الفعل المراد تقييمه، والتنظيم الذي أصدره، وإمكانية الفعل، والتصرف هي من صلاحيات الجهاز التنظيمي، فالتقييم يكون علمياً إذا اندرج في التنظيم، كمسار ديناميكي نشيط يسمح لرجال الأعمال من فهم وتحليل ما يقوم بفعله، من أجل تطابق سير تنظيمهم مع المهام التي أسندت إليهم.

3-3 التقييم المقارن (Comparative Assessment): يتمثل في قياس آثار فعل ما، مع الأخذ بعين الاعتبار معيار الزمن، أو الوضع المماثل، أو معايير أخرى، وتختلف باختلاف أهداف التقييم.

4. التقييم الاقتصادي، المالي والاجتماعي³:

1-4 التقييم الاقتصادي (Economic Evaluation): يختص بالأهداف المتمثلة في توزيع الموارد النادرة في البلاد، ومساهمة المؤسسة أو المشروع في النمو الاقتصادي، يهتم عموماً، بمعرفة العلاقات المتبادلة بين المشروع المقترح، والمجتمع الذي يقام فيه، من خلال معرفة مدى استفادة المشروع من المجتمع، أو البيئة التي يتوطن فيها من جهة والفائدة التي يعود بها قيام هذا المشروع على المجتمع من جهة أخرى.

¹ عبد النور مدب، خالد طاهري، مرجع سابق، ص: 43.

² المرجع نفسه، ص: 43.

³ المرجع نفسه، ص: 44.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

4-2 التقييم المالي (Financial evaluation): يهتم بالمظاهر المالية التي تتعلق بالإيرادات، والنفقات الخاصة بالمؤسسة، باستخدام التحليل المالي، الذي أصبح يساعد في تقييم الأداء ويساعد في التخطيط المستقبلي لكافة النشاطات عن طريق اشتقاق مجموعة من المؤشرات الكمية والنوعية حول نشاط المشروع الاقتصادي، والتي تساهم في تحديد أهمية وخواص الأنشطة التشغيلية، والمالية للمؤسسة وذلك من خلال معلومات تستخرج من القوائم المالية، ومصادر أخرى، لكي يتم استخدام هذه المؤشرات بعد ذلك في تقييم أداء المؤسسة بقصد اتخاذ القرارات.

4-3 التقييم الاجتماعي (Social Assessment): يهتم المؤسسات العمومية ذات الأهداف الاجتماعية، والتوزيعية، مثل طريقة توزيع الفائض المحتمل للمؤسسة بين مختلف فئات المجتمع.

المطلب الرابع: صعوبات تقييم الاداء (Difficulties in assessing performance)

أولاً: صعوبات متعلقة بتكاليف المؤسسة (Difficulties related to the costs of the institution): عندما نحاول تحليل تكاليف المؤسسة العمومية، يجب علينا معرفة حقيقة الأسعار، والتي تؤدي إلى معرفة حقيقة التكاليف، هذه الحقيقة نذكرها من خلال السوق، لكن القطاع العمومي لا يخضع لمنطق السوق، وهنا يكمن المشكل، لأننا سنواجه صعوبة التمييز بين التكاليف التي تتحملها فعلا المؤسسة العمومية والتكاليف التي يتحملها المتعاملون الخارجيون، بحكم ارتباطهم بالوصاية إضافة إلى ذلك، فإن العلاقة بين التكاليف، والخزينة غالباً ما تعرف تباعداً، مما يعقد تقييمها¹.

ثانياً: صعوبات متعلقة بالأهداف (Difficulties related to the objectives): إن المؤسسة قد سطرت أهدافاً متعددة، ومتباينة تسعى إلى تحقيقها، وإن بعض جوانبها تجعل عملية التقييم معقدة، فتعدد الأهداف بحد ذاته، يخلق نوع من الصراعات بين أطراف المؤسسة، حيث أن كل طرف يفضل الأهداف التي تناسبه على حساب الآخرين، إضافة إلى ذلك فإن الأهداف نفسها نادراً ما تكون محددة بطريقة واضحة ودقيقة، وهذا يؤدي إلى ضغوطات متعددة تتحملها².

ثالثاً: المتعاملون الاجتماعيون (Traders workers): إن عملية التقييم تختلف حسب الطرق، والمناهج المستعملة فنشاط كل مؤسسة لا يقدم امتيازات إلا لعدد محدد من الأشخاص، بعكس ذلك فإن التكاليف قد تتحملها قاعدة أوسع من ذلك، فالمستفيدون يعتبرون نتائج المؤسسة إيجابية من جهة، وقد يعتبرها آخرون كالمواطن المساهم غير ذلك، من جهة أخرى، وبالتالي فإن كفالة المؤسسة لها دائماً معارضين، ونادراً ما يكون الجميع راضين، فالمنتجات ذات السعر المرتفع، والنوعية

¹ محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والانتمائي (الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية)، دار وائل للنشر، عمان، 2006، ص: 99.

² المرجع نفسه، ص: 100.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

الرديئة، نادرا ما ينظر إليها الزبون، بينما المالي والجباي يرون أن المؤسسة مكلفة من طرف الدولة كذلك العمال فينظرون من زاوية الأجر الحقيقي ... إلخ، فكل طرف يحاول تعظيم نصيبه في المعادلة، ولهذا فإن عدم تحديد دور كل طرف في المؤسسة، والعلاقة بينهم، يزيد عملية التقييم تعقيدا.

رابعا: صعوبات متعلقة بالعوامل الخارجية¹ (Difficulties related to external factors): لقد أصبحت مسائل البيئة من القضايا المطروحة على المستوى الدولي، والتي تحظى باهتمام متزايد من المنظمات الدولية، ومن حكومات العديد من البلدان، التي صارت تفرض الشروط، والقيود المتزايدة سعيا منها للحد من الآثار السلبية لبعض المشاريع على البيئة، والتي قد ترغم المؤسسة على تحديد سلوكها حسب محيطها.

إن عملية التقييم يجب أن تأخذ بعين الاعتبار العوامل الخارجية سواء كانت لها آثار سلبية، أو إيجابية، بالإضافة إلى مختلف علاقاتها بالمحيط، وتجدر الإشارة إلى أنه عند تقييم الربحية الاجتماعية تبرز مشكلة احتساب الآثار غير المباشرة، السلبية والإيجابية للمشروع على المجتمع والبيئة حيث أن العديد من المتغيرات التي تظهر عند التحليل يصعب قياسها أو التعبير عنها كميًا.

خامسا: صعوبات أخرى (Other difficulties): توجد صعوبات أخرى متعلقة بإجراء عملية التقييم ذاتها فهي تحتاج إلى كم هائل من المعلومات الضرورية، والتي تتعدد مصادرها، مما قد يثير إزعاجا للمؤسسة عند محاولة الحصول على كل المعلومات، وكذلك إلى غياب التعاون في بعض الأحيان مع المكلف بالتقييم.

صعوبات متعلقة بطبيعة البيانات المالية المنشورة من طرف المؤسسة، والتي تعد في ظل مجموعة من الفرض والمبادئ المحاسبية التي تؤثر في طبيعة هذه البيانات وتحد بالتالي من استخداماتها في اتخاذ القرار منها مثلا: (فرض القياس النقدي، وفرض ثبات وحدة النقد ومبدأ التكلفة التاريخية، وفرض استمرارية المشروع).

بالإضافة إلى الطبيعة التحكمية لعملية القياس المحاسبي ذلك على اعتبار أن الأرقام التي تحويها البيانات المحاسبية المنشورة، هي في النهاية محصلة لعمليات قياس تخضع مخرجاتها إلى حد كبير لتأثير نوع وطبيعة الأسس التي تتبعها المؤسسة بشأن الاعتراف بكل من الإيرادات والمصروفات، وكذلك لنوع الطرق والسياسات المحاسبية المتبعة في قياسهما.

لذلك فإن الوصاية نادرا ما تحدد معايير التسيير في المؤسسات، وإن كانت موجودة فهي ليست عملية، وغير مستعملة بشكل فعال وهذا م نشأه أن يعيق عملية التقييم².

¹ محمد مطر، مرجع سابق، ص: 100 .

² المرجع نفسه، ص: 101 .

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

المبحث الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

(Financial performance in the economic institution)

بعد ما تم التعرض إلى مفهوم الأداء في المؤسسة وتغطية بعض جوانبه في المبحث الأول والتعرف على تقييم الأداء متناولين ماهية هذا التقييم، وأهدافه وأنواعه وأهميتها والصعوبات التي يواجهها القائمين بعملية التقييم في المبحث الثاني يتوجب علينا التطرق إلى مبحث ثالث تحت عنوان الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي (The concept of financial performance):

جدير بالذكر أن الوظيفة المالية تبحث عن أساس منهجي سليم لتقويم استخدام الأموال بفاعلية وبأعلى كفاءة في المؤسسة ، كي يتسنى تحقيق الأهداف المالية المنشودة في الأجل الطويل، من خلال معلومات ملائمة وطريقة تحليل عملية في بناء المؤشرات.

ويعرف بمدى تحقيق القدرة الإدارية في المؤسسة ، حيث إن الأولى تعني قدرة المؤسسة على توليد من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية ، بينما تعني الثانية قدرة المؤسسة على تحقيق فائض من أنشطتها الموضحة سابقا من اجل مكافئة عوامل الإنتاج وفقا للنظرية الحديثة والبعض يعرفه بمدى تمتع وتحقيق المؤسسة لهامش أمان يزيل عنها العسر المالي(ظاهرة الإفلاس) أو بتعبير آخر مدى قدرة المؤسسة على التصدي للمخاطر والصعاب المالية¹.

وأیضا يعرف الأداء المالي بتسليط الضوء على العوامل التالية²:

- العوامل المؤثرة في المردودية المالية.
- أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة.
- مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية وتحقيق فوائض من الأرباح.
- مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة.

وعليه فإن الأداء المالي هو " تشخيص الصحة المالية للمؤسسة لمعرفة مدى قدرها على إنشاء قيمة ومجابهة المستقبل من خلال الاعتماد على الميزانيات ، جدول حسابات النتائج والجدول الملحقه ولكن لا جدوى من ذلك إذا لم يؤخذ الطرف الاقتصادي والقطاع الصناعي الذي تنتمي إليه المؤسسة النشطة في الدراسة ، وعلى هذا الأساس فإن تشخيص الأداء يتم بمعاينة المردودية الاقتصادية للمؤسسة ومعدل نمو الأرباح³، كما أن الأداء المالي يتجسد في قدرتها على تحقيق التوازن المالي وتوفير السيولة اللازمة لتسديد ما عليها، وتحقيق معدل مردودية جيد وتكاليف منخفضة⁴.

¹ دادن عبد الغني ، "قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية" : نحو إرسال نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، غير منشورة ، جامعة الجزائر ، 2007 ، ص 36.

²Serge evraert , *analyse et diagnostic financiers* , méthodes et cas , crolles , paris ; 1992 , p33.

³ دادن عبد الغني، مرجع سابق ، ص36.

⁴ Marcel La flame , *Le management: approche systémique* . gaetan Morin éditeur , 3 ed CANADA, 1981,p356.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

المطلب الثاني: عملية تقييم الأداء المالي (The process of evaluating the financial performance)
أولاً: تعريف عملية تقييم الأداء المالي :

عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة تعني " تقديم حكماً له قيمة على إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتاحة للمؤسسة وذلك لخدمة رغبات أطرافها المختلفة"¹ ، ويعني تقييم الأداء المالي للمؤسسة تقديم حكماً ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتحددة (إدارة المؤسسة ومدى إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة) ، أي تقييم الأداء المالي هو قياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفاً لتحديد ما يمكن قياسه ومن مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية، وتحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على درجة الكفاءة.

وبمعنى آخر يعتبر تقييم الأداء المالي للمؤسسة قياساً للنتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة سلفاً، تقديم إجراءات ووسائل طرق القياس للتعريف الوحيد لتحديد ما يمكن قياسه ومن ثم فهي تكشف عن أهميتها للإدارة وذلك للأسباب التالية²:

- تحديد مستوى تحقيق الأهداف من خلال قياس ومقارنة النتائج مما يسمح بالحكم على الفعالية .
 - تحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على الكفاءة .
- حيث أن الفعالية تقوم على تحقيق أهداف المؤسسة وفقاً للموارد المتاحة ، فحين أن الكفاءة تقوم على الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة مما يساعد على الوصول إلى أهداف المؤسسة .
- تكون كل دراسة مالية بهدف تقييم أداء المؤسسة وتطوره خلال وقت مقارنته مع مثيله للمنافسين الرئيسيين ، في الواقع تقاس الفعالية بدءاً من الفروق المنسوبة إلى معيار مرجعي أو متفق عليه ، إذا هي تعتمد لحد كبير على تكوين إجراءات الرقابة الدقيقة والدائمة والمنهجية حتى يمكن اتخاذ الإجراءات التصحيحية الملائمة وكما هو الحال لأي مؤسسة ، وتعتمد الفعالية على استخدام رقابة شديدة محددة وسريعة على الميزانية³.

ثانياً: الجهات المستفيدة من عملية تقييم الأداء المالي:

(The beneficiaries of the process of evaluating the financial performance)

هناك العديد من الجهات المستفيدة من تقييم الأداء المالي وهي:

1. الإدارة (Administration) :

من الطبيعي أن يرغب المديرون بمقارنة أداءهم خلال السنوات الماضية مع أهداف الربحية والسوق المختارة ومع أداء منافسيهم، فالإدارة تقوم بتحديد أهداف المؤسسة من خلال الحصة السوقية والنمو في قيمة

¹ دادن عبد الغني ، كماسي محمد الأمين، "الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة ، 2005 ، ص:304.

² السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال والتحديات الراهنة، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2000، ص:38.

³ المرجع نفسه ، ص 40.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

المبيعات أو الوحدات والعائد على الاستثمار، ويهتم بهذه المعلومات بشكل كبير المدراء ضمن المستوى الإداري الأعلى حيث يملكون مصادر عديدة للحصول على هذه المعلومات بشكل خاص من تقارير المؤسسة المالية السنوية (الميزانية العامة وحساب الأرباح والخسائر).

2. حملة الأسهم العادية (Ordinary shareholders):

وهم يقسمون إلى ثلاث فئات :

- حملة الأسهم الذين يمتلكون وجهة نظر قصيرة الأمد وهم يتطلعون إلى تعظيم الإيرادات الحالي وتوزيعه عليهم.
- حملة الأسهم الذين يمتلكون وجهة نظر طويلة الأمد وهم يهتمون باحتجاز الربح لتحقيق النمو المستقبلي، في الإيرادات وتعظيم رأس المال.
- حملة الأسهم الذين يمتلكون وجهة نظر مستقبلية وهم يختبرون قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، العوائد والمخاطر للبدائل الاستثمارية.

3. حملة الأسهم الممتازة (Excellent shareholders):

وهم يتطلعون إلى استقرار الأرباح بمستوى معين بحيث يوفر تغطية ملائمة لمقسوم الأرباح.

4. حملة السندات (Bondholders):

مثل الأفراد ، المصارف أو المؤسسات المالية الذين يركزون على مستوى الأرباح الحالية والمستقبلية، مقسوم الأرباح، اقتراض المؤسسة وتقييمها للموجودات لتغطية ديونهم¹.

5. مانحي الائتمان والمصرفيون (Credit grantors and bankers):

وهم يتحققون من التغييرات الرئيسية التي تطرأ على ممتلكات المؤسسة أي أنهم يتأكدون من مدى كفاية الموجودات المتاحة في توفير الضمانات لمطالبهم على المؤسسة .

6. المحللون الماليون، الاستثماريون، المضاربون في سوق بورصة الأسهم: (Financial analysts):

وهؤلاء جميعا ينصب اهتمامهم على مقارنة تقييم أسهم المؤسسة بموجب كشف المركز المالي مع تقييمها في سوق الأوراق المالية.

7. اتحادات التجارة (Traders Association):

وهم يقارنون بين اتجاهات أرباح الإداريين وحملة الأسهم وبين ما يتقاضاه أعضاء النقابة من أجور.

ثالثا: مصادر معلومات عملية تقييم الأداء المالي

(Sources process of evaluating the financial performance information)

إن أول مرحلة في عملية التقييم هي مرحلة جمع المعلومات، فجمع المعلومات هي نقطة الانطلاق، ويشترط للمعلومات أن تكون بالجودة وفي الوقت المناسب. وتقسيم مصادر المعلومات يختلف حسب كل باحث، فمنهم من يقسمها إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية ويقسمها باحث آخر إلى المعلومات العامة، المعلومات القطاعية، المعلومات الخاصة بالمؤسسة... والتقسيم الذي سيتم انتهاجه في هذا البحث كما يلي:

¹ السعيد فرحات جمعة ، مرجع سابق ، ص 41.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

1. المصادر الخارجية (Foreign sources):

تتحصل المؤسسة على هذا النوع من المعلومات من محيطها الخارجي، وهذه المعلومات يمكن تصنيفها إلى نوعين من المعلومات¹:

1-1 المعلومات العامة (General information):

تتعلق هذه المعلومات بالظرف الاقتصادي حيث تبين الوضعية العامة للاقتصاد في فترة معينة، وسبب اهتمام المؤسسة بهذا النوع من المعلومات هو تأثر نتائجها بطبيعة الحالة الاقتصادية للمحيط كالتضخم والتدهور، وتساعد هذه المعلومات على تفسير نتائجها والوقوف على حقيقتها.

1-2 المعلومات القطاعية (Segment information):

تقوم بعض المنظمات المتخصصة بجمع المعلومات الخاصة بالقطاع ونشرها لتستفيد منها المؤسسات في إجراء مختلف الدراسات المالية والاقتصادية. فمثلا يجمع مركز الميزانيات لبنك فرنسا مختلف الحسابات السنوية التي تنشرها المؤسسات ثم يضعها في حسابات مجمعة وبعدها يستخلص منها نسب ومعلومات قطاعية تساعد المؤسسات في تقييم وضعياتها المالية بالمقارنة مع هذه النسب، فهذا النوع من المعلومات عموما تتحصل عليه المؤسسة من إحدى الأطراف التالية: النقابات المهنية، النشرات الاقتصادية، المجالات المتخصصة، بعض المواقع على الانترنت²...

لكن هذا النوع من المعلومات يظل غائبا في معظم الدول النامية كالجائر، وبالتالي القيام بدراسة اقتصادية أو مالية وافية تعد عملية صعبة جدا.

2. المصادر الداخلية (Internal sources):

تتمثل المعلومات الداخلية المستعملة في عملية تقييم الأداء المالي عموما في المعلومات التي تقدمها مصلحة المحاسبة، وتتمثل هذه المعلومات في الميزانية، جدول حسابات النتائج، الملاحق.

1-2 الميزانية (Budget):

تقدم مصلحة المحاسبة العامة إلى المسيرين المكلفين بإجراء عملية تقييم الأداء المالي وثيقة محاسبية ختامية هي الميزانية المحاسبية ومجموعة من المعلومات التي تمكنهم من إعداد الميزانية المالية التي يمكن الاعتماد عليها كمعلومات مالية مساعدة على تقييم الأداء، وتعتبر الميزانية عن مجموعة مصادر أموال المؤسسة وتدعى بالخصوم، وأوجه استخدامات هذه الأموال وتسمى بالأصول، وذلك بزمّن تاريخي عادة ما يكون في نهاية السنة. وترتب الأصول المحاسبية تبعا لمدة استعمالها، فنجد على رأس عناصر الأصول الاستثمارات بنوعها المعنوية والمالية وتليها المخزونات (بضائع، مواد أولية، منتجات تامة...) وفي أسفل الأصول نجد الحقوق (القابلة للتحقيق كالعملاء، أوراق القبض، سندات المساهمة والأموال الجاهزة كالبنك والصندوق).

¹ Josette Peyrard, *Analyse financière*. librairie Vuibert, 8e ed, Paris, 1999. P.10.

² *Ibid* ,P.11.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

أما الخصوم فتشكل من مجموعة من العناصر يكون ترتيبها تنازليا حسب درجة استحقاها، أي ابتداء من الأموال التي تستغرق مدة طويلة جدا لإعادتها إلى أصحابها إلى غاية الأموال التي تعاد إلى أصحابها في أدنى الآجال، فنجد الأموال الخاصة ثم الديون الطويلة والمتوسطة الأجل ثم الديون الأقصر مدة بوجودها في المؤسسة.

وتكمن قيمة الميزانية المحاسبية في اعتبارها وسيلة كمية وقانونية تظهر إلتزامات المؤسسة نحو الغير من جهة، واستعمالات مواردها المالية وحقوقها على الغير من جهة أخرى والنظر إلى الميزانية على أنها موارد واستخداماتها يشكل نظرة أو قراءة اقتصادية يمكن أن تكمل بدراستين قانونية ومالية¹.

2-2 جدول حسابات النتائج (Accounts of the results table):

يعد جدول حسابات النتائج وثيقة محاسبية نهائية تلخص نشاط المؤسسة دوريا، ويتمثل في جدول يجمع مختلف عناصر التكاليف والإيرادات التي تساهم في تحقيق نتيجة نشاط المؤسسة في دورة معينة، دون تحديد تواريخ تسجيل لها، أي يعبر عن مختلف التدفقات التي تتسبب في تكوين نتيجة المؤسسة خلال فترة معينة، فهو يعد وسيلة جد مهمة للمسيرين لدراسة وتحليل نشاط المؤسسة من جهة، ولتحديد مجاميع المحاسبة الوطنية من جهة أخرى. ولقد وضع الجدول ليعطي النتائج على خمسة مستويات.

2-3 الملاحق (accessory):

الملحق هو وثيقة شاملة تنشئها المؤسسة. وهدفه الأساسي هو تكملة وتوضيح فهم الميزانية وجدول حسابات النتائج، فهو يمكن أن يقدم المعلومات التي تحتويها الميزانية وجدول النتائج بأسلوب آخر. ويجب على الملاحق أن تمكن الأطراف الموجة إليها الميزانية وجدول النتائج من الفهم الجيد لها. وتقدم هذه الملاحق نوعين من المعلومات :

- المعلومات المكتملة أو الرقمية الموجهة لتكملة وتفصيل بعض عناصر الميزانية وجدول حسابات النتائج.
- المعلومات غير المرقمة وتتمثل في التعليقات الموجهة لتسهيل وتوضيح فهم المعلومات المرقمة.

المطلب الثالث: الأهداف المالية للمؤسسة الاقتصادية

(Financial and economic goals of the institution)

إن التطرق بالدراسة لأهداف المؤسسة في عملية تقييم أدائها أمر ضروري لا يمكن الاستغناء عنه، إذ نجد معظم طرق تحديد مؤشرات ومعايير التقييم تطلب تحديد الأهداف، وبصفة عامة يمكن حصر الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها في الأهداف التالية : التوازن المالي، السيولة واليسر المالي، المردودية، إنشاء القيمة. ويعتبر هذا الأخير هدفا جديدا فرضته الوضعية الراهنة التي تميّز بها المحيط الخارجي للمؤسسة².

¹ Josette Peyrard , op.cit.P.12.

² Ibid, P.200.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

أولاً: السيولة واليسر المالي (Financial liquidity and convenience):

تقيس السيولة، بالنسبة للمؤسسة، قدرتها على مواجهة التزاماتها القصيرة، أو بتعبير آخر تعني قدرتها على التحويل بسرعة الأصول المتداولة-المخزونات والقيم القابلة لتحقيق-إلى أموال متاحة، فنقص السيولة أو عدم كفايتها يقود المؤسسة إلى عدم المقدرة على الوفاء أو مواجهة التزاماتها وتأدية بعض المدفوعات¹. وبصفة عامة عدم قدرة المؤسسة على توفير السيولة الكافية يؤدي إلى الإضرار بثلاث مصالح هي:

- المؤسسة (Foundation):

تحد السيولة من تطور ونمو المؤسسة، وذلك بعدم تمكين المؤسسة أو السماح لها مثلاً من استغلال الفرص التي تظهر في المحيط كشراء مواد أولية بأسعار منخفضة مقارنة بمستوياتها الحقيقية، الاستفادة من تخفيضات لقاء تعجيل الدفع أو الشراء بكميات كبيرة

- أصحاب الحقوق (Rights holders):

تخلق مشكلة نقص السيولة عدة أزمات اتجاه الأطراف التي لها حقوق على المؤسسة. ففي الكثير من المرات يؤدي هذا النقص إلى تأخير تسديد الفوائد، في دفع مستحقات الأجراء، في تسديد ديون الموردين...

- عملاء المؤسسة (Enterprise customers):

قد تؤدي هذه المشكلة إلى تغيير شروط تسديد العملاء وبالتالي انتقالها من اليسر إلى العسر وهذا الأمر ينتج عنه تدهور العلاقة التي يجب على المؤسسة تحسينها وخاصة في ظروف المحيط الحالي.

فكل هذه المشاكل المترتبة عن نقص السيولة تفرض على المؤسسة الاهتمام بها وتسييرها بأسلوب جيد². أما اليسر المالي فهو على خلاف السيولة، ويتمثل في قدرة المؤسسة على مواجهة تواريخ استحقاق ديونها الطويلة والمتوسطة الأجل، فهو يتعلق بالافتراض الطويل والمتوسط الأجل الذي تقوم به المؤسسة³

ثانياً: التوازن المالي (Financial balance):

يعتبر التوازن المالي هدفاً مالياً تسعى الوظيفة المالية لبلوغه لأنه يمس باستقرار المؤسسة المالي. ويمثل «التوازن المالي في لحظة معينة التوازن بين رأس المال الثابت والأموال الدائمة التي تسمح بالاحتفاظ به عبر الفترة المالية، يستوجب ذلك التعادل بين المدفوعات والمتحصلات أو بصفة عامة بين استخدامات الأموال ومصادرها⁴».

من التعريف يتضح أن الرأس المال الثابت والمتمثل عادة في الاستثمارات يجب أن تمول عن طريق الأموال الدائمة (رأس المال الخاص مضافاً إليه الديون الطويلة والمتوسطة الأجل) وهذا يضمن عدم اللجوء إلى تحويل جزء منه إلى سيولة لمواجهة مختلف الالتزامات. وتحقيق تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة، يستوجب التعادل بين المقبوضات والمدفوعات.

¹ Josette Peyrard, op.cit.P.200.

² Ibid ,P.201.

³ Ibid, P.202.

⁴السعيد فرحات جمعة، مرجع سبق ذكره، ص. 247.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

مما سبق يظهر أن التوازن المالي يساهم في توفير السيولة واليسر المالي للمؤسسة، وتكمن أهمية بلوغ هدف التوازن المالي في النقاط التالية¹:

- تأمين تمويل احتياجات الاستثمارات بأموال دائمة.
- ضمان تسديد جزء من الديون أو كلها في الأجل القصير وتدعيم اليسر المالي.
- الاستقلال المالي للمؤسسة اتجاه الغير.
- تخفيض الخطر المالي الذي تواجهه المؤسسة.

ثالثا: المردودية (Profitability):

تعتبر من الأهداف الأساسية التي ترسمها المؤسسة وتوجه الموارد لتحقيقها، فهي بمثابة هدف كلي للمؤسسة ويرى (PETER DRUKER) بأنها هدف من الأهداف أو المجالات الثمانية التي يجب أن تسعى المؤسسة إلى تحديد فيها أهدافها^(*) ، والمردودية كمفهوم عام يدل على قدرة الوسائل على تحقيق النتيجة. و الوسائل التي تستعملها المؤسسة تتمثل في الرأس المالي الاقتصادي وهذا يعكس المردودية الاقتصادية والرأس المال المالي وهذا يعكس المردودية المالية².

فحسب نوع النتيجة والوسائل المستخدمة يتحدد نوع المردودية، وبصفة عامة اهتمام المؤسسة ينصب على المردودية المالية والمردودية الاقتصادية.

رابعا: إنشاء القيمة (Create Value):

إنشاء القيمة للمساهمين تعني القدرة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة حاليا. والمردودية الكافية هي تلك التي لا تقل عن المردودية التي بإمكان المساهمين الحصول عليها في استثمارات أخرى ذات مستوى خطر مماثل. فإذا لم يتمكن فريق المسيرين من إنشاء القيمة فإن المستثمرين يتوجهون إلى توظيفات أخرى أكثر مردودية³.

مما سبق يتبين أن هدف إنشاء القيمة يمنح أهمية كبيرة للمساهمين أو ملاك المؤسسة، ويجعل أهميتهم تحتل الصدارة.

(1) السعيد فرحات جمعة ، مرجع سابق ، ص.259.

(*) تتمثل هذه الأهداف أو المجالات في: الإنتاجية المردودية، الموارد المالية والفيزيائية، حصة السوق، أداء المسيرين الأفراد، المسؤولية الاجتماعية، للمزيد من التوضيح انظر:

Pierre Bergeron, *la Gestion Moderne: Theorie et Cas*, op.cit ,P. 133.

²Alain Capiez, *élément de gestion Financière*. Masson, 4 ed, Paris, 1994, p.121.

³Michel Gervais, *contrôle de gestion*. Ed Economica, 7 ed, Paris, 2000,p.249.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

المبحث الرابع: مؤشرات ونسب الاداء المالي (Indicators and financial performance ratios)

لقد أصبح استخدام المؤشرات المالية لأغراض قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات من الأمور واسعة الانتشار إذ أنه لا يمكن تصور تحليل بيانات المؤسسة وتحديد مركزها المالي من دون التطرق إلى المؤشرات المالية من خلال حسابها وتحليلها واستخلاص مختلف النتائج منها، إذ أن المؤشرات المالية تعتبر أداة مهمة ومفيدة في التحليل المالي إذا استخدمت بشكل فعال وبنيت على بيانات صحيحة¹، و قبل التطرق إلى مفهوم المؤشرات المالية سنتناول التحليل المالي باعتباره وسيلة للحصول على هذه المؤشرات المالية.

المطلب الأول: مفهوم، أهمية وأهداف التحليل المالي

(Concept, and the importance and objectives of financial analysis)

أولاً: مفهوم التحليل المالي (The concept of financial analysis) :

يعرف بأنه " دراسة القوائم المالية بعد تبويبها باستخدام الأساليب الكمية بهدف ابراز الارتباطات بين عناصرها والتغيرات التي حدثت على هذه العناصر وكذا حجم هذه التغيرات واشتقاق جملة من المؤشرات المساعدة على دراسة وضع المؤسسة وتقييم أدائها وكذلك تقديم المعلومات اللازمة للأطراف المستفيدة بغرض اتخاذ القرارات².

ثانياً: أهمية التحليل المالي (The importance of financial analysis):

تتبع أهمية التحليل المالي باعتباره أحد مجالات المعرفة الاجتماعية التي تهتم بدراسة البيانات ذات العلاقة بموضوع التحليل لتحقيق الرقابة الجيدة على استخدام الموارد المالية المتاحة في المؤسسة كما أنه يساعد في الحصول على إجابات موضوعية على عدة أسئلة جوهرية تهتم كل جهة من الجهات المعنية ذات العلاقة بالمؤسسة ويمكن إبراز أهمية التحليل المالي فيما يلي³:

- يتناول التحليل المالي بيانات نظام المعلومات المحاسبية للمؤسسات المختلفة وبغض النظر عن طبيعة عملها ليمد متخذي القرارات بالمؤشرات المرشدة لسلوكياتهم في اتخاذ القرارات الرشيدة.
- يساعد التحليل المالي في تقييم الجدوى الاقتصادية لإقامة المشاريع ولتقييم الأداء بعد إنشائها، كما يساعد في التخطيط المستقبلي لأنشطة المؤسسة وإخضاع ظروف عدم التأكد للرقابة والسيطرة وحماية المؤسسة من الانحرافات المحتملة.
- كما يساعد التحليل المالي في التنبؤ بمستقبل المؤسسة من حيث معرفة مؤشرات نتائج الأعمال وبالتالي اتخاذ الإجراءات والقرارات المناسبة لمواجهة الاحتمالات المختلفة.

¹ وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور الغالبي، سلسلة إدارة الأداء الاستراتيجي (أساسيات الأداء و بطاقة التقييم المتوازن) ، دار وائل للنشر، الأردن، 2009 ،ص 178.

² منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل و عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات ، دار وائل للنشر ،الأردن، 2005 ، ص12.

³ وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي (منهج علمي و عملي متكامل)، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2004،ص74.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

- كما يتضمن التحليل المالي إبراز الارتباطات بين عناصر القوائم المالية والتغيرات التي تطرأ على هذه العناصر على مدى فترة أو فترات عدة وحجم هذا التغيير وأثاره.

ثالثاً: أهداف التحليل المالي (The objectives of financial analysis):

إن الغرض الرئيسي للتحليل المالي بشكل عام يتمثل في تقييم أداء المؤسسة من نقاط مختلفة تستخدم وأهداف مستخدمي المعلومات بحيث تظهر تلك المعلومات نقاط قوة وضعف المؤسسة من خلال ممارستها لنشاطها الاقتصادي وتكون عوناً في ترشيد قراراتهم ذات العلاقة بالمؤسسة¹ ، ويمكننا بشكل عام تحديد أغراض التحليل المالي في الجوانب التالية²:

- تقييم الوضع المالي للمؤسسة والحكم على كفاءة الأداء المالي.
- تقييم نتائج قرارات الاستثمار والتمويل.
- تحديد انحرافات الأداء المحقق عن المخطط وتشخيص أسبابها.
- الاستفادة من نتائج التحليل لإعداد الموازنات والخطط المستقبلية.
- تحديد الفرص المتاحة أمام المؤسسة والتي يمكن الاستفادة منها.
- التنبؤ باحتمالات الفشل الذي يواجه المؤسسة.
- يعتبر التحليل المالي مصدر للمعلومات الكمية والنوعية لمتخذي القرار.
- تقييم كفاءة الإدارة المالية التشغيلية للمؤسسة وقدرته على الموازنة بين تحقيق الأرباح والحفاظ على السيولة³.

المطلب الثاني: مفهوم المؤشرات المالية (The concept of financial indicators):

تعتبر المؤشرات المالية من أهم أدوات التحليل المالي شيوفاً واستخداماً في قياس وتقييم الوضع المالي للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة من خلال إجراء مقارنات بين المؤشرات المالية للمؤسسة والمؤشرات المالية للمؤسسات المنافسة أو المؤشرات الصناعية، كما تمكن المؤشرات المالية مقارنة أداء المؤسسة ووضعها المالي في فترات متعاقبة بهدف تحديد وتقييم اتجاهات الأداء المالي.

إن مفهوم الأداء المالي يستند إلى عملية التحليل المالي التي تعتبر الخطوة الرئيسية لدراسة المؤسسة بالرغم من وجود أساليب متعددة للتحليل المالي كالتحليل الأفقي والتحليل العمودي للقوائم المالية إلا أن التقنية الأساسية لدراسة وبحث الأداء ضمن التحليل المالي هو تحليل النسب المالية كمؤشرات ومقاييس مالية لتشخيص الوضعية المالية للمؤسسة حيث تكمن أهمية استخدام المؤشرات المالية في تقييم أدائها وقدرتها على إظهار الجوانب المهمة للمركز المالي والتنافسي للمؤسسة⁴.

¹ منير شاكر، إسماعيل إسماعيل و عبد ناصر نور ، مرجع سابق ،ص 22.

² عدنان ناية النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل و التخطيط المالي (اتجاهات معاصرة)، دار اليازوري العلمية للنشر،الأردن، 2008، ص 21 .

³ دريد كامل ال شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، الأردن ، 2007،ص 57.

⁴ وائل محمد صبحي إدريس ، ظاهر محسن منصور الغالبي ، مرجع سابق، ص 43 44.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

إن استخدام المؤشرات المالية في قياس أداء المؤسسة وتحليل مركزها المالي تؤدي إلى تحديد الأثر المستقل لحجم الأرقام في القوائم المالية للمؤسسات عند مقارنتها وبالتالي تصبح عملية التقييم ذات معنى من خلال المعلومة التي يتم تركيبها من بيانات مستقلة ومطلقة تتمثل في بسط ومقام النسبة ويسعى الكثير من الباحثين إلى تطوير المؤشرات المالية بأسلوب عملي يعتمد على توضيح العلاقة بين هذه النسب وتركيزها في منظور واحد متكامل ضمن تغطية وتقييم كافة أوجه نشاط المؤسسة¹.

المطلب الثالث: مؤشرات قياس الأداء المالي (Financial performance measurement indicators)

بغرض تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة وتقييم أدائها المالي يقوم المحلل المالي باستخراج مجموعة من المؤشرات والنسب المالية وذلك بالاعتماد بشكل أساسي على القوائم المالية للمؤسسة بالإضافة إلى المعلومات المحاسبية والمالية الأخرى المتعلقة بنشاط المؤسسة.

أولاً: النسب المستخرجة من الميزانية المالية (Financial ratios derived from the budget) :

يتم اعداد الميزانية المالية وفق قواعد النظام المحاسبي المالي الجديد SCF بغرض تحديد الذمة المالية للمؤسسة حيث يتم تحليلها من خلال حساب مجموعة من النسب المالية تتمثل في ما يلي:

1. نسب السيولة (Liquidity ratios) : هي عبارة عن مجموعة النسب التي تقيس مدى قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل، وتتمثل في²:

1-1 نسبة التداول (Current Ratio): تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تغطية الديون قصيرة الأجل بأموالها المتداولة والتي يمكن تحويلها إلى سيولة نقدية في المواعيد التي تتفق مع تواريخ الاستحقاق وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة (ديون قصيرة)}}$$

إن ارتفاع هذه النسبة يعني استقرار التدفق النقدي الداخل مما يطمئن الدائني قصيري الأجل بينما الارتفاع الكبير لهذا المؤشر قد يعني وجود نقد معطل لدى المؤسسة أو زيادة في حجم المخزون السلعي لديها أو ارتفاع قيمة حسابات الذمم المدينة³.

1-2 نسبة السيولة السريعة (Quick ratio): وتسمى بنسبة السيولة المختصرة، والتي تبين مدى كفاءة المؤسسة في تغطية التزاماتها الجارية بالأصول سريعة التداول ماعدا المخزون وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

¹ وائل محمد صبحي إدريس ، مرجع سابق ، ص:178.

² مؤيد راضي خنفر وغسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية (مدخل نظري و تطبيقي) ، دار المسيرة ،الأردن، 2009 ،ص ص 130 134.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص ص 85 86.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

ويحكم على مؤشرات هذه النسبة من خلال المعيار النمطي (2/1) حيث يفترض المعيار ضرورة أن يتوفر على الأقل نصف دينار واحد من الأصول السريعة دون اللجوء للمخزون لتغطية كل دينار من الالتزامات المتداولة دون أن تتأثر الأنشطة التشغيلية والاعتيادية للمؤسسة.

1-3 نسبة النقدية (Cash ratio): تمكن هذه النسبة من مقارنة مبلغ السيولة الموجودة تحت تصرف المؤسسة في أي وقت بالديون قصيرة الأجل وتحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{نسبة النقدية} = \frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

إن الحصول على نسبة نقدية عالية يمثل مؤشر على احتفاظ المؤسسة بسيولة نقدية كبيرة حيث يؤدي ارتفاع هذه النسبة بشكل كبير الى تكس أموال المؤسسة دون استخدامها وبالتالي يحرم المؤسسة من فرصة استغلالها واستثمارها في أوجه الاستثمار المختلفة .

1-4 رأس المال العامل (Working capital): يمثل رأس مال العامل الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة لذلك فإنه يعرف أيضا بصافي رأس مال العامل ويستخدم كمؤشر للحكم على قدرة المؤسسة على تغطية وتسديد التزاماتها المتداولة في الأجل القصير ويمكن حسابه من خلال الصيغة التالية:

$$\text{صافي رأس المال العامل} = \text{الأصول المتداولة} - \text{الخصوم المتداولة}$$

فاذا كان صافي رأس المال العامل كبير فذلك مؤشر ايجابي على سيولة المؤسسة ويتأثر حجم هذا المؤشر كباقي النسب السابقة ببنود وتركيبية الأصول المتداولة والخصوم المتداولة وما يطرأ عليها من تغيرات وتأثيرات .

ويقوم المحلل المالي بمقارنة صافي رأس مال العامل المتحقق خلال السنة الجارية مع ما تحقق خلال السنوات السابقة للحكم على هذا المؤشر، في حين أنه لا يمكن إجراء هذه المقارنة بين المؤسسات وذلك بسبب اختلاف أحجامها.

أما إذا تعرض هذا المؤشر لتغيرات مهمة صعودا أو هبوطا توجب على المحلل المالي أن يجد أسباب ذلك التغير من خلال تحليل مفصل لبنود الأصول والخصوم المتداولة.

2. نسب المديونية (Debt ratios): تهتم الإدارة المالية بمعرفة أثر استخدام المديونية في هيكل تمويل الاستثمارات ولذلك تلجأ إلى هذه المجموعة من النسب من أهمها¹ :

1-2 نسبة القروض إلى مجموع الأموال (The proportion of loans to total funds): وتسمى بنسبة الرافعة المالية وتشير هذه النسبة إلى درجة الاعتماد على مصادر التمويل المقترضة في تكوين أموال المؤسسة

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص ص 133 135.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

وكلما زادت نسبة الرافعة المالية كلما انخفضت مساهمة حقوق الملكية في أموال المؤسسة، وتحسب الرافعة المالية بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الرافعة المالية} = \frac{\text{القروض}}{\text{الأموال (الموجودات)}}$$

2-2 نسبة القروض إلى حق الملكية (The proportion of loans to the right of ownership) :

وتسمى أيضا بنسبة الملكية حيث يتم من خلالها التعرف على مصادر التمويل في المؤسسة ومقدار ماتشكله الالتزامات وحقوق الملكية من مجموع هذه المصادر، وتحسب من خلال العلاقة التالية¹:

$$\text{نسبة القروض الى حقوق الملكية} = \frac{\text{مجموع الالتزامات}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$$

ثانيا: المؤشرات المستخرجة من جدول حسابات النتائج :

(Indicators extracted from the accounts of the results table)

إن تحليل جدول حسابات النتائج يعتبر أمرا أساسيا في فهم الكيفية التي تشكلت بها النتيجة الصافية، كما وأن الهدف من تحليل النتيجة متعدد الأوجه فهو يسمح بقياس ربحية المؤسسة (باعتباره الهدف الأساسي لوجودها) كما يتيح للمحلل المالي من تشخيص بعض الظواهر من بينها ما هو متعلق بالخبزينة والتوازن المالي ومنها ما هو متعلق بأهداف تقييم الأداء المالي للمؤسسة بالإضافة إلى أهداف أخرى متعلقة بالمراقبة الداخلية والخارجية سواء من طرف المالك أو المساهمين أو الدائنين وغيره.

من بين المؤشرات المستخرجة من تحليل جدول حسابات النتائج نجد² :

1. رقم الأعمال (No. Business): هو الإيرادات المتولدة عن الأنشطة الأساسية ويتحدد حسب الحصة السوقية وتبعاً لمدى سيطرة المؤسسة على الأسواق، وتختلف مكوناته باختلاف النشاط الذي تؤديه المؤسسة وبشكل عام يتفرع إلى رقم الأعمال التجاري ورقم الأعمال الإنتاجي ورقم الأعمال الخدمي³. أما إذا كانت المؤسسة متنوعة فإنه يمكن حساب رقم الأعمال بواسطة العلاقة التالية:

$$\text{رقم الأعمال} = \text{المبيعات من البضائع والمنتجات المصنعة والخدمات المقدمة والمنتجات الملحقة}$$

¹ مؤيد راضي خنفر و غسان فلاح المطارنة، مرجع سابق، ص 134.

² إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص: 169.

³ المرجع نفسه، ص: 170.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

2. هامش الربح الإجمالي (Gross profit margin): هو مؤشر يقيس العلاقات التجارية بين المؤسسة والعملاء من جهة والمؤسسة والمورد من جهة أخرى ويدرس العلاقات التبادلية بين هذين المتعاملين ومدى تأثيرها المالي على أرباح المؤسسة .

ويمكن حساب هامش الربح الإجمالي وذلك وفقا للعلاقة التالية :

$$\text{هامش الربح الإجمالي} = \text{رقم الاعمال} - \text{كلفة المبيعات}$$

$$\text{كلفة المبيعات} = \text{المشتريات المستهلكة} + \text{مصاريف الشراء} + \text{مصاريف الإنتاج-التغير في المخزون}$$

3. إنتاج السنة المالية (Production of the financial year): يعتبر هذا المؤشر أكثر أهمية في المؤسسات الصناعية ويتمثل في مجموع المبيعات من البضائع والمنتجات والخدمات بالإضافة الى الإنتاج المخزن وإنتاج المؤسسة لذاتها مضافا اليه اعانات الاستغلال المتحصل عليها من هيئات خارج المؤسسة ويحسب من خلال العلاقة التالية :

$$\text{إنتاج السنة المالية} = \text{المبيعات من البضائع والمنتجات المصنعة} + \text{الإنتاج المخزن} + \text{إنتاج المؤسسة لذاتها} + \text{اعانات الاستغلال}$$

4. الهامش على استهلاك المواد الأولية (Margin on the consumption of raw materials): يتمثل هذا المؤشر في الفارق بين الإنتاج والاستهلاك من المواد الأولية ويعتبر ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسات الصناعية ويحدد اعتمادا على العلاقة التالية¹:

$$\text{الهامش على استهلاك المواد الأولية} = \text{إنتاج السنة المالية} - \text{الاستهلاك من المواد الأولية}$$

أما بالنسبة لرصيد الاستهلاك من المواد الأولية فيمكن حسابه بالعلاقة التالية:

$$\text{الاستهلاك من المواد الأولية} = \text{مشتريات المواد الأولية} - \text{التغير في المخزون من المواد الأولية}$$

5. القيمة المضافة (Value Added):

يعبر هذا المؤشر عن القيمة الإضافية التي قدمتها المؤسسة من خلال نشاطها الأساسي، كما تعرف على أنها الفارق بين إنتاج السنة المالية واستهلاك السنة المالية ، ويكمن حساب مؤشر القيمة المضافة بالعلاقة التالية:

$$\text{القيمة المضافة} = \text{إنتاج السنة المالية} - \text{استهلاك السنة المالية}$$

¹ إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره ، ص : 170.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

6. إجمالي فائض الاستغلال (Total surplus exploitation): يمثل هذا الفرق بين الإيرادات المحصلة أو التي ستحصل في الأجل القريب والمصاريف المسددة أو التي ستدفع في الأجل القريب، أي أنه يقيس الثروة المالية المحققة عن طريق النشاط الأساسي للمؤسسة.

كما يمكن تعريفه على أنه الجزء المتبقي الذي تحصل عليه المؤسسة من الموارد المحققة من خلال القيمة المضافة بعد طرح مساهمة العمال (أعباء المستخدمين) ونصيب الدولة (الضرائب والرسوم و المدفوعات المماثلة). ويمكن حساب الفائض الإجمالي للاستغلال انطلاقاً من القيمة المضافة، وذلك حسب العلاقة التالية:

$$\text{إجمالي فائض الاستغلال} = \text{القيمة المضافة} - (\text{أعباء المستخدمين} + \text{الضرائب و الرسوم})$$

7. معدل تغطية الفوائد (Interest coverage rate): تتحمل المؤسسة الأعباء الثابتة وتتمثل في الفوائد على القروض الممنوحة لها وعليه يتركز اهتمام الإدارة حول تحديد مدى قدرتها على تسديد هذه الأعباء الثابتة وتغطيتها من أرباح المؤسسة وتحسب هذه النسبة من خلال العلاقة التالية :

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \text{صافي الربح قبل الفائدة} / \text{الفائدة}$$

8. معدل الإدماج¹ : يمثل قدرة المؤسسة على تكوين القيمة المضافة وبالتالي زيادة ثروتها بالاعتماد على حجم نشاطها والمتمثل في رقم الأعمال المحقق.

تختلف هذه النسبة بين المؤسسات الاقتصادية وكلما ارتفعت فهي تدل على الأداء الاقتصادي الجيد للمؤسسة، فنجدها تقترب من 1 في المؤسسات الخدمية وتكون في حدود 0.5 بالنسبة للمؤسسات الإنتاجية، بينما تقل في المؤسسات التجارية وتكون في حدود 0.2. ويحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{معدل الإدماج} = \text{القيمة المضافة (VA)} / \text{رقم الأعمال خارج الرسم CA (HT)}$$

9. نسب تجزئة القيمة المضافة (Value-added resellers ratios) : يتم توزيع القيمة المضافة بين مختلف العناصر المستفيدة منها وتحسب نسبة كل عنصر كما يلي :

- استفادة العمال والمستخدمين مقابل العمل²:

$$\text{بالنسبة للمستخدمين} = \text{أعباء المستخدمين} \div \text{القيمة المضافة}$$

- استفادة الدولة (الجانب القانوني):

$$\text{بالنسبة للدولة} = \text{الضرائب والرسوم و المدفوعات المماثلة} \div \text{القيمة المضافة}$$

¹ خالد هادفي، البدر في التسيير المحاسبي والمالي ، دار البدر للتوزيع والنشر الجزائر، 2014، ص143.

² المرجع نفسه ، ص:144.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

-استفادة المؤسسة (المستخدم):

بالنسبة لإجمالي فائض الاستغلال = إجمالي فائض الاستغلال ÷ القيمة المضافة

ملاحظة: مجموع نسب تجزئة القيمة المضافة دائما يساوي 1 أي 100%.

10. نسب تجزئة إجمالي فائض الاستغلال (EBE): يتم تجزئة وتوزيع إجمالي فائض الاستغلال حسب استفادة كل عنصر كما يلي:

بالنسبة للتثبيتات = المخصصات للاهلاكات والمؤونات وخسائر القيمة ÷ إجمالي فائض الاستغلال EBE

بالنسبة للمقرضين = الأعباء المالية ÷ إجمالي فائض الاستغلال EBE

بالنسبة للنتيجة العادية = النتيجة العادية ÷ إجمالي فائض الاستغلال EBE

11. مؤشرات تطور نشاط المؤسسة (Activity indicators of the evolution of the institution): يتم قياس تطور أو تراجع نشاط المؤسسة من خلال مجموعة من المؤشرات¹ التي تحدد نسبة التغير في عنصر معين بين سنتين متتاليتين كما يلي:

1-11 نسبة تغير رقم الأعمال (HT): تمثل مؤشر لتطور ونمو أو تراجع رقم الأعمال (HT) (المبيعات) المحقق بين سنتين متتاليتين.

رقم الأعمال (HT) للسنة N - رقم الأعمال (HT) للسنة N-1
نسبة تغير رقم الأعمال (HT) =
رقم الأعمال (HT) للسنة N-1

11-2 نسبة تغير الإنتاج (Production rate change): تمثل مؤشر لزيادة أو انخفاض إنتاج المؤسسة بين سنتين متتاليتين.

إنتاج السنة N - إنتاج السنة N-1
نسبة تغير الإنتاج =
إنتاج السنة N-1

11-3 نسبة تغير القيمة المضافة (VA): تمثل نسبة تطور أو تراجع القيمة المضافة المحققة من طرف المؤسسة بين سنتين متتاليتين.

¹ كمال الدين الدهراوي، مرجع سابق، ص 183: 184.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

$$\frac{\text{القيمة المضافة (VA) للسنة N} - \text{القيمة المضافة (VA) للسنة N-1}}{\text{القيمة المضافة (VA) للسنة N-1}} = \text{نسبة تغير القيمة المضافة}$$

11-4 نسبة تغير النتيجة الصافية (RNE): تمثل نسبة تطور أو تراجع النتيجة الصافية المحققة من طرف المؤسسة بين سنتين متتاليتين.

$$\frac{\text{النتيجة الصافية (RNE) للسنة N} - \text{النتيجة الصافية (RNE) للسنة N-1}}{\text{النتيجة الصافية (RNE) للسنة N-1}} = \text{RNE}$$

12. نسب المردودية (Cost-effectiveness ratios): تعرف المردودية بأنها حاصل قسمة العائد أو الربح المحقق من خلال ممارسة نشاط معين على الوسائل والإمكانات المالية والاقتصادية المستعملة في هذا النشاط¹.

12-1 نسبة المردودية المالية (The proportion of financial profitability): تمثل مردودية رأس المال الخاص ومدى مساهمته في تكوين النتيجة.

$$\text{نسبة المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة العادية قبل الضرائب} \div \text{رؤوس الأموال الخاصة}}$$

12-2 نسبة المردودية الاقتصادية (The proportion of the economic viability): تمثل مساهمة الموارد الثابتة للمؤسسة في تكوين إجمالي فائض الاستغلال.

$$\text{نسبة المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{إجمالي فائض الاستغلال} \div \text{الموارد الثابتة}}$$

ثالثا : مؤشرات جدول تدفقات الخزينة (Treasury flows table indicators): تنبثق أهمية قائمة التدفقات النقدية من كونها تشكل مع قائمة الدخل وقائمة المركز المالي أداة هامة ومفيدة لغايات التحليل المالي في المساعدة في تقييم أداء المنشأة الماضي والتنبؤ بما يتوقع أن يكون عليه الأداء في المستقبل، وبالتالي يمكن أن نشق من قائمة التدفقات النقدية مؤشرات ونسب مالية توفر معلومات لا تظهر في قائمتي المركز المالي والدخل، بمعنى انه من خلال البيانات والمعلومات التي تتضمنها قائمة التدفقات النقدية يتم اشتقاق مجموعة من النسب المالية التي تستخدم أساسا في تقييم السيولة والربحية بدرجة عالية وتستخدم في تقييم السياسات المالية والمرونة والتدفق النقدي الحريجة اقل.

1. تعريف قائمة تدفقات الخزينة (Definition List treasury flows): هي قائمة تقدم نوعية من المعلومات عن مصادر الأموال (التدفقات الداخلة) واستخدامات الأموال الخارجة (التدفقات الخارجة) خلال الفترة التي تعد عنها القوائم المالية للمنشأة، هذه المعلومات التي تقدمها القائمة تتصف بالاعتمادية

¹ خالد هادفي، مرجع سبق ذكره، ص:146.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

والموضوعية المناسبة، مما يزيد من فاعليتها في الكشف عن بعض الأمور الهامة عن اثر أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل على سيولة المنشأة في الأجل القصير¹.
وتبويب قائمة تدفقات الخزينة الي ما يلي:

- التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (Cash flows from operating activities): هي التدفقات المتعلقة بالنشاطات التي تدخل في تحديد صافي الدخل، وهذه التدفقات مرتبطة مباشرة بتحقيق الدخل، ومثال على هذا النوع من التدفقات النقدية (النقدية المحصلة من الزبائن و النقدية المدفوعة للموظفين)².

- التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية (Cash flows from investing activities): هي عبارة عن الأنشطة المتعلقة بالحصول على أو التخلص من الموجودات طويلة الأجل بالإضافة إلى الاستثمار الأخرى التي لا تعتبر ضمن النقدية المعادلة.³

- التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية (Cash flows from ration activities): يقصد بالأنشطة التمويلية هي النشاطات التي تؤدي إلى تغير في حجم وعناصر ملكية رأس المال وعمليات الاقتراض التي تقوم بها المنشأة ، وكذلك تسديد القروض⁴

الجدول رقم: (02) يمثل عناصر الأنشطة المكونة لقائمة التدفقات النقدية.

أنشطة المشروع			نوع التدفقات
التمويلية	الاستثمارية	التشغيلية	
المتحصلات من إصدار الأسهم ؛ المتحصلات من إصدار السندات والحصول على القروض طويلة الأجل.	المتحصلات من تحصيل القروض للغير وبيع الاستثمارات في الديون والملكية (السندات والأسهم)؛ المتحصلات من بيع الآلات والأصول الثابتة الأخرى.	المتحصلات من بيع البضاعة أو تأدية الخدمة؛ إيرادات الفوائد والتوزيعات.	التدفقات النقدية الداخلة
سداد التوزيعات، إعادة شراء الأسهم (أسهم الخزينة)، سداد الديون (القروض طويلة الأجل والسندات).	القروض الممنوحة للغير، شراء الاستثمارات في الأسهم والسندات لشركات أخرى.	المدفوعات النقدية للدائنين (لشراء المواد والمهمات والمخزون السلعي)؛ تسديد للعاملين (أجور ومرتبات)،الضرائب، الفوائد، المصروفات التشغيلية الأخرى.	التدفقات النقدية الخارجة

المصدر: كمال الدين الدهراوي ، عبد الله هلال، المحاسبة المتوسطة: مدخل نظري تطبيقي، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1999 ، ص 147.

¹ عمر عبد الحميد محمد العليمي، قائمة التدفقات النقدية كأداة في التنبؤ بالفشل المالي للبنوك التجارية (دراسة تطبيقية)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، رسالة ماجستير، غير منشورة، القاهرة، 2010 ، ص26.

² Short, Daniel and Welsch, Glenn, "Fundamentals of Financial Accounting", Texas:Irwin,6edition , 1990 p23.

³ Standard", Harcourt "International Accounting Alexander", David and Archer, Simon,2001,p705.

⁴ محمد أبو نصار، جمعة حميدات، معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية (الجوانب النظرية والعملية)، دار وائل للنشر، عمان،الأردن ، ص 104.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

2. النسب والمؤشرات المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية:

(Ratios and indicators extracted from the statement of cash flows)

1-2 مقياس السيولة (Liquidity measure): وهي تلك النسب التي تقيس مقدرة المنشأة على الوفاء

بالتزاماتها الجارية باستخدام مجموعة الأصول المتداولة¹.

ومن أهم النسب المستخدمة لهذه الأغراض ما يلي:

- نسبة تغطية الدين

- نسبة المدفوعات اللازمة لتسديد فوائد الديون

- نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى الاستحقاق الحالي للديون

1-1-2 نسبة تغطية الدين (Debt coverage ratio): وتشير هذه النسبة إلى قدرة الشركة على توليد تدفقات

نقدية من الأنشطة التشغيلية للوفاء بالمطلوبات الاستثمارية والتمويلية الضرورية، وكلما ارتفعت هذه النسبة

دل ذلك على كفاية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للوفاء بهذه الاحتياجات.

وهي مبينة في العلاقة التالية:

صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية

= نسبة تغطية الدين

التدفقات النقدية الخارجة للأنشطة الاستثمارية والتمويلية

2-1-2 نسبة المدفوعات اللازمة لتسديد فوائد الديون:

(The proportion of payments required to pay interest on that debt)

وتشير هذه النسبة إلى قدرة الشركة على تسديد فوائد الديون

، وانخفاض هذه النسبة مؤشر سيئ وينبئ بمشاكل قد تواجهها الشركة في مجال السيولة اللازمة لدفع الفوائد

المستحقة²

صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية

= نسبة المدفوعات اللازمة لتسديد فوائد الديون

فوائد الديون

2-1-3 نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى الاستحقاق الحالي للديون طويلة الأجل وأوراق الدفع

قصيرة الأجل: تشير هذه النسبة إلى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المتمثلة باستحقاقات الديون طويلة

الأجل والديون وأوراق الدفع قصيرة الأجل، إن ارتفاع هذه النسبة يعني أن وضع السيولة للمنشأة جيد ولا

تعاني من مشكلات تتعلق بها³.

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 51.

² محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني، دار وائل للنشر. عمان، 2006، ص:164.

³ Gibson, C.H. *Financial Reporting and Analysis*, New York, Thomson, south-western, 2001, p 364.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

وتحسب كما يلي :

صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية

استحقاقات الدين طويلة الأجل + الديون وأوراق الدفع قصيرة الأجل

2-2 نسبة الربحية (Profitability ratio): إن ربحية الشركة هي " محصلة لمختلف السياسات التي تتخذها الإدارة ، وتعتبر عن مدى الكفاءة التي تتخذ فيها الشركة قراراتها التشغيلية والاستثمارية " ، أوهي " تشير إلى مدى ارتباط الأرباح بالتدفقات النقدية، وكلما ازد هذا الإرتباط كلما كان ذلك دليلا على ارتفاع الأرباح ويمكن تقدير الأرباح بمقارنة صافي الدخل بالتدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية للمنشأة".

وتمثل نسب الربحية مجال اهتمام المستثمرين والإدارة والمقرضين، فالمستثمرون يتطلعون إلى الفرص المربحة لتوجيه أموالهم إليها، والإدارة تستطيع التحقق من نجاح سياساتها التشغيلية، والمقرضون يشعرون بالأمان عند اقراضهم أموالهم إلى منشآت تحقق أرباح وقادرة على دفع التزاماتها وفوائد ديونه.

تشير هذه النسب إلى التأثير المتبادل لعناصر السيولة وإدارة القروض (الرفع المالي) وإدارة الأصول (قياس الكفاءة) على الأرباح التي تحققها المنشأة في النهاية ، وتقيس نسب الربحية كفاءة المنشأة في استغلال مواردها بشكل أمثل لتحقيق الأرباح، وهي تقدم معلومات يمكن بواسطتها التمييز بين صافي الدخل الذي يتم تحديده بموجب أساس الاستحقاق وصافي التدفق النقدي الذي يتم تحديده بموجب الأساس النقدي، وعلى هذا الأساس فإن تحقيق المنشأة لرقم مرتفع من صافي الدخل لا يعني بالضرورة أنها حققت تدفقا نقدياً مرتفعاً والعكس بالعكس، في حين كلما ارتفع صافي التدفق النقدي التشغيلي الموجب الذي تحققه المنشأة خلال العام كلما ارتفعت أرباح المنشأة والعكس بالعكس، ومن أهم النسب التي يمكن اشتقاقها من قائمة التدفقات النقدية لتقييم أرباح المنشأة هي:¹

وتمثل الاحتياجات النقدية الأساسية ما يلي:

- التدفقات النقدية الخارجة للأنشطة التشغيلية.
- مدفوعات أعباء الديون المتمثلة في الفوائد والأقساط المستحقة خلال العام.
- النفقات الرأسمالية اللازمة للحفاظ على الطاقة الإنتاجية.
- المدفوعات اللازمة لتسديد توزيعات الأرباح النقدية على المساهمين.

صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية

مؤشر النقدية التشغيلية =

صافي الربح

¹ ريتشارد شرويدر، مارتن كلارك، جاك كاثي، نظرية المحاسبة، تعريب خالد علي احمد كاجيجي، إبراهيم ولد محمد فال، الرياض، دار المريخ، 2006، ص2.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

وتقيس هذه النسبة مدى القدرة على تلبية هذه الاحتياجات وما توفره منها.

$$\frac{\text{التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية}}{\text{الاحتياجات النقدية الأساسية}} = \text{نسبة كفاية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية}$$

وتوضح هذه النسبة مدى قدرة أرباح المنشأة على توليد تدفق نقدي تشغيلي .

$$\frac{\text{صافي التدفقات النقدية التشغيلية}}{\text{المبيعات}} = \text{نسبة التدفقات النقدية التشغيلية}$$

حيث المبيعات النقدية مصدر أساسي للتدفقات النقدية الواردة للمنشأة، والحصول على مؤشر عال لهذه النسبة يبين كفاءة سياسة الائتمان المتبعة من قبل المنشأة في تحصيل النقدية من زبائنها.

$$\frac{\text{صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية}}{\text{صافي الدخل من الأنشطة التشغيلية الفوائد والضريبة}} = \text{مؤشر (دليل) النشاط التشغيلي}$$

كلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على ارتفاع أرباح المنشأة والعكس بالعكس

$$\frac{\text{صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية}}{\text{إجمالي الموجودات}} = \text{نسبة العائد على الموجودات من التدفق النقدي التشغيلي}$$

توضح هذه النسبة مدى قدرة أصول الشركة على توليد تدفقات نقدية تشغيلية

2-3 مقاييس تقييم السياسات المالية (Evaluation of the financial policy standards): توفر قائمة

التدفقات النقدية معلومات يمكن عن طريق تحليلها بواسطة المؤشر المرت المناسبة، ومقارنتها لعدد من

السنوات التعرف على مدى كفاءة الإدارة في مجال السياسات المالية.

مقاييس تقييم السياسات المالية من بين هذه النسب ما يلي :

(نسبة التوزيعات النقدية، نسبة الفوائد والتوزيعات المقبوضة، نسبة الإنفاق الرأسمالي)

$$\frac{\text{صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية}}{\text{التوزيعات النقدية للمساهمين}} = \text{نسبة التوزيعات النقدية}$$

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

توفر هذه النسبة معلومات عن السياسة التي تتبعها إدارة الشركة في مجال توزيع الأرباح النقدية من خلال تدفقاتها النقدية من الأنشطة التشغيلية ومدى استقرار هذه السياسة ، إن ارتفاع هذه النسبة يشير إلى قدرة المنشأة على تسديد توزيعات الأرباح دون الحاجة إلى مصادر تمويل خارجية¹.

الإنفاق الرأسمالي

نسبة الإنفاق الرأسمالي =

التدفقات النقدية الداخلة من إصدار أسهم وسندات وقروض طويلة الأجل

تساعد هذه النسبة على قياس الأهمية النسبية لعوائد الاستثمارات سواء في القروض أو في الأوراق المالية².

المتحصلات النقدية المتحققة من إيرادات الفوائد والتوزيعات المقبوضة

نسبة الفوائد والتوزيعات المقبوضة =

التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية

تعبر هذه النسبة عن مدى مساهمة مصادر التمويل الطويلة الأجل في تمويل الأصول الثابتة، كما أن انخفاض قيمة هذه النسبة قد يكون نتيجة زيادة الاستثمار في المخزون وزيادة الاستثمارات المالية، ولذلك تعد هذه النسبة مؤشر هاماً للمستثمرين والمقرضين عن كيفية استخدام أموالهم من قبل الإدارة.

4-2 المرونة المالية (Financial flexibility): هي قدرة المنشأة على تعديل أوضاعها في فترات التعثر المالي، وقدرتها على مواجهة الاحتياجات والفرص غير المتوقعة وذلك من خلال الحصول على تمويل أو التخلص من بعض الأصول غير التشغيلية نقداً أو تعديل عملياتها لزيادة التدفقات النقدية الداخلة للمنشأة³، أو هي قدرة الشركة على استخدام مواردها المالية للتكيف مع التغيرات والاستفادة من الفرص الاستثمارية الجديدة والاستجابة بسرعة لحالات الأزمات ، ونسبة تقييم المرونة المالية هي :

صافي التدفقات النقدية من العمليات

المعدل النقدي لتغطية الديون =

متوسط الديون الإجمالية

ويبين المعدل قدرة الشركة على سداد التزاماتها من صافي التدفقات النقدية من العمليات دون الحاجة إلى تصفية أو بيع أي من الأصول المستخدمة في العمليات.

¹ Gibson, C.H, op cit, p367.

² محمد مطر ، مرجع سابق، ص 165.

³ محمد سمير الصبان، وآخرون، المحاسبة المالية المتوسطة، الإسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، 2006، ص 206.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

2-5 التدفقات النقدية الحرة (Free cash flow): هي التدفقات النقدية المتبقية التي يتم توزيعها على حملة الأسهم وأصحاب الديون بعد قيام الشركة بالاستثمار في الأصول الثابتة الضرورية ورأس المال العامل للمحافظة على استمرارية الأنشطة التشغيلية ، وتوفر التدفقات النقدية الحرة للمحللين الماليين معلومات عن قدرة المنشأة على النمو داخليا وزيادة مرونتها المالية.

$$\text{صافي النقدية الحرة} = \text{صافي التدفقات من العمليات} - (\text{الإنفاق الرأسمالي} + \text{التوزيعات})$$

صافي النقدية الحرة تمثل مقدار النقدية القابلة للإنفاق على استثمارات جديدة، سداد الديون، شراء أسهم الخزنة، أو زيادة درجة السيولة، وهذا المقياس يوضح مستوى المرونة المالية للشركة وقدرة الشركة على سداد الالتزامات دون الرجوع إلى مصادر تمويل خارجية وقدرة الشركة على الاحتفاظ بمستوى إنفاقها الرأسمالي ، ويبين كذلك مقدار النقدية التي يمكن استخدامها في الاستثمارات الإضافية، سداد الديون، شراء أسهم الخزنة أو الإضافة للسيولة¹.

والجدول التالي يبين كل النسب المشتقة من قائمة التدفقات النقدية.

جدول رقم (03) : يمثل مقاييس التدفقات النقدية.

المقاييس	النسب المشتقة من قائمة التدفقات النقدية
مقاييس السيولة	<ul style="list-style-type: none"> - نسبة تغطية الدين - نسبة المدفوعات اللازمة لتسديد فوائد الديون - نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى الاستحقاق الحالي للديون طويلة الأجل وأوراق الدفع قصيرة الأجل.
مقاييس الربحية	<ul style="list-style-type: none"> - نسبة كفاية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية - مؤشر النقدية التشغيلية - نسبة التدفقات النقدية التشغيلية - مؤشر (دليل) النشاط التشغيلي - نسبة العائد على الموجودات من التدفق النقدي التشغيلي
مقاييس تقييم السياسات	<ul style="list-style-type: none"> - نسبة التوزيعات النقدية - نسبة الفوائد والتوزيعات المقبوضة - نسبة الإنفاق الرأسمالي
المرونة المالية	<ul style="list-style-type: none"> - المعدل النقدي لتغطية الديون
التدفقات النقدية الحرة	<ul style="list-style-type: none"> - صافي النقدية الحرة

المصدر : سوزان عطا درغام، "العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وفقا للمعيار المحاسبي الدولي رقم 07"، دراسة تطبيقية على المصارف الوطنية العاملة في فلسطين، الجامعة الإسلامية بغزة، مذكرة ماجستير، غير منشورة ، 2008 ، ص59.

¹ Bergevin , P.M. **Financial Statement Analysis, An Integrated Approach**, New Jersey, Prentice Hall, Inc, 2002, p230.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

رابعاً : مؤشرات أخرى (Other indicators)

1. نسب السوق (Market rates):

تسمى أيضاً بنسب الاستثمار ونسب الأسهم، يلجأ إليها المستثمرون في الأسواق المالية والمتعاملون فيها حتى يتسنى لهم المفاضلة بين خيارات الاستثمار المتاحة والتعرف على اتجاهات الأسعار السوقية للأسهم في السوق المالي، وتضم النسب التالية¹:

1-1 عائد السهم العادي (Ordinary share dividend) :

تعتبر هذه النسبة من أهم نسب السوق التي يلجأ إليها المستثمرون الحاليون والمحتلمون ونظراً لأهميتها فقد طالبت المجمع والهيئات المحاسبية بالإفصاح عنها في نهاية قائمة الدخل فهي تدل على الربح الذي يتحقق عن كل سهم عادي خلال الفترة المالية وتحسب هذه النسبة من خلال العلاقة التالية:

عائد السهم العادي = صافي الربح بعد الفائدة والضريبة / عدد الأسهم العادية

و لا بد من التوضيح أن مقدار صافي الربح المتاح للسهم العادي هو الصافي المتبقي بعد توزيعات أرباح الأسهم الممتازة إن وجدت².

2-1 توزيعات السهم العادي (Distributions of common stock):

تقوم المؤسسات باحتجاز جزء من أرباحها لذلك فإن المساهمين والملاك لا يحصلون على هذا الربح بشكل كامل، وتقاس هذه النسبة المقدار النقدي الذي سيحصل عليه كل مساهم مقابل كل سهم يملكه ويهتم المساهمون بهذه النسبة بالإضافة إلى المستثمرين المحتملين بدافع الحصول على عوائد نقدية لاستثماراتهم في الأسهم ويفضل هؤلاء الحصول على توزيعات عالية لأسهمهم فضلاً عن سعيهم للحصول على توزيعات من عام لعام حتى ولو لم تكن نسبتها عالية ويمكن حساب نصيب السهم العادي من توزيعات الأرباح النقدية من خلال الصيغة التالية:

3-1 نسبة السعر إلى ربحية السهم الواحد (Ratio of price to earnings per share):

تسمى أيضاً بمضاعف عائد السهم لأنه إذا استخرجت النسبة وجرى ضربها بأحدث قيمة للأرباح المتحققة عن الأسهم فإنه يمكن للمحلل المالي الحصول على تقدير لما يجب أن تكون عليه قيمة السهم في السوق، لذلك فهي مؤشر جيد للتعرف على الاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم السوقية في الأسواق المالية وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

¹ مؤيد راضي خنفر وغسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية (مدخل نظري و تطبيقي)، دار المسيرة، الأردن، 2009، ص: 146 152.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 144.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

نسبة سعر السهم إلى ربحيته = سعر السهم السوقي / عائد السهم

يلجأ لهذه النسبة محللو الأسواق المالية والمتعاملون الاقتصاديون فيها خاصة عندما يرغبون في اتخاذ قرارات شراء أو بيع الأسهم حيث تعكس المؤشرات العالية لهذا المؤشر ثقة المستثمرين باستقرار ونمو المؤسسة وبالتالي ارتفاع الأسعار السوقية لأسهمها بينما الحصول على نسب متدنية يعكس توقعات المستثمرين بانخفاض معدلات النمو في المؤسسة وبالتالي انخفاض الأسعار السوقية للأسهم.

1-4 نسبة القيمة السوقية للأسهم إلى قيمته الدفترية:

(Ratio of the market value of the shares to its carrying value)

تبين هذه النسبة قيمة الاستثمار في الأسهم مقارنة بالقيمة الدفترية لها وتعطينا درجة الخطر التي تتعرض لها الاستثمارات في الأسهم إذا كان الهدف من استثمار طويل الأجل¹.
و تحسب من خلال العلاقة التالية:

نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية = القيمة السوقية للسهم / القيمة الدفترية للسهم

و الجدير بالذكر أنه كلما زادت هذه النسبة عن معيار المقارنة كلما عكست كفاءة الإدارة المالية في المساهمة في تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد وهو ما يرغب فيه حملة الأسهم العادية والراغبين في الاستثمار².

¹ دريد كامل ال شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، الأردن ، 2007 ، ص 113.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 150

الفصل الثاني: الإطار النظري للأداء المالي

الخلاصة :

تطرق في هذا الفصل الى الإطار النظري للأداء المالي، حيث ركزنا في المبحث الأول على تحديد مفهوم الأداء ، ثم تحديد أنواعه، وبعد هذا تحديد العوامل المؤثرة فيه، أما المبحث الثاني فقد تطرقت الى تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية، حيث تم التطرق فيه أولا إلى مفهوم تقييم الأداء وأهدافه، وثانيا إلى أهمية تقييم الأداء، وثالثا إلى خطوات وأنواع تقييم الاداء، ورابعا إلى صعوبات تقييم الأداء، وفي المبحث الثالث تم التطرق إلى الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية من خلال تحديد مفهوم الأداء المالي وكذلك الأهداف المالية، وأخيرا تم التطرق الى نسب ومؤشرات الاداء المالي من خلال مدلولها وأنواعها.

ونخلص في نهاية هذا الفصل الى جملة من الاستنتاجات الآتية :

- يتأثر الأداء في المؤسسة الاقتصادية بمجموعة من العوامل والمتغيرات والتي يمكن تصنيفها إلى:
(عوامل خاضعة لتحكم المؤسسة نسبيا ، وعوامل غير خاضعة لتحكم المؤسسة) .
- يساعد تقييم الأداء المالي من خلال الطرق التي يوفرها التحليل المالي في تحديد مراكز القوة أو بيان نقاط الضعف في موقف المؤسسة الاقتصادية .
- يضم التحليل المالي العديد من المؤشرات والنسب المالية التي تستعمل من أجل تقييم الاداء الكلي للمؤسسة الاقتصادية.
- من الناحية النظرية توجد عدة مؤشرات ونسب من أجل تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ، وسنتناول دراسة تطبيقية وتفصيلية وهذا في الفصل الثالث.

الفصل الثالث

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي هَدَانَا لِهَذَا وَمَا كُنَّا لِنَشْكُرَهُ لَوْلَا رَحْمَتُ اللَّهِ عَلَيْنَا لَكُنَّا مِنَ الْخَاسِرِينَ

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

تمهيد:

لقد كان على الجزائر عندما تحولت إلى اقتصاد السوق أن تنشئ بورصة القيم التي تعتبر من ركائزه الأساسية، إذ أريد لها منذ إنشائها تنشيط السوق المالية من جهة ودفع برنامج الخوصصة من جهة أخرى من خلال إدخال المؤسسات ذات الأداء الجيد، فتم فتح جزء من رأسمال كل من مؤسسة رياض سطيف، مؤسسة تسيير نزل الأوراسي والشركة القابضة كيمياء - صيدلة (مجمع صيدال حاليا) فبذلك قررت الحكومة في 15 مارس 1999 ادراج مجمع صيدال في بورصة الجزائر نظرا للصحة المالية التي يتمتع بها والتي أهلتها لتوفير شروط الدخول إلى البورصة عن طريق فتح رأسماله بنسبة 20 % للاكتتاب العام عن طريق تقنية العرض العمومي للبيع OPV ، حيث تم دخوله الفعلي إلى البورصة في تاريخ 17 جويلية 1999 ومنذ هذا التاريخ وأصوله تقيم على مستوى البورصة، ولإعطاء نظرة واسعة عن دور بورصة الجزائر لتحسين الأداء المالي لمجمع صيدال.

تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث التالية :

المبحث الاول :التعريف ببورصة الجزائر والمؤسسات المسعرة فيها

المبحث الثاني : تقييم مجمع صيدال ومعطياته المالية

المبحث الثالث: دراسة وتحليل مؤشرات الاداء المالي لمجمع صيدال

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

المبحث الأول : التعريف ببورصة الجزائر والمؤسسات المسعرة فيها

(Definition of Stock Exchange Algeria)

يتعلق هذا المبحث بتقديم بورصة الجزائر والتعرض إلى المؤسسات المسعرة فيها، وكذلك

المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر (The emergence of Stock Exchange Algeria)

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر ، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي ، الذي أعلن عنه عام 1987 و دخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة ، فكان ابتداء من سنة 1990 ، و منذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:
1- المرحلة التقريرية (1990-1992)¹: لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 و بهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط .

كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية و كذا شروط مفاوضتها ، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى ، و في أكتوبر من نفس السنة ، و من خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة ، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة " و بتاريخ 09 نوفمبر 1990 فان صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج ، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ، و يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء ، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة . و لقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط ، و تتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى و الازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها.

ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة و الخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية . و بالرغم من كل المجهودات المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد .

¹ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجديدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993 .

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

2- المرحلة الابتدائية (1993-1996): لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية ، لهذا الغرض و بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم و بالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها ، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 إلى¹:

- خمسة ملايين دينار جزائري (500000000) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار .

- مليون دينار جزائري (100000000) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار .

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار ، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في : أسهم التمتع ، شهادات الاستثمار ، شهادات الحق في التصويت ، شهادات المشاركة ، السندات ، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم و السندات المرفقة بأذونات الاكتتاب . إن اتخاذ مثل هذا القرار ، أي قرار ادخار قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر .

في إطار هذا المضمون فان المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي:
القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر و تمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها . إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية و ضرورة قابلية استهلاك و تداول القيم ، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي².

أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة فتتمثل في الهيئتين التاليتين³:

1. لجنة تنظيم و مراقبة العمليات البورصية (COSOB): و هي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة
2. شركة تسيير القيم (SGBV): مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة، ولا يجوز إجراء أية عملية مفاوضات للقيم المنقولة ، إلا داخل مقصورة البورصة ، وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة ، بعد اعتمادهم من طرف اللجنة .

¹ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجديدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993 .

² قاسم شاوش لمياء ، " الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر - " مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية ، غير منشورة، جامعة البليدة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، السنة الجامعية 2004/2005 ، ص 160.

³ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 .

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

3- مرحلة الانطلاق الفعلية : (من 1996 إلى 2014) : مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية و التقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة .
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة .
- تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996¹، إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما ، و أصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل .
- و مع بداية سنة 1997 ، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك و شركات تأمين) ، حيث تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين و تنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس و فرنسا ، بهدف الاستفادة و لو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين ، في مجال التعامل بالسوق المالي .
- و قد عملت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 ، على تهيئة الجو الملائم ، و تحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد ، و هو نهاية سنة 1997م ، و تم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك ، و ذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي ، و على هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يبدش سوق للرسميل في الجزائر ، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية .
- و نشير إلى أنه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مرورا بالبورصة و هي :

- شركة الرياض سطيف : فتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 20% .
- مجمع صيدال : رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20% .
- فندق الأوراسي : رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20% .

المطلب الثاني: تنظيم وسير بورصة الجزائر

(The organization and functioning of the Algerian stock market)

أولا: الهيئات المنظمة للبورصة (Regulators for the stock market):

1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) :

1.1 تقديم اللجنة: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم-10

93 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم هي سلطة ضبط

مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي².

تتكون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من رئيس وستة (06) أعضاء يعين الرئيس بمرسوم

¹ COSOB ,Guide de la bourse et des opérations boursiers ,la bourse d'alger ,collection guides plus , 96 , p 06.

² التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010، ص: 8 في 2014/01/12 www.cosob.org

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

رئاسي لعهددة مدتها (04) سنوات، ويعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية بحسب كفاءاتهم في مجال المالية والبورصة، لمدة أربع (04) سنوات تبعا للتوزيع الآتي:

- قاض يقترحه وزير العدل.

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.

- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.

- عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين مصدري القيم المنقولة.

- عضو يقترحه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

تخصص اللجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إعانة تمنح إياها من ميزانية الدولة، وتتقاضى أتاوى مقابل الأعمال والخدمات التي تقدمها أثناء ممارسة صلاحياتها وتحدد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم.

2.1 مهام اللجنة¹ : تسهر هذه اللجنة على:

تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولا سيما من خلال الحرص على:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛

- السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.

ومن أجل تمكينها من تحقيق مهامها، حُوت هذه اللجنة بالسلطات التالية:

- السلطة التنظيمية.

- سلطة الإشراف والمراقبة.

- السلطة التأديبية والتحكيمية.

3.1 سلطات اللجنة²: حُوت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB من أجل انجاز مهامها بالسلطة التنظيمية، وسلطة الإشراف والمراقبة والسلطة التأديبية.

1.3.1 السلطة التنظيمية (The regulatory authority): تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة بـ:

* التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للادخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية.

* اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليه.

¹ موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB يوم 2014/05/12 www.sgbv.dz

² نفس المرجع موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB .

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

* شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة.

* القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند.

* القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية، تسليم السندات.

* تسيير محفظة القيم المنقولة.

وتخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتُنشر في الجريدة الرسمية.

2.3.1 سلطة الاشراف والمراقبة (Supervision and control): وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:

- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق.

- قيام الشركات باللجوء العلني للاذخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها.

- السير الحسن للسوق.

3.3.1 السلطة التأديبية والتحكيمية¹ (Disciplinary authority): تُنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين (02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل.

وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية يرتكبه الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

وأما في المسائل التحكيمية، فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشبة بين:

- الوسطاء في عمليات البورصة.

- الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV).

- الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛

- الوسطاء في عمليات البورصة و الجهات المصدرة

2. شركة إدارة بورصة القيم (SGBV) :

1.2 تعريف شركة إدارة بورصة القيم² (Definition of company stock values management): تعتبر

شركة إدارة بورصة القيم المنقولة SGBV شركة خاصة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري في البورصة حيث تم تأسيسها في 25 ماي 1997 برأسمال يقدر بـ: 24 مليون دينار جزائري وهي التي يكون فيها المساهمون عبارة عن مجموعة من الوسطاء في عمليات البورصة والمعتمدين من لجنة البورصة، وفي الواقع فإنه منذ نشأتها ما فتئ رأسمالها يشهد الكثير من حالات الارتفاع، إذ قفز من 24 مليون دينار (في

¹ موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB ، مرجع سابق.

² التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010 ، مرجع سابق ، ص:54.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

سنة 1997) إلى 477.200.000,00 دينار(في سنة 2012) وذلك بعد أن تمت شراء ما قيمة 2.000.000,00 دينار من شركة جازيبي من طرف BNP .

ولشركة إدارة بورصة القيم المنقولة مجلس إدارة مكون من هيئة مالية تتمثل في:

- البنوك التجارية BEA , CNEP, BDL, BCA, BADR, BNA .

- البنوك الخاصة Union Bank .

- شركات التأمين CAAR, CAAT, CNR, CNMA, SAA .

شارك في رأسمال مؤسسة SGBV الوسيط في عمليات البورصة الذين يحتكرون سوق تداول الأوراق المالية في البورصة لحساب زبائنهم (المدخرين) أو لحسابهم الخاص.

2.2 مهام شركة إدارة بورصة القيم (management Tasks stock values company) : تعمل شركة إدارة بورصة القيم على¹:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.

- التنظيم المادي لجلسات البورصة.

- تسجيل مفاوضات الوسيط في عملية البورصة.

- تنظيم عمليات المقاصة حول القيم المنقولة.

- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدتها.

- نشر المعلومات المتعلقة بعمليات التداول في البورصة.

- إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة.

3. المؤتمن المركزي على السندات " الجزائر للتسوية" (Central to the bond trustee): المؤتمن المركزي

على السندات هو الهيئة الثالثة من الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وهي شركة ذات أسهم ارتفع رأسمالها من 75 مليون دينار جزائري في سنة 2002 إلى 240 مليون دينار جزائري سنة 2012 ويتكون رأسماله من 240.000 سهم بقيمة 1.000,00 دينار من القيمة الاسمية وتحوزها ستة (6) بنوك عمومية وثلاث مؤسسات مسعرة في البورصة، وهي مجمع صيدال ومؤسسة تسيير نزل الأوراسي ومؤسسة رياض سطيف، ومع نهاية سنة 2010 كان التعداد الإجمالي لموظفي الجزائر للمقاصة قد بلغ 27 موظفا من الموظفين، الإطارات وأعاون التحكم².

1.3 دور المؤتمن المركزي³ : تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير

2003، ويُعنى المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين.

- مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسيط الماليين.

¹ هواري سويبي، " إشكالية تقييم المؤسسات في ظل الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر"، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2001، ص: 291

² التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010 ، مرجع سابق ، ص : 56 .

³ موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB يوم 2014/05/12 .www.sgbv.dz

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المُصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...).
- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية (ISIN: الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية، التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق...).

ثانيا: المتدخلون في بورصة الجزائر (Intervenors in Algeria Stock Exchange):

1. الوسطاء في عمليات البورصة¹ (Intermediaries in the stock market operations):

1.1 تعريف الوسطاء (Definition of intermediaries): لا يمكن القيام بعملية التفاوض على القيم المتداولة المقبولة بالبورصة إلا من طرف الوسطاء في عمليات البورصة وهؤلاء الوسطاء، إما أن يكونوا أشخاصا اعتباريين في شكل شركات مساهمة أو أشخاصا طبيعيين على أن يتم اعتمادهم من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

ونشير إلى أنه يمكن التمييز بين نوعين من الوسطاء في عمليات البورصة:

- نوع الوسطاء ذوي النشاط المحدود : وهي الحالة التي يريد فيها الوسيط تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض على القيم المتداولة المقبولة في البورصة لحساب الغير فقط دون توسيع دائرة نشاطه لتشمل تقديم الخدمات في ميادين تسيير المحافظ المالية أو التوظيف أو السعي المصفاقي^(*) بمعنى يقتصر الوسيط على تمثيل أوامر عملائه فقط .

- نوع الوسطاء ذوي النشاط غير المحدود : يكون الوسيط المنتمي لهذه الفئة يمارس فضلا عن مهنة التفاوض على القيم المتداولة المقبولة في البورصة إحدى أو كل الأنشطة المتعلقة بالاستشارة، التوظيف، تسيير المحافظ المالية بمقتضى توكيل أو صناعة السوق .يضاف إلى ذلك إمكانية القيام بالسعي المصفاقي والتمثل في عملية اقتراح الاكتتاب، الشراء التبادل أو البيع للقيم المتداولة في الأماكن العمومية، مكان العمل أو الأماكن الخاصة بالعملاء المحتملين، وفي الأخير، يمكنه القيام بأي نشاط آخر تحدده اللجنة.

2.1 الشروط الواجب توافرها لاعتماد الوسطاء في عمليات البورصة²: حتى يتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة بالجزائر، ينبغي أن تتوفر فيهم جملة من الشروط والتي تختلف بالنظر إلى كون الوسيط شخصا طبيعيا أو شخصا اعتباريا.

- الشروط الواجب توافرها في الوسيط الذي له صفة الشخص الطبيعي : ينبغي على الشخص الطبيعي الذي يريد أن يصبح وسيطا في عمليات البورصة تحقيق جملة من الشروط هي:

¹ .محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 380 382 .

^(*) السعي المصفاقي: نشاط الشخص الذي يستعمل وبشكل اعتيادي وسائل اتصال لاقتراح الاكتتاب.

² محمد براق، مرجع سابق ، ص 382 380.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

- * جزائري الجنسية ولا يقل عمره عن 25 سنة.
- * التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة اللازمة لضمان حماية المدخرين.
- * تقديم ائتمان كفالة تقدر بمبلغ خمسمائة ألف (500.000) دينار جزائري، ويمكن للجنة أن تحدده بمبلغ أكبر، بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة التي قد تقتضي ضمانا أكبر.
- * حياة محل واضح التعيين وملائم لممارسة النشاط .
- * تحقيق شروط الكفاءة المهنية كالحصول على شهادة ليسانس في التعليم العالي في التخصص أو شهادة معادلة لها، كما ينبغي أن يكون المعني قد حصل على تكوين مقبول في شؤون التجارة وتسيير القيم المتداولة وكسب تجربة مهنية مرضية.
- الشروط الواجب توافرها في الوسيط الذي له صفة الشخص المعنوي: ينبغي على الوسيط في عمليات البورصة ذي الشخصية الاعتبارية أن تتوفر فيه جملة من الشروط حتى يمكنه ممارسة وظيفته كوسيط وهذه الشروط هي¹:
- * الشكل القانوني الذي ينبغي أن يأخذه هذا الشخص المعنوي هو شركة مساهمة.
- * حياة رأسمال مقداره الأدنى مليون دينار جزائري (1000.000 دج) ويمكن للجنة أن تحدد قيمة الكفالة بمبلغ أكبر بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة والتي تتطلب ضمانات أكبر.
- * تتكون رؤوس الأموال الخاصة من رأس المال الاجتماعي والاحتياطات والحاصل المنقول من جديد ونتيجة نهاية الدورة المالية.
- * حياة محلات واضحة التعيين وملائمة لممارسة النشاط وضمان أمن مصالح العملاء على أن يكون مقر المؤسسة بالجزائر.
- * توفر المؤسسة على مسير على الأقل يهتم بالإدارة العامة لها تكتمل فيه شروط التأهيل للشخص الطبيعي سائلة الذكر.
- ولقبول الوسطاء في عمليات البورصة سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين يتعين عليهم تقديم طلب اعتماد لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وينبغي أن يرفق طلب الاعتماد عموما بما يلي:
 - * وثائق تثبت المساهمة في صندوق الضمان، والائتمان في تأمين ضمان المسؤولية تجاه زبائنهم خاصة ضد مخاطر الخسارة، سرقة الأموال والقيم الممنوحة لهم من طرف زبائنهم.
 - * التزام باحترام القواعد الأخلاقية.
 - * وثيقة تثبت ملكية أو كراء المحلات المخصصة لنشاط الوسيط في عمليات البورصة.
 - * التزام بالائتمان في حصة من رأسمال شركة إدارة بورصة القيم ولا يكون الاعتماد نهائيا إلا عندما يكتب فعلا الوسيط في عمليات البورصة في الحصة المحددة من رأسمال الشركة المذكورة.

¹ هواري سويبي ، مرجع سابق ، ص ص. 296 297.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

2. المستثمرون الماليون¹ (Financial investors): يستطيع المستثمر المالي في بورصة الجزائر التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق اللجوء لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إذ أن هذه الأخيرة نص عليها القانون من خلال الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 ، حيث قسمها إلى صنفين وهما، شركة الاستثمار ذات رأسمال المتغير والصندوق المشترك للتوظيف.

1.2 شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير² (a variable capital investment company): إن الشكل القانوني لهذا النوع من الهيئات هو شركات مساهمة حسب المشرع، وهي بنك تخضع لأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى الأمر المذكور أعلاه، والذي حدد رأسمالها الأدنى بخمسة ملايين (5.000.000) دينار جزائري حيث لا يمكن لها النزول عن نصف هذا الحد لمدة أربعة أشهر التي تلي تعليق إعادة شراء الأسهم، ويتمثل هدف هذه الشركة في تسيير محفظة القيم المنقولة وسندات الدين القابلة للتداول للمستثمرين الماليين المكتبين في رأسمالها.

ولقد تم اعتماد أول شركة استثمار ذات رأس المال المتغير رسميا بمقتضى مقرر رقم 98-01 الصادر في 31 مارس 1998 من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لفائدة شركة الاستثمار المالي، شركة ذات أسهم، برأسمال أولي قدره 120 مليون دينار جزائري، المؤسسة من طرف كل من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمينات.

2.2 الصناديق المشتركة للتوظيف (Mutual funds for employment): على عكس شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، لا تتمتع الصناديق المشتركة للتوظيف بالشخصية المعنوية، إذ هي مجرد ملكية مشتركة لقيم منقولة، ولقد حدد رأس المال الأدنى للصندوق بمليون دينار جزائري كحد أدنى ولا يمكن النزول عن نصفه. إن الهدف من إنشاء هذه الهيئات هو توفير بدائل استثمارية للمدخرين المستثمرين وخاصة للمبتدئين أو غير المحترفين منهم - والذين يكون عددهم كبير عند بداية انطلاق بورصة في مجتمع ليس لديه ثقافة بورصة - تسمح بتحقيق امتيازات في تسيير أفضل لمحافظهم وبأكثر أمان، باعتبار أن هذه الهيئات تتضمن مختصين ومهنيين ذوي خبرة وكفاءة في تسيير أدوات الاستثمار.

ثالثا: التفاوض على الأوراق المالية في بورصة الجزائر :

(Negotiating the Securities Exchange in Algeria)

1. نظام التفاوض في بورصة الجزائر³ (Negotiation system in Algeria Stock Exchange): تعتبر بورصة الجزائر سوقا ممركة تسيير عن طريق الأوامر وهي غير مجزأة وتقوم على العمليات العاجلة وعليه فإن كل القيم المتداولة يتم التفاوض عليها في سوق رسمية موحدة وذات الدفع النقدي العاجل فقط في مكان معين، حيث توجد قاعة التداول في شركة تسيير بورصة القيم، ولقد تم تحديد يوم الاثنين من

¹ هوارى سويسي ، مرجع سابق ، ص ص 296 297 .

² نفس المرجع ، ص : 297 .

³ محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص: 391 .

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

كل أسبوع يتم فيه التفاوض على الأوراق المالية، حيث يتولى إدارة الجلسات ممثل عن شركة تسيير بورصة القيم.

2. أوامر بورصة الجزائر¹ (orders Stock market): يعتبر الأمر تعليمة يعطيها العميل للوسيط في عمليات البورصة أو بمبادرة من هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط صناعة السوق، حيث ينبغي على كل أمر بورصة مقدم من طرف عميل للوسيط في البورصة أن يتضمن المعلومات التالية:

- موضوع العملية (شراء أو بيع).

- اسم الورقة المالية المراد التفاوض عليها وتحديد خصائصها.

- عدد الأوراق المالية المراد التفاوض عليها.

- مدة صلاحية الأمر بالتنفيذ.

- الإشارة إلى حدود السعر.

ويمكن إعطاء أمر البورصة وتسليمه للوسيط في عمليات البورصة إما:

- كتابيا (Writing) : وفق نموذج موضوع تحت تصرف العميل.

- هاتفيا (By phone): مع تحديد ساعة وتاريخ المكالمة حيث يتم استلامها من قبل الوسيط، ولقد تم الأخذ بثلاثة أنواع من أوامر البورصة في الجزائر، وهي:

- الأمر بسعر السوق.

- الأمر بالسعر الأحسن.

- الأمر بالسعر المحدد.

يستمد هذا الاختيار من بين مختلف الأوامر المعمول بها في البورصات العالمية، إلا أن الأوامر الثلاثة المتعمدة في بورصة الجزائر تتميز بالقدم والبساطة، والعمل بها يراد منه تجنب كل التباس أو عدم التفاهم بين من يعطي الأوامر والوسطاء في عمليات البورصة في سوق حديثة النشأة.

3. نظام التسعيرة في البورصة² (system Pricing Stock market): يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر

بنظامين للتسعير، هما المستمر والثابت سواء كان يدويا أو بواسطة الإعلام الآلي، غير أن الطريقة التي

تعمل بها بورصة الجزائر حسب ما تم تقريره من طرف شركة تسيير بورصة القيم تتمثل في طريقة التسعير

الثابت بالمناداة أو الصندوق، وتعني هذه الطريقة تطبيق سعر موحد لمجموع الصفقات المبرمة لكل قيمة

متداولة خلال جلسة معينة للتفاوض في البورصة إذ يتماشى هذا النظام مع حجم مبادلات ضعيف، حيث

يسمح السعر المحدد بتعظيم حجم المبادلات بأكبر قدر ممكن.

¹ محمد براق، مرجع سابق، ص: 391 .

² نفس المرجع، ص: 391 .

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

4. المقاصة والتسديد (Clearing and payment): تهتم المقاصة بإنهاء المبادلات على القيم المتداولة المنجزة في جلسات التفاوض في البورصة ويتم ذلك بدفع المبالغ المستحقة من طرف الوسيط في عمليات البورصة للمشتري وتسليم الأوراق المالية من قبل وسيط البائع، وينبغي أن تتم هذه العملية خلال جلسة مقاصة ترأسها شركة تسيير بورصة القيم وبحضور كافة الوسطاء في عمليات البورصة، بالإضافة لبنك التسديد الذي يعتبر بنك توظيف كل الوسطاء في عمليات البورصة، لذا فحضوره بالغ الأهمية لتأكيد التغطية النقدية للوسطاء المشترين على أساس كشف من حساباتهم، ويكون هذا البنك مطالبا بتنفيذ تحويل الأموال الناتجة عن التزامات الوسيط في جلسة التفاوض وذلك في نفس اليوم، كما أن تسليم الأوراق المالية يتزامن مع تحويل الأموال:

- على شكل شهادات مادية في حالة الأوراق المجسدة

- على شكل شهادة وجود في حالة الأوراق غير المجسدة والمسجلة في حساب.

يقوم بعد ذلك مشتري الورقة المالية بممارسة حقوقه بتسجيل اسمه على سجل المساهمين مكان اسم المالك القديم كون أن الشركات المقبولة والمسجلة في قيد البورصة تضع تحت تصرف مشتري الأوراق المالية مصالح تسيير سجلات المساهمين، تحويلات الأوراق المالية ودفع توزيعات الأرباح ويتعين على هذه المصالح إتلاف الأوراق القديمة وإصدار أخرى جديدة باسم المالكين الجدد وفي الحالة التي يرغب فيها المساهم الجديد أن تكون بحوزته أوراق المجسدة فإنه بإمكانه طلب تسجيل الأوراق في حساب، وفي كل الحالات التي يتعين على المؤسسة إجراء تغيير الملكية على سجل المساهمين.

المطلب الثالث: المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر

(Priced institutions in Algeria Stock Exchange)

شهدت بورصة الجزائر منذ إنشائها تسعير عدة مؤسسات، تنتمي منها أربعة إلى سوق الأسهم أما المؤسسات الأخرى فهي مسعرة في سوق السندات، غير أن المؤسسات التي مازالت مسعرة إلى تاريخ كتابة هذه الأسطر، نجد منها فقط ثلاثة في سوق الأسهم و مؤسستين تتداول سنداتهما بين جمهور المستثمرين في السوق السندي.

أولا: سوق الأسهم (Stock Market): تتمثل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر حاليا في: مؤسسة تسيير فندق الأوراسي مجمع صيدال، مؤسسة ألياس للتأمينات.

1. مؤسسة تسيير فندق الأوراسي¹ (Eurasian Hotel): تنشط هذه المؤسسة في قطاع الخدمات، وبالتحديد في الفندقية وتم تحويل ملكية مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات في إطار عملية إعادة هيكلة المؤسسات من خلال إنشاء الشركات القابضة التي حلت محل صناديق المساهمة، إذ تم بموجب المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، وبموجب ذلك

¹ Notice d'information concernant EGH EL- AURASSI "Offre public de vente" du 15 Juin au 15 Juillet 1999

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

قامت المؤسسة برفع رأسمالها لدعم قدرتها المالية، عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، حيث أصبح رأسمالها يقدر ب 1.5 مليار دينار جزائري. وفي إطار برنامج الخوصصة المسطر من طرف الدولة والرامي إلى تنشيط بورصة الجزائر تقرر في بداية سنة 1999 طرح جزء من رأسمال المؤسسة، تمثل في نسبة 20% للاكتتاب العام، وفيما يلي بطاقة فنية للمؤسسة (المسجزة في بورصة الجزائر) تظهر أهم المعلومات المتعلقة بها وبدخولها إلى البورصة.

الجدول رقم (04): يمثل بطاقة فنية لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي.

اسم المؤسسة.	مؤسسة تسيير فندق الأوراسي
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي يقدر ب 1.5 مليار دج
طبيعة العملية	تمت بتقنية العرض العمومي للبيع OPV بسعر ثابت لما نسبته 20 % من رأسمالها الاجتماعي، أي ما يعادل 1.200.000 سهم.
طبيعة الأسهم.	أسهم اسمية.
عدد المساهمين	10800 مساهم جديد.
المساهم ذو الأغلبية.	الشركة العمومية القابضة للخدمات ب 80 % من رأس المال
العملية المنجزة.	عرض عمومي لبيع 1.2 مليون سهم بقيمة 250 دج وبسعر إصدار 400 دج.
تاريخ العرض.	من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999
تأشيرة اللجنة.	التأشيرة رقم 99-01 بتاريخ 24 ماي 1999
تاريخ الدخول إلى البورصة	20 جانفي 2000
تاريخ أول تسعيرة	14 فيفري 2000

المصدر: www.cosob.org تاريخ الاطلاع 2014/02/12

2. مؤسسة أليانس للتأمينات¹ (Alliance Assurances): لقد استأنفت السوق الأولية للأسهم في سنة 2010 عملية إصدار الأسهم وذلك بعد غياب طويل عن إصدار مثل هذا النوع من السندات في السوق، ويأتي هذا الإصدار الجديد لأسهم مؤسسة التأمين "أليانس" ليعزز قسم الأسهم في بورصة الجزائر التي لم يكن يوجد بها آنذاك إلاّ سهمين فقط وهما سهم مؤسسة تسيير نزل الأوراسي وسهم مجمع صيدال. وبالفعل فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كانت قد منحت خلال هذه السنة تأشيرتها لمؤسسة التأمين "أليانس" لكي تشرع هذه المؤسسة في عملية رفع رأسمالها عن طريق الطلب العلني على الادخار. وتتدرج هذه العملية ضمن إطار المطابقة مع أحكام المرسوم التنفيذي رقم 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر سنة 2009 الذي يعدل ويتم المرسوم التنفيذي رقم 95-344 المؤرخ في 30 أكتوبر سنة 1995 والمتعلق بالرأسمال الأدنى لمؤسسات التأمين.

¹ التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010، ص: 37.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

تتمثل خصائص هذه العملية فيما يأتي¹:

- مبلغ الإصدار: 1.433.787.970 دج.
- عدد الأسهم الجديدة موضوع الإصدار: 1.804.511
- صنف الأسهم: أسهم عادية.
- الشكل: اسهم منزوعة الصفة المادية ومقيدة في الحساب.
- القيمة الإسمية: 200 دج.
- سعر الإصدار: 830 دج.
- الانتفاع بالسندات: 2010-01-01.
- تم افتتاح عمليات الاكتتاب في 2 نوفمبر 2010 وإقبالها في 1 ديسمبر 2010 .
- الريح وفوائض القيمة المترتبة على بيع أسهم مؤسسة التأمين "أليانس" معفاة كلياً من الضريبة على الدخل الإجمالي (IRG) والضريبة على أرباح الشركات (IBS) إلى غاية 31-12-2013.
- ممارسة الحق التفضيلي للاكتتاب: لم يجد إلا المساهم "شركة المغرب للمركبات"، مؤسسة ذات أسهم (MTC SPA) الذي مارس حق الاكتتاب التفضيلي بصفة غير قابلة للتخفيض بالتناسب مع عدد الأسهم التي توجد بحوزته أي 5% من الإصدار (90226 سهم) أما باقي المساهمين في مؤسسة "أليانس"، شركة ذات أسهم فإنهم قد تنازلوا عن حقوقهم التفضيلية في الاكتتاب.

ثانياً: سوق السندات (Bond market)

1. مؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز (National Foundation for Electricity and Gas): لغرض توسعها وتطوير شبكة الكهرباء ونقل الغاز وزيادة الطاقة الكهربائية الناتج عن زيادة الطلب، قامت هذه المؤسسة التي تحتكر قطاع الكهرباء والغاز في الجزائر بطرح سندات عادية لتمويل جزء من برنامجها الاستثماري للسنوات القادمة وهذه السندات كما يلي:

- سندات استحقاق سونلغاز، أجل الاستحقاق 2011 :

خصائص السند² (Sindh properties):

- * المدة: 6 سنوات.
- * مبلغ الإصدار: 15.9 مليار دينار.
- * نسبة الفائدة التدريجية: 3.50%، 3.75%، 4.00%، 4.25%، 5.00%، 7.00%
- * تاريخ الإصدار: 25 ماي سنة 2005 .
- * تاريخ الاستحقاق: 25 ماي سنة 2011 .
- * دورية القسيمة: سنوية.

¹ التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مرجع سابق ، ص: 37

² المرجع نفسه ، ص: 47.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

* تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/05 المؤرخة في 29 ماي سنة 2005.

* الدخول الرسمي إلى بورصة الجزائر : يوم 29 ماي سنة 2006.

- سندات استحقاق، سونلغاز، أجل الاستحقاق 2014:

خصائص السند:

* المدة: 6 سنوات.

* رصيد الإصدار: 30 مليار دينار.

* نسبة الفائدة التدرجية: 3.75 %، 4.00 %، 4.50 %، 5.00 %، 5.50 %، 6.50 %.

* تاريخ الإصدار: 1 جوان سنة 2008 .

* تاريخ الاستحقاق: 1 جوان سنة 2014 .

* دورية القسيمة: سنوية.

* تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/08 المؤرخة في 12 ماي سنة 2008.

* الدخول الرسمي إلى بورصة الجزائر: يوم 28 ماي سنة 2008 .

2. مؤسسة دحلي: («SPA DAHLI» Daewoo Algerie Hotellerie Loisirs et Immobiliers): هي

مؤسسة ذات أسهم أنشئت في 9 أكتوبر 1996 نتيجة لإعادة هيكلة لمؤسسة سحلي (La société d'Economie Mixte SAHLI،) وقد تم اقتناءها من طرف مؤسسة التأمين وإعادة التأمين الخاصة (Algériennes Des Assurances) في سبتمبر 2001 ، وقد اجتمعت الجمعية العامة لمؤسسة دحلي في جلسة استثنائية في 10 أبريل 2008 أين سمحت في قرارها الأول بإصدار قرض سندي قيمته عشرون مليار دينار جزائري (20.000.000.000 دج) من أجل تمويل مشروعها الخاص بالتنمية ذو الهدف الاجتماعي¹.

خصائص السند²

* الرصيد: 2.360.140.000,00 دج من ضمن 8,3 مليار دج مستهدفة من البداية.

* القيمة الاسمية: 10.000,00 دج.

* أجل الاستحقاق: 07 سنوات.

* القسيمة: 4.00 %، 4.75 %، 5.25 %، 5.75 %، 6.25 %، 6.75 %.

* تاريخ الإصدار: 11 جانفي سنة 2009 .

* تاريخ الاستحقاق: 11 جانفي سنة 2016 .

* تاريخ الفوائد: 11 جانفي من كل سنة.

* سعر الإصدار: 100 % من القيمة الاسمية.

* قيمة السداد: القيمة الاسمية (10.000 دج).

¹ Notice d'information concernant DAHLI "Emission obligataire grand public" du 13 Décembre 2008

² التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010 ، ص:47.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

* تاريخ أول تسعير: 16 مارس سنة 2009.

* سعر الدخول: 100 % من القيمة الاسمية.

3. **القرض السندي "المغرب للإئتمان الجزائري"¹ (MLA):** هو قرض سندي مؤسسي تم منحه في شهر ماي 2010 للمؤسسة المالية "المغرب للإئتمان الجزائري" بمبلغ قدره مليارا (2) دينار ومدة استحقاق قدرها خمس (5) سنوات مع سداد سنوي ثابت قدره خمس (5/1) المبلغ الإجمالي المكتتب. ويرصد هذا القرض خصيصا لتمويل نشاط الائتمان الإيجاري لفائدة زبائن المؤسسة المالية "الإئتمان الإيجاري المغاربي بالجزائر" (MLA) والمتكونة بصورة رئيسية كمؤسسة صغيرة.

ومع نهاية سنة 2010 لم تكن عملية رفع الأموال قد تمت بعد، وأمام المؤسسة أجل اثني عشر (12 شهرا) ابتداء من تاريخ منحها التأشيرة للقيام بعملية إصدار القرض وتتمثل خصوصية هذا القرض السندي كونه مظهرا بضمان مالي غير مشروط وغير قابل للرجوع فيه وقرض عند أول طلب. ويتعلق الأمر بضمان مالي ممنوح بنسبة 100 % من بعض المؤسسات الموجودة على مستوى الساحة وهي: الشركة المالية الدولية (SFI) (50%) وب.ن.ب.باريبا (BNP PARIBA) الجزائر (25%) وه.س.ب.س (HSBC) الجزائر (25%). تعتبر عملية تشكيل نسخ من رسائل الضمانات المصادق على مطابقتها من الشركة المالية الدولية (SFI) والبنكيين المحليين الآخرين وتسليم هذه الوثائق إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها شرطا سابقا للانطلاق في عملية الاكتتاب، ويشتمل الضمان المالي مزايًا مؤكدة بالنسبة إلى الضمانات العينية (الرهون) التي جرى استعمالها في مجال القروض السنديّة، ولاسيما على صعيد إجراءات تأسيسها وانجازها في حال وقوع حادث في سدادها.

4. **القرض السندي لمجموعة الأشغال العمومية والبناء "حداد":** إن مجموعة الأشغال العمومية والبناء "حداد" هي شركة ذات أسهم تحوزها عائلة حداد بنسبة 100 % ويتمثل نشاطها الرئيسي في انجاز الأشغال المتعلقة بالطرق والطرق السيارة والسكك الحديدية والمنشآت الفنية والسدود. ولقد تنوعت أشغال المؤسسة من خلال تطوير نشاطاتها في مجال مواد البناء (استغلال المحاجر والمقالع، صناعة قنوات الصرف بالخرسانة، الاستيراد والتحويل والاتجار بالمواد الزيتية، والترقية العقارية والسياحة)².

لقد أصبحت مجموعة الأشغال العمومية والبناء "حداد" من خلال التوجه نحو السوق المالية المؤسسة الرابعة التابعة للقطاع الخاص التي تقوم بإصدار القرض السندي، وسوف تستخدم الأموال التي تم رفعها عن طريق المزايدة والتي بلغت 6 ملايين دينار في تمويل الاستثمارات الآتية:

* الأشغال العمومية (محطة الجرش + محطة صناعة الحديد الخرسانة + عتاء متنوع) ومبلغها الإجمالي 3.4 ملايين دج.

* الزيت (3 حظائر للتزفيت + عتاد): 1.9 مليار دج.

¹ التقرير السنوي، مرجع سابق، ص:44.

² Notice d'information concernant Le Groupe ETRHB Hadad "Emprunt Obligataire" du 12 Juillet 2009

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

* مصنع الهياكل المعدنية: 0.7 مليار دج.

يتضمن القرض السندي الذي تبلغ نسبة قسيمة السنوية 4.1 %، مدة استحقاق تبلغ 5 سنوات ابتداء من تاريخ التمتع به الذي يصادف يوم 14 ديسمبر سنة 2009 وجدير بالذكر أن هذا القرض مضمون بواسطة الرهون المؤسسة على أرض ومقر المجموعة الكائن بالدار البيضاء والذي تبلغ قيمته التجارية حسب دراسة الخبرة العقارية 7.28 مليار دينار¹.

المطلب الرابع: تسعير صيدال في البورصة (Saidal pricing in the stock market)

أولاً: أهداف الدخول إلى البورصة (The goals of access to the stock market): بعد صدور التنظيم رقم: 95/22 بتاريخ 26 أوت 1995 والمتعلق بخصوصة المؤسسات العمومية تم اجتماع غير عادي لمؤسسة صيدال يوم 22 جوان 1998 تبنى خلاله القرار رقم 04 حول اقتراح المجلس الإداري بالسماح لصيدال بإدخال جزء من رأسمالها المقدر ب 20% إلى البورصة في شكل 2.000.000 سهم بسعر 800 دج للسهم الواحد وسعت صيدال من خلال هذه العملية إلى:

- الزيادة في شهرة مجم ع صيدال، الشيء الذي يسمح لها بأن تكون معروفة على المستوى الدولي وكذا تحقيق تحالفات مع شركاء أصحاب كفاءة عالية وذلك لتطوير القدرات المعرفية وتحقيق الانتقال التكنولوجي.

- الحصول على تمويلات في ظروف أحسن وفي آجال قصيرة جدا من البنوك ومن مختلف الأسواق المالية.

- الخصوصية الجزئية للمؤسسة وفقا للاتجاهات الاقتصادية العالمية مع التركيز على الابتعاد التدريجي لدور الدولة في التسيير.

- إدخال أكبر وأحداث معايير التسيير ضمن محيط المؤسسة للتكيف مع البيئة الجديدة للاقتصاد الجزائري (اقتصاد السوق).

ثانياً: القيود المتعلقة بالانضمام إلى البورصة (Restrictions relating to join the stock market): قبول

الإفصاح حول نشاط المجمع، نتائجه واستراتيجيته (ضروري للتقييم الجيد للسهم لكن هذا يؤدي إلى إعلام المنافسين)، التقيد باحترام قواعد الإعلام الآلي.

ثالثاً: إجراءات دخول صيدال إلى البورصة (Procedures for the entry into the stock market Saidal):
مرت صيدال بعدة مراحل لتدخل بورصة وتتمثل فيما يلي:

المرحلة - (01) القرار المبدئي : في شهر جانفي من سنة 1998 عقد اتفاق مبدئي بين المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE) والشركة العمومية القابضة للكيمياء والصيدلة (HPCP) يهدف إلى الخصوصية الجزئية لصيدال بتحويل 20% من رأسمالها في إطار بورصة الأوراق المالية، وفي نفس الشهر قامت الشركة القابضة بتوكيل مجمع صيدال بإعداد ملف خاص بدخوله إلى بورصة الأوراق المالية وفي شهر فيفري تم توقيع اتفاقية بين المجمع ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) أين قدم المجمع طلب رخصة

¹ التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، مرجع سابق ، ص ص: 33 34.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

للتخلي عن جزء من رأسماله عن طريق العرض العمومي للبيع (OPV)، ثم طلب القبول في التسعيرة لدى البورصة.

المرحلة (02) -إصلاح الإجراءات وملئمة الأنظمة: يتطلب دخول المؤسسة إلى البورصة القدرة على تقديم صورة واضحة وشفافة لنشاطها وتنظيمها ويتطلب هذا عدة عمليات لتسوية وإعادة الهيكلة وتمثل التغييرات التي أجرتها صيدال في¹:

- الزيادة في رأس المال.

- تغيير الأنظمة.

- التحرير الكلي لرأس المال.

- اجتماع أعضاء الجمعية العامة من أجل ضبط عمليات اتخاذ القرار بالدخول إلى البورصة.

- اجتماع أعضاء المجلس الإداري من أجل ضبط العمليات.

المرحلة- (03) إثبات شخصية مكتب الدراسات² : في 08 أبريل 1998 تم إبرام عقد اتفاقية بين صيدال ومكتب الدراسات العالمي الكندي Arthur Anderson وتدوم الاتفاقية أربعة أشهر حيث تهدف إلى مساعدة مجمع صيدال على الدخول إلى بورصة الأوراق المالية.

المرحلة - (04) تكوين الوثائق الأساسية للتقييم: ككل مؤسسة راغبة في أن يتم قبولها في البورصة قام مجمع صيدال بتحضير الملف الذي تشترطه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والذي يتضمن:

- وثائق عامة حول المؤسسة : وشملت رسالة طلب يتم قبول أسهم المجمع للتفاوض في البورصة مع وصف عام لأنشطة المجمع وفروعه كذلك تقديم أعضاء مجلس الإدارة ومجلس المراقبة بالإضافة إلى أهم مسيري المجمع.

- وثائق متعلقة برأسمال الشركة : تم تقديم وثيقة تطور رأسمال المجمع منذ سنة 1995 إلى سنة 1998.

- وثائق اقتصادية ومالية : الميزانيات، جدول حسابات النتائج السنوية وتقارير محافظ حسابات النتائج السنوية وتقارير محافظ الحسابات للسنوات الخمس الأخيرة.

- وثائق قانونية : قدم مجمع صيدال خمس نسخ من القوانين الأساسية للمجمع وكذلك محاضر الجمعيات العامة التأسيسية لإثبات أن نشاط المؤسسة قانوني، تم تقديم خمس نسخ للوثيقة المطابقة والتي تشهد أن المؤسسة خاضعة للطلبات الإلزامية لصندوق الضمان الاجتماعي وخمسة أخرى لوثيقة تشهد بأن المؤسسة سددت الضرائب المستحقة.

المرحلة- (05) تحديد طرق التقييم: يطبق مجمع صيدال طريقتين للتقييم هما :

- التقييم على أساس الذمة المالية.

- التقييم على أساس التدفقات المستقبلية.

¹ التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ،مرجع سابق ، ص ص: 33 34.

² تقرير ندوة الأوراس أبريل 1998 -الانضمام إلى البورصة- حالة صيدال، ص ص: 16 20.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

المرحلة-(06) لقاءات واجتماعات مع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة¹ COSOB: تهدف هذه المرحلة لإعداد العرض العمومي للبيع من خلال:

- تسليم مجمع صيدال مشروع المذكرة الإعلامية إلى الشركة العمومية القابضة للكيمياء والصيدلة في شهر أوت 1998

- تحويل مشروع المذكرة الإعلامية وطلب الدخول إلى البورصة كلاهما أرسلت إلى لجنة COSOB في خمس نسخ من طرف الشركة القابضة.

- عقد اجتماعات عمل مع إدارات لجنة COSOB في شهر سبتمبر لشرح ودراسة الملف.

- طلب معلومات إضافية تم على إثره القيام بتصحيحات على مشروع المذكرة الإعلامية.

- انتهت هذه المرحلة في 15 أكتوبر 1998 ومنها تم الحصول على التأشيرة.

المرحلة (07)- الحوار مع شركة القيم المنقولة SGBV: الهدف من هذه المرحلة هو تحديد الإطار القانوني

لسير عملية العرض العمومي للبيع التي سيقوم بها مجمع صيدال وفي نوفمبر 1998 تم إقرار منشور حول سير عملية العرض العمومي للبيع محددًا دور كل متدخل.

- فترة العرض والتي حددت بشهر واحد.

- فترة الاستقبال والمصادقة على الأوامر وحددت بعشرة أيام.

- فترة تسوية وتسليم لمدة ثلاثة أسابيع.

- دور كل المتدخلين في العملية وانتهت هذه المرحلة في شهر نوفمبر 1998.

المرحلة-(08) اتفاقيات مع وسطاء في عمليات البورصة² IOB: الهدف من هذه العملية هو تكليف مجموعة

من الوسطاء في عمليات البورصة بجمع مجموع أوامر الشراء الصادرة عن المستثمرين وذلك في إطار تحقيق العرض العمومي للبيع وتم التعاقد مع:

- شركة الراشد المالية.

- الشركة المالية العامة والتي تعمل كرئيس مجموع الوسطاء في عمليات البورصة.

- الشركة المالية للتوظيف والاستثمار.

- شركة توظيف القيم المنقولة.

كما تم إصدار أسهم مجمع صيدال من خلال البنوك التجارية الآتية:

- القرض الشعبي الجزائري CPA.

- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP.

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR.

- بنك التنمية المحلية BDL.

¹ تقرير ندوة الأوراس أفريل 1998 ، مرجع سابق ، ص ص: 16 20.

² المرجع نفسه ، ص ص: 16 20 .

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

- الصندوق الوطني للتضامن الفلاحي CNMA.
- البنك الوطني الجزائري BNA.
- المرحلة (09) - إشهار وإعلام بوجود مؤسسة صيدال في البورصة : تم خلال هذه المرحلة:
 - تصميم فيلم إشهاري لعملية الدخول إلى البورصة وبثه عبر التلفزة.
 - تحضير إعلانات لتبث عبر القنوات الإذاعية.
 - الاتفاق مع المؤسسة المختصة لطبع المذكرة الإعلامية أو الملصقات الحائطية والورقات الإشهارية.
 - تنظيم يوم إعلامي في 1998/11/26 لجلب الاهتمام وتحفيز الأشخاص للمساهمة في رأسمال المؤسسة.
- المرحلة (10) - تحديد مختلف طبقات المستثمرين المستهدفة¹:
 - النوع أ: يستهدف الهيئات، أي المؤسسات المالية كالبنوك ومؤسسات التأمين وخصص لهذا النوع 30 % من الأسهم المعروضة.
 - النوع ب: المؤسسات العمومية والخاصة وخصص لهذا النوع 30 % من الأسهم المعروضة.
 - النوع ج: يخص كل أجزاء مجمع صيدال الذين احتفظ لهم بحصة صغيرة من السوق وخصص لهذا النوع 5% من الأسهم المعروضة.
 - النوع د: يخص المدخرين الصغار، أي الجمهور العام وخصص لهذا النوع 35 % من الأسهم المعروضة.
- سمحت هذه العملية بحصد 1.5 مليار دينار جزائري بحساب كل الاقتطاعات، ووصل عدد المساهمين إلى 19891 مساهم حاملين 2 مليون سهم. من بين 19891 مساهم هناك 489 مساهم يمتلكون أكثر من 1000 سهم مما يعطيهم حق الانتخاب في الجمعية العامة.
- المرحلة - (11) العرض العمومي للبيع (OPV):
 - انطلاق فترة العرض العمومي (The start of the offer period): انطلقت عملية بيع أسهم صيدال يوم 15 فيفري 1999 ، بقاعة المحاضرات بالفندق الدولي (هلتون سابقا) بحضور عدد من الوزراء وأعضاء السلك الدبلوماسي، و تعتبر فرصة تخلي صيدال عن 20 % من رأسمالها فرصة سامحة لكل مستثمر، وقد تداول على المكتب الذي نصب مؤقتا في عين المكان عدد كبير من رجال الأعمال والمستثمرين وأصحاب المؤسسات وإطارات صيدال الذين حضروا حفل الافتتاح لشراء الأسهم المعروضة للبيع، السيد وزير المالية أول من افتتح عملية شراء الأسهم بشرائه أربعين سهم، وعند اختتام يوم الانطلاق فاقت عدد الأسهم المباعة 1500 سهم.
 - سير عملية العرض العمومي للبيع (The course of the offer process): قيمة العرض العمومي للبيع تخص 20 % من رأس المال الاجتماعي لمجمع صيدال أي ما يعادل 500 مليوني دينار جزائري موزعة

¹ تقرير ندوة الأوراس أبريل 1998 ، مرجع سابق، ص ص : 16 20.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

على مليونين سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دج للسهم، هذه الأسهم عادية خالية من كل التزام وثمان العرض هو 800 دج (كل التكاليف، النفقات، العملات مشمولة) والمادة الصافية للعرض هي 1522 دج فترة العرض من 15 فيفري سنة 1999 إلى 15 مارس 1999 والهدف من هذا العرض هو الخوصصة الجزئية لمجمع صيدال.

- نهاية عملية العرض¹ (End of the presentation process): عملت لجنة متابعة العرض العمومي لبيع صيدال في الاجتماع المنعقد 1999/03/15 حضور ممثل الشركة القابضة العمومية كيمياء- صيدلية والمدير العام لمجمع صيدال على الاعتمادات التالية:
- التسوية النهائية لأوامر الشراء.
- صغار المستثمرين (الأشخاص الطبيعيون).
- عمال مجمع صيدال.
- الأشخاص المعنويون الخواص.
- الاحتفاظ بحجم الأسهم المقفلة ب 30 ألف على مستوى البنك (القرض الشعبي الجزائري CPA) حتى (SOGI FI) ومجمع صيدال.
- إرضاء وتسوية طالبي الأسهم الموضحة والملحة من قبل النقابة (SIVAC).
- تحكم أوامر الشراء الأشخاص المعنويين العموميين وكذا المستثمرين قاعدة رصيد الأسهم غير مرغوب فيها (غير المقبولة).
- رابعا: المعلومات التي يجب أن تنشرها صيدال بعد أن أصبحت مسعرة في البورصة²:
- يجب إعلام الجمهور على الفور بكل تغيير أو واقعة مهمة إن كانت معروفة، وقد تؤثر بصفة ملموسة على سعر القيم المنقولة.
- يمكنها إذا كانت قادرة على ضمان السرية أن تؤجل تحت مسؤوليتها نشر معلومة مهمة إذا رأت أن نشرها يسبب لها ضررا جسيما. وفور زوال الظروف التي اقتضت هذه السرية يجب عليها نشر تلك المعلومة.
- يجب أن تكون المعلومة الموجهة إلى الجمهور صحيحة، دقيقة وصادقة، وتعرضها كل معلومة خاطئة إلى عقوبات.
- يجب أن تنشر المعلومة الهامة عن طريق البيانات الصحفية وبواسطة كل وسيلة أخرى تسمح بأوسع نشر ممكن. كما يجب أن ترسل إلى ل.ت.م.ع.ب.و إلى ش.ت.ب.ق. البيان في أجل لا يتجاوز تاريخ نشره.

¹ تقرير ندوة الأوراس أبريل 1998 - الانضمام إلى البورصة - حالة صيدال، ص ص 16 20.

² نفس المرجع ، ص ص: 16 20.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

- يمكن ل.ت.م.ع.ب إذا اقتضت حماية المستثمرين أو سير السوق ذلك، مطالبة صيدال بنشر بعض المعلومات حسب الشكل والأجل اللذين تحددهما. وفي حالة عدم التزام صيدال بواجباتها، يمكن للجنة القيام بنشر هذه المعلومات وعلى صيدال أن تتحمل تكاليف نشرها.
- يجب عليها أن تودع لدى ل.ت.م.ع.ب و ش.ت.ب.ق تقريراً سنوياً يحتوي على الجداول المالية السنوية وتقرير مندوب أو مندوبي الحسابات والمعلومات الأخرى التي تتطلبها تعليمة اللجنة وذلك ثلاثين (30) يوماً على الأكثر قبل اجتماع الجمعية العامة العادية للمساهمين وتحتوي هذه الجداول على ما يأتي¹:
(الميزانية، جدول حسابات النتائج، مشروع تخصيص النتائج، المذكرات الملحقة بالجداول المالية).
- يجب عليها أن تنشر في جريدة أو عدة جرائد ذات توزيع وطني، الجداول المالية ولاسيما الميزانية وجدول حسابات النتائج والمذكرات الملحقة وكذلك الرأي المعبر عنه من طرف مندوب أو مندوبي الحسابات.
- يجب عليها أن تودع الحسابات المجمع المعدة طبقاً للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها، لدى ل.ت.م.ع.ب و ش.إ.ب.ق ونشرها بنفس شروط نشر الحسابات العادية.
- في حالة تعديل الحسابات السنوية المقررة من طرف الجمعية العامة للمساهمين، تلتزم صيدال بأن ترسل إلى ل.ت.م.ع.ب و ش.إ.ب.ق التعديلات المذكورة وتنشرها بنفس الشروط المذكورة سابقاً، خلال الثلاثين (30) يوم التي تلي انعقاد الجمعية العامة.
- يجب أن تودع كل وثيقة موجهة للمساهمين لدى ل.ت.م.ع.ب و ش.إ.ب.ق قبل تاريخ إرسالها كأقصى أجل.
- تقدم جداول المحاسبة السداسية مقارنة مع جداول الفترة السابقة المطابقة للسنة المالية السابقة.
- كما تعد هذه الجداول حسب نفس القواعد التي أعدت بها الحسابات السنوية الفردية أو المجمع، حيث يجب أن تقدم صيدال الإيضاحات والتفسيرات المتعلقة بالملاحق في حالة صعوبة أو استحالة احترام قاعدة من القواعد المطبقة على الحسابات السنوية.
- تخضع جداول المحاسبة السداسية إلى تدقيق مندوب أو مندوبي الحسابات، ويعاد تحرير الشهادة المقدمة لهذا الغرض عند الاقتضاء، التحفظات كاملة.
- يمكن أن تعفي ل.ت.م.ع.ب صيدال من إدراج بعض المعلومات في التقرير السنوي أو السداسي عندما تقدر أن نشرها يمكن أن يسبب لها ضرراً خطيراً.
- تتعرض صيدال للعقوبات المنصوص عليها في التشريع والتنظيم المعمول بهما عند عدم إيداعها ونشرها البيانات الصحفية والتقرير السنوي والتقرير السداسي في الآجال المحددة².

¹ تقرير ندوة الأوراس أبريل 1998 - الانضمام إلى البورصة - حالة صيدال، ص: 16 20.

² نفس المرجع ، ص: 16 20.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

المبحث الثاني: تقديم مجمع صيدال ومعطياته المالية

(Showing Saidal complex, financial data)

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى أهم النقاط المتعلقة بنشأة وتطور المجمع، إضافة إلى وحداته فروع، موضوعه، أهدافه والقاء نظرة عامة حول نشاطه .

المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال (Definition Complex Saidal)

أولاً: نشأة وتطور المجمع¹ (Origins and evolution of complex):

أنشأت صيدال في 1982 عقب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية وقد استفادت في هذا الإطار، من نقل مصانع الحراش والدار البيضاء وجسر قسنطينة، كما حوّل إليها في 1988، مركب "المضادات الحيوية" للمدية الذي كان على وشك الانتهاء من قبل الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية).

في سنة 1989 وتبعاً لتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية، أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية تتميز باستقلالية التسيير.

في سنة 1993 تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للشركة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع،

وفي سنة 1997 وضعت شركة صيدال مخطط إعادة هيكلة أسفر على تحويلها إلى مجمع صناعي يضم ثلاثة فروع (فارمال، أنتيبايوتيكال وبيوتيك).

في 2009 رفعت صيدال من حصتها في رأسمال سوميدال إلى حدود 59 %،

وفي سنة 2010 قامت بشراء 20 % من رأسمال شركة إبيبرال كما رفعت من حصتها في رأسمال شركة "تافكو" من 38.75 % إلى 44.51 %.

في 2011 رفعت صيدال حصتها في رأسمال إبيبرال إلى حدود 60 %.

في جانفي 2014 شرع مجمع صيدال في إدماج فروع الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيبايوتيكال، فارمال وبيوتيك.

¹ موقع المجمع www.saidalgroup.dz ، تاريخ الاطلاع 2014/06/12.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

الجدول رقم (05): يمثل بطاقة فنية لمجمع صيدال

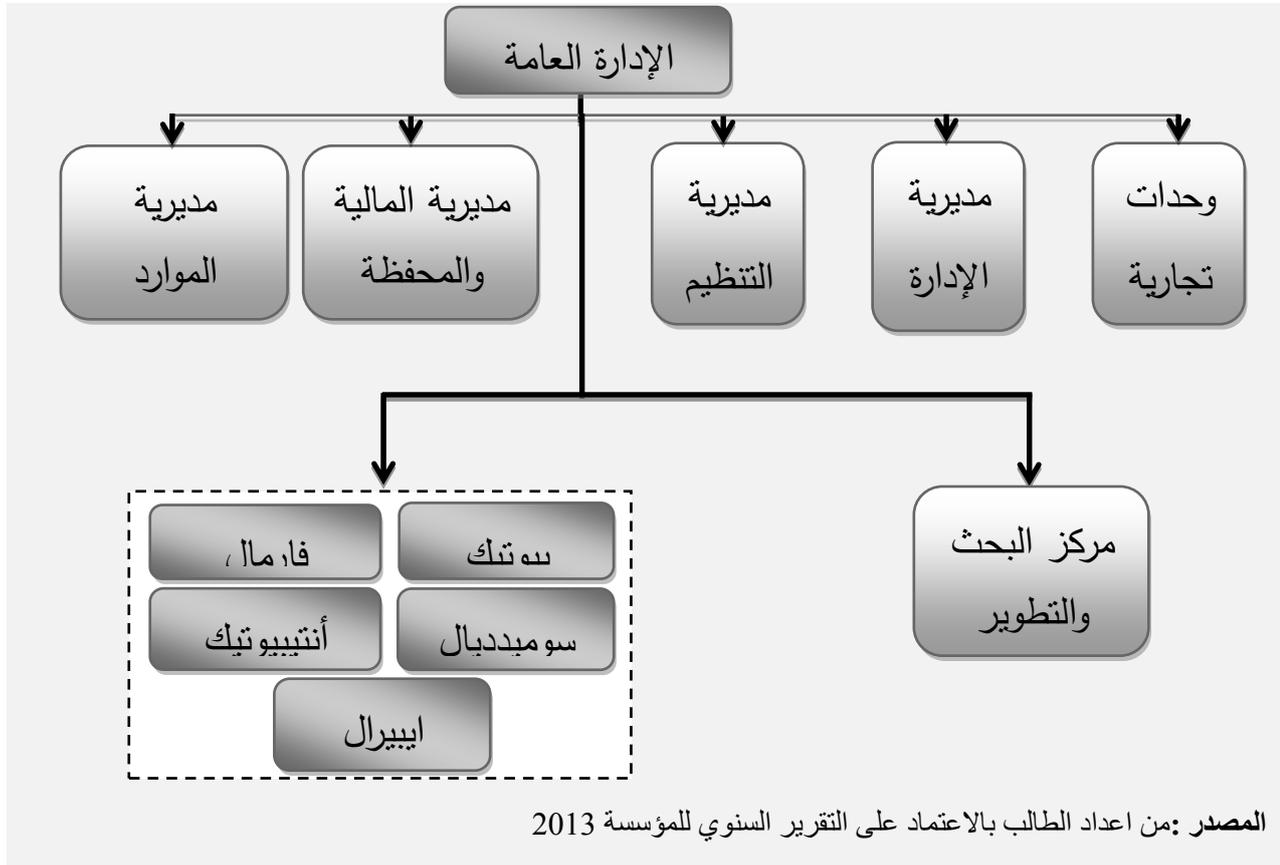
اسم المؤسسة.	مؤسسة تسيير فندق الأوراسي
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي 2.500.000.000 دينار جزائري.
طبيعة العملية	العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 20 % من رأسمالها الاجتماعي، أي ما يعادل مليوني سهم.
طبيعة الأسهم.	أسهم اسمية.
عدد المساهمين	19288 مساهم جديد
المساهم ذو الأغلبية.	الشركة العمومية الفابضة كيمياء- صيدلة بنسبة 80 % من رأس المال
العملية المنجزة.	عرض عمومي لبيع 2.000.000 سهم اسمي بقيمة 250 دج للسهم ويسعر إصدار 800 دج للسهم.
تاريخ العرض.	من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999
تأشيرة اللجنة.	التأشيرة رقم 04-98 بتاريخ 24 ديسمبر 1998.
تاريخ الدخول إلى البورصة	17 جويلية 1999.
تاريخ أول تسعيرة	20 سبتمبر 1999.

المصدر: www.cosob.org تاريخ الاطلاع : 2014/01/12

ثانيا: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال (The organizational structure of Saidal): يمثل الشكل الآتي

الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال المعمول به خلال سنة 2012.

الشكل رقم (04): يمثل الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

ثالثا: تقديم فروع مجمع صيدال¹ (Branches Saidal complex):

1. فرع أنتيبوتيكال: يتمثل هذا الفرع في مركب المضادات الحيوية الواقع بمدينة المدية ويبلغ 1.187.500.000 دج ويشغل 1374 عاملا، إذ يعتبر أكبر فرع لدى المجمع ، رأسماله في سنة 2005 من حيث معايير الحجم (عدد العمال، رأس المال). لذلك نجده يتوفر على هياكل واستثمارات ضخمة من بينها مبنى لتصنيع الأدوية بالتجزئة عن طريق تقنية التخمير، بالإضافة إلى مبنى لإنتاج مواد أولية بالتجزئة عن طريق التركيب الكيميائي للمنتجات المخمرة، كما يتوفر على مبنيين آخرين للإنتاج أحدهما مخصص لمنتجات صيدلانية من عائلة البنسلين والآخر لمنتجات غير البنسلين، وتعود بداية الإنتاج بهذا المركب إلى سنة 1988.

2. فرع فارمال: تأسس هذا الفرع في 1998/02/02 ويبلغ رأسماله في سنة 2005، 200 مليون دج ويشغل 918 عاملا منهم أكثر من 130 صيدلاني ومهندس، ولهذا الفرع أكثر من ثلاثين سنة خبرة في مجال الإنتاج الصيدلاني، الأمر الذي يكسبه تحكما لا بأس به في المجال. وللقيام بأنشطته تتوفر هذه المؤسسة الفرع على ثلاث وحدات إنتاج هي: وحدة الدار البيضاء، وحدة قسنطينة ووحدة عنابة. ويقع المقر الاجتماعي لهذا الفرع بالدار البيضاء بالجزائر العاصمة، كما يقوم هذا الفرع بإنتاج أصناف الأدوية التالية: أقراص، جعب، مراهم، مقطرات، محاليل، مساحيق، بالإضافة إلى معجون الأسنان.

3. فرع بيوتيك: يتواجد المقر الاجتماعي لهذا الفرع بالحراش بالجزائر العاصمة، وهو يتوفر على ثلاث وحدات إنتاج ممثلة في وحدة جسر قسنطينة بالجزائر العاصمة، وحدة الحراش ووحدة شرشال. وقد تم تأسيس هذا الفرع بتاريخ 1998/02/02 حيث يبلغ رأسماله حتى سنة 2005، 590 مليون دج ويشغل 1127 عاملا منهم أكثر من 20 صيدليا وأكثر من 80 مهندسا، ينتج هذا الفرع في مختلف وحداته المنتجات التالية: المراهم، المحاليل، الأقراص، المطهرات السائلة، المحاليل الوردية بأنواعها محاليل غسل الكلى.

4. فرع سوميديال²: يتواجد مقر هذا الفرع بالمنطقة الصناعية لواد السمار، بدأ نشاطه سنة 1997 ، وجاء نتيجة للشراكة بين مجمع صيدال والمجمع الصيدلاني الأوروبي (جي بي او) وفيالاب.

يتضمن سوميديال ثلاثة أقسام :

- قسم خاص بإنتاج المنتجات الهرمونية .
- قسم لصناعة السوائل (شراب ومحاليل عن طريق الفم).
- قسم لصناعة الأشكال الجافة (كبسولات وأقراص).

¹ www.saidalgroup.dz le 20/04/2014

² www.saidalgroup.dz le 20/04/2014

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

5. فرع ايبيرال: ايبيرال هي شركة ذات أسهم نشأت عن شراكة عمومية / خاصة :

- مجمع صيدال : 60 %

- فلاش الجيري، متخصص في التغذية ك 40 %

تكمن المهام الرئيسية لـ: ايبيرال ش.ذ.أ في إنجاز واستغلال مشروع صناعي لانتاج الاختصاصات الصيدلانية المخصصة للاستعمال الطبي البشري.

يهدف المشروع الصناعي ايبيرال ش.ذ.أ إلى ما يلي :

- صناعة الأدوية الجنيسة (حقن وأشكال جافة)،

- توظيف الأدوية (أشكال صلبة)،

- خدمة التوظيف ومراقبة النوعية بناء على طلب المنتجين المحليين.

رابعا: الموضوع الاجتماعي لصيدال وأهدافها (Social Thread to Saidal and objectives): يتمثل الموضوع

الاجتماعي لصيدال الذي تم توقيعه بتاريخ 02 فيفري 1998 فيما يلي:

- القيام بأبحاث في مجال الطب الإنساني والحيواني على حد سواء من أجل اكتشاف جزيئات جديدة موجهة لعلاج الإنسان والحيوان.

- تطبيق الاستراتيجيات والسياسات العامة المتعلقة بالمالية، الصناعة، التسويق، التطوير والنوعية.

- التحكم في ملحقات المجمع ومراقبتها.

- تسيير الحافظة المالية في إطار بورصة الجزائر.

- تحديد الاستراتيجيات المتعلقة بإنتاج المواد الصيدلانية وتطويرها إلى جانب الاتصال الطبي والتنسيق بينهما.

المطلب الثاني: نظرة حول نشاط مجمع صيدال¹ (Activity Saidal complex)

أولا: المبيعات (Sales):

ظلت مبيعات مجمع صيدال مستقرة نسبيا عند 10 مليار دينار، أما القيمة المضافة للتشغيل وصلت 621 مليون دينار وذلك في 31/12/2013 بزيادة قدرها 06% مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي.

أما بالنسبة نفقات الموظفين فقد بلغت 779 مليون دينار سنة 2013 مسجلا بذلك زيادة قدرها 04% مقارنة بسنة 2012، كما بلغت النتيجة الصافية للمجمع 1298 مليون دينار بزيادة 14% عن السنة الماضية أي سنة 2012.

¹ Groupe Saidal, Rapport de gestion .2013

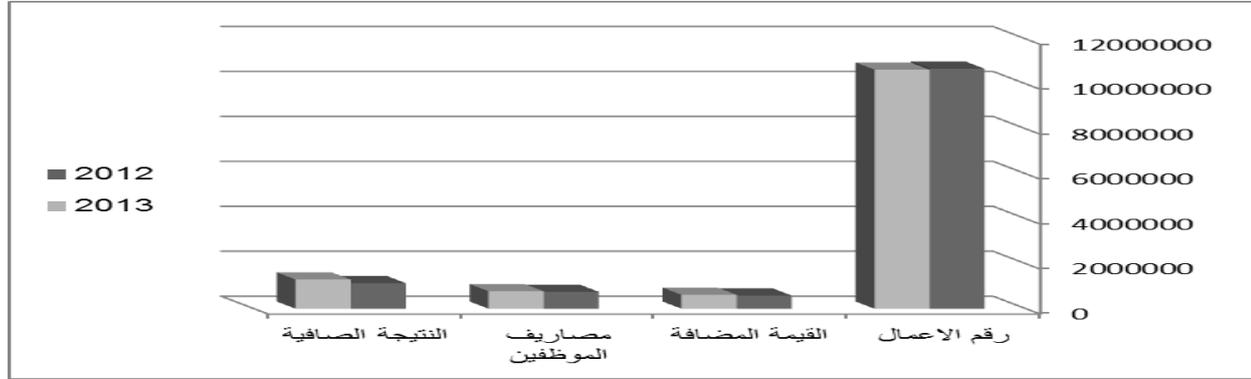
الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

الجدول رقم: (06) يمثل جدول تطور رقم الاعمال لمجمع صيدال 2013/2012.

البيانات	الإنجازات (دج)		نسبة التطور (%)	الاهداف (دج)
	2013	2012		
رقم الاعمال	10638800	10678123	%0.004	13439031
القيمة المضافة	621339	587511	%6	960891
مصاريف الموظفين	779379	752666	%4	767098
النتيجة الصافية	1298789	1138363	%14	852396

المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

الشكل (05): يمثل تطور رقم الاعمال لمجمع صيدال 2013/2012.



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

ثانيا: الإنتاج (Production)

في سنة 2013 يقدر انتاج مجمع صيدال 130 مليون وحدة بيع بقيمة 10719 مليون دينار، حيث سجل المجمع مقارنة بالسنة المالية السابقة انخفاض في الإنتاج بـ: 4% في الكمية و 3% في القيمة. والجدول الآتي يبين توزيع الانتاج على فروع المجمع¹:

الجدول رقم (07): يمثل تطور الإنتاج حسب الفروع لسنة 2013

الفرع	الكمية (مليون وحدة بيع)	القيمة (مليون دينار)
بيوتيك	40545	4046162
فارمال	36658	2424732
أنتيبوتيكال	49028	3493640
سوميدديال	4445	755245
المجموع	130676	10719779

المصدر : التقرير السنوي لمجمع صيدال سنة 2013، ص ص: 12- 13.

¹Groupe Sidal, Rapport de gestion . 2013 p:12.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

حيث وصلت انجازات الإنتاج الى 87% في الكمية و 83% في القيمة من الأهداف المسطرة.

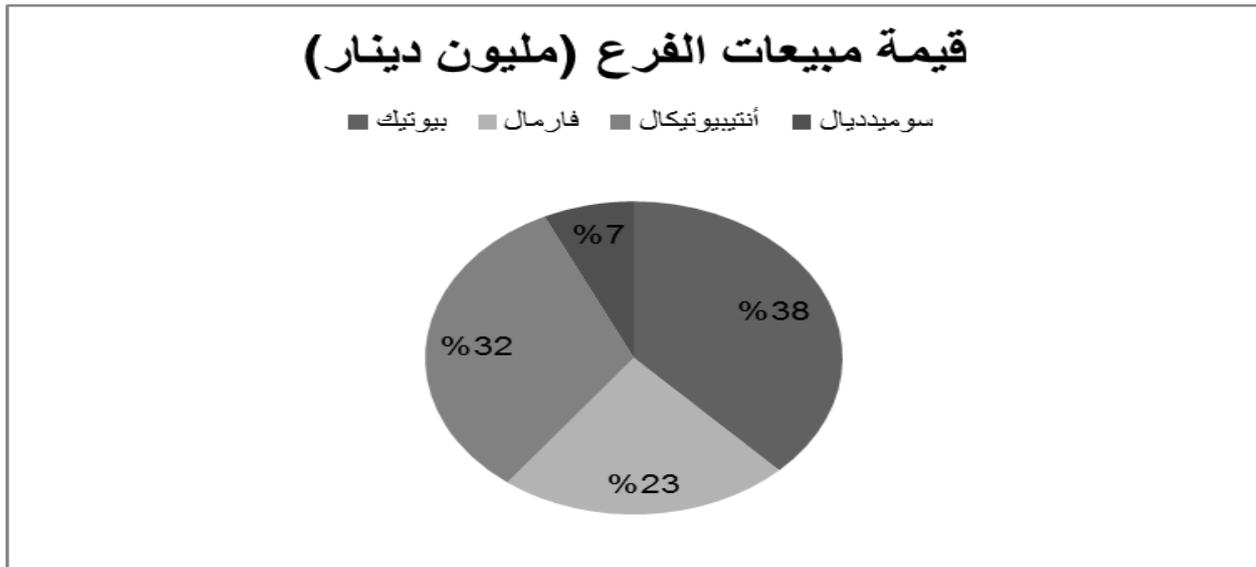
وتبرر هذه الفروقات في ثلاثة أسباب :

- تأخر في تجديد القرارات المسجلة.

- قِدم التجهيزات والمعدات المسببة للتوقف المستمر للإنتاج.

- المعايير الأكثر صرامة لمراقبة الجودة في جميع المراحل.

الشكل رقم (06) يمثل حجم الانتاج لفروع مجمع صيدال لسنة 2013.



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

ثالثا: التموين¹ (supplying)

تم انخفاض كميات الإمدادات من الشراء بنسبة 09% لسنة 2013 مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي، بلغت 3107 مليون دينار التي تم استيراد 82% من إجمالي هذه المشتريات حيث بلغت نسبة مشتريات المواد الخام و 62% وكذلك مواد التعبئة والتغليف 32%.

جدول رقم (08) يمثل مشتريات سنة 2013 لمجمع صيدال

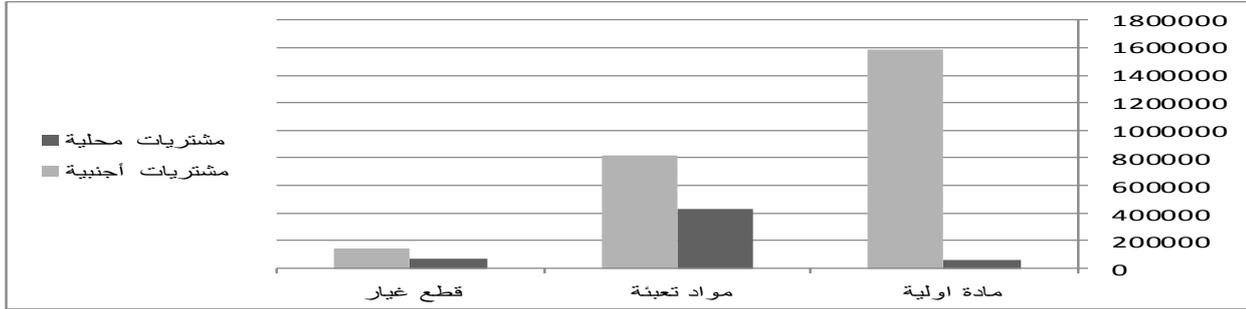
مشتريات	مادة أولية (دج)	مواد تعبئة (دج)	قطع غيار (دج)	المجموع (دج)
مشتريات محلية	63337	428804	68342	560483
مشتريات أجنبية	1586032	818772	142005	2546809
المجموع	1649369	1247576	210347	3107292

المصدر : التقرير السنوي لمجمع صيدال سنة 2013، ص:13.

¹ Groupe Sidal, Rapport de gestion 2013 . p:13.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

الشكل رقم (07) يمثل مختلف مشتريات مجمع صيدال لسنة 2013.

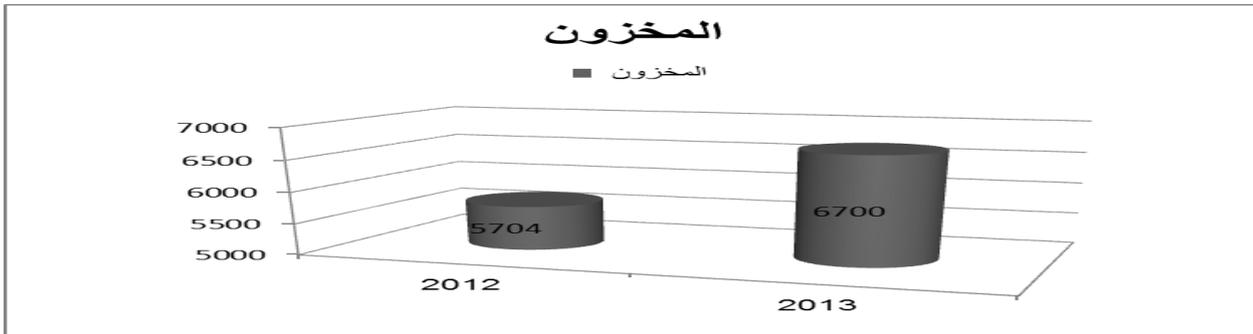


المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

من الجدول يتبين أن مجمع صيدال يعتمد على جل مشترياته من المادة اولية ومواد التعبئة وكذلك قطاع الغيار من الخارج وهذا عائق من الناحية المالية للمجمع الذي يتسبب في زيادة تكاليفه من رسوم جمركية ومصاريف النقل .

رابعا : المخزون¹ (Stock)

قدرت قيمة مخزون مجمع صيدال سنة 2012 بـ: 5704 مليون دينار والتي ارتفعت في السنة الموالية لتصل إلى 6700 مليون دينار بنسبة زيادة قدرها: 17% والشكل رقم (08) يبين هذا::
الشكل رقم (08) يمثل مخزون مجمع صيدال لسنة 2013/2012.



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

خامسا : الذمم المدينة (Accounts receivable): بلغ حجم الائتمان للعملاء بـ: 5530 مليون دينار الذي يمثل خمسة (05) أشهر من الدوران وضمن شروط الائتمان القياسية التي تمنحها المنافسة.

سادسا: الديون (Debt): بلغ مبلغ الذمم التجارية الدائنة إلى "1228 مليون دينار، بانخفاض 48%، هذا الانخفاض هو يرجع ذلك أساسا إلى إعادة تصنيف الديون على الشركة التابعة (Antibiotical) تصل إلى 493 مليون دينار في حسابات "المطلوبات غير المتداولة" و "مزود خدمات الصرف الصحي من الديون في (Somedial) الشركة التابعة في مبلغ 318 مليون دينار.

¹ Groupe Sidal, Rapport de gestion . 2013 p:15.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

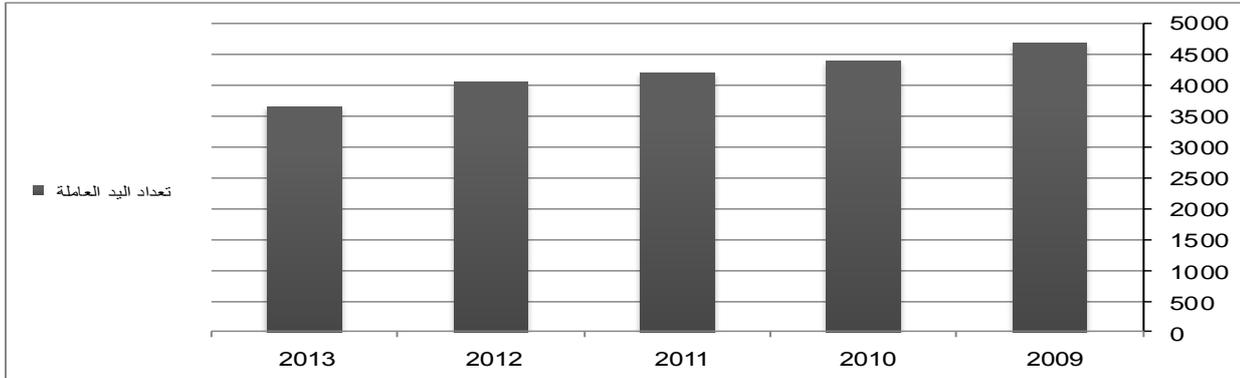
سابعاً: الموارد البشرية (Human resources): بلغ عدد عمال مجمع صيدال 4070 عامل في سنة 2012، غير ان عددهم انخفض الى 3650 عاملا في سنة 2013 بمعدل انخفاض قدره 10% وترجع اسباب هذا الانخفاض الى:

- تكلفة تكوين العمال المرتفعة ، حيث بلغت تكلفة تكوين 450 عاملا 7.6 مليون دينار.
 - عدد أيام التكوين وصل الى : 1402 يوما، أي بمعدل 03 أيام لكل عامل.
 - نفقات الموظفين وصلت الى 3848 مليون دينار. أي بزيادة 05% مقارنة بممارسة عام 2012.
- جدول رقم (09) يمثل تعداد اليد العاملة لمجمع صيدال من سنة 2011 الى سنة 2013

الفرقات بين 2012/2013		اليد العاملة نهاية كل سنة (عامل)			الادارة
%	العدد(عامل)	2013	2012	2011	
-21	-217	796	1013	1050	أنتيبوتيكال
-8	-110	1189	1299	1347	بيوتيك
-7	-66	870	936	965	فارمال
-3	-21	688	709	726	الشركة الام
-5	-6	107	113	110	سوميدديال
-10	-420	3670	4070	4198	المجموع الاجمالي

المصدر : التقرير السنوي لمجمع صيدال سنة 2013، ص:14.

الشكل رقم (09) : يمثل تعداد اليد العاملة لمجمع صيدال من سنة 2009 الى 2013.



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة .

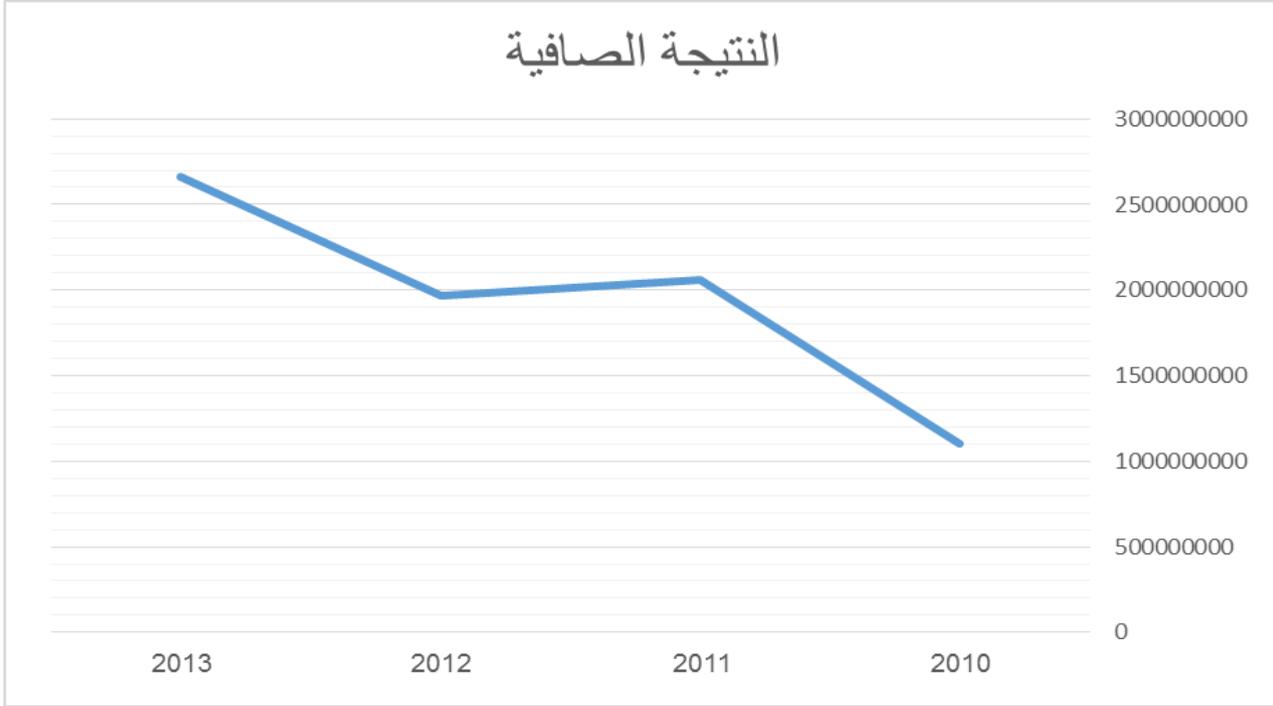
ثامناً: الاستثمارات¹ (Investments): قدرت الاستثمارات في سنة 2013 بمبلغ اجمالي قدره 925 مليون دينار، حيث ينقسم هذا المبلغ الى جزئين المبلغ الاول يقدر بـ: 105 ملايين دينار في عمليات التجديد والمبلغ الثاني بـ: 820 مليون دينار الناشئة عن تنفيذ خطة التنمية.

¹ Groupe Saidal, Rapport de gestion . 2013 p:13.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

تاسعا: النتيجة الصافية (net result): قدرت النتيجة الصافية لمؤسسة صيدال في سنة 2012 : 19651 مليون دينار ، بيد انه في سنة 2013 زادت لتصل الى 26580 مليون دينار بمعدل زيادة بزيادة قدره 36% ، والشكل رقم (10) يبين هذا:

الشكل رقم (10) : يمثل النتيجة الصافية لمجمع صيدال من سنة 2010 الى 2013.



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة .

عاشرا: القوائم المالية (Financial Statements)

1. الميزانية المالية (financial budget):

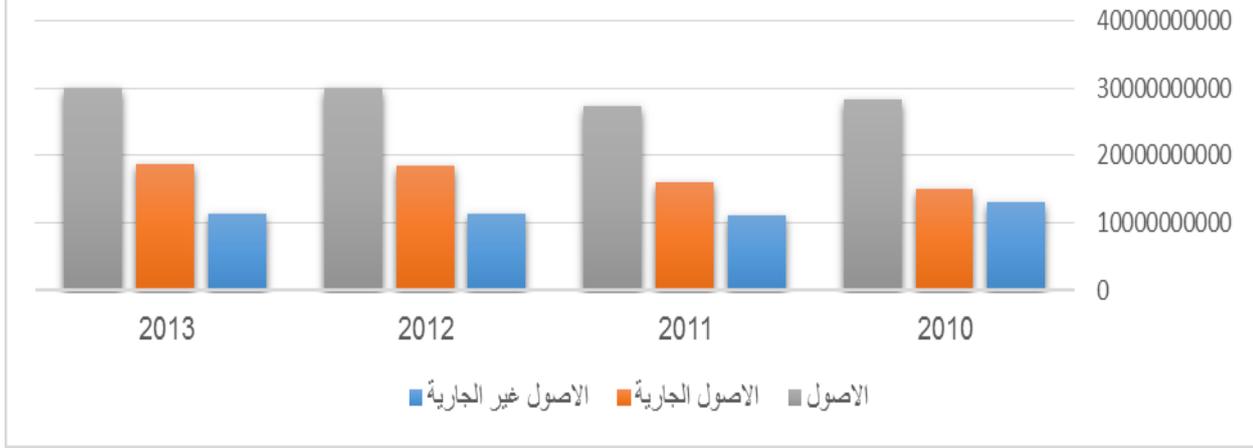
الجدول رقم (10): يمثل مجاميع اصول مجمع صيدال للسنوات من 2011 الى 2013 (الوحدة: دج) :

البيان	المبالغ الى 2010/12/31	نسبة التغير %	المبالغ الى 2011/12/31	نسبة التغير %	المبالغ الى 2012/12/31	نسبة التغير %	المبالغ الى 2013/12/31
الاصول غير الجارية	13212823631	0.15-	11161030680	2.6	11454745444	1.3-	11308739239
الاصول الجارية	15038364330	0.07	16116940187	15.2	18566400049	1.2	18790834132
الاصول	28251187962	0.03-	27277970867	10	30021145494	0.26	30099573372

المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

الشكل (11) يمثل اصول مجمع صيدال السنوات: (2010 الى 2013)



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

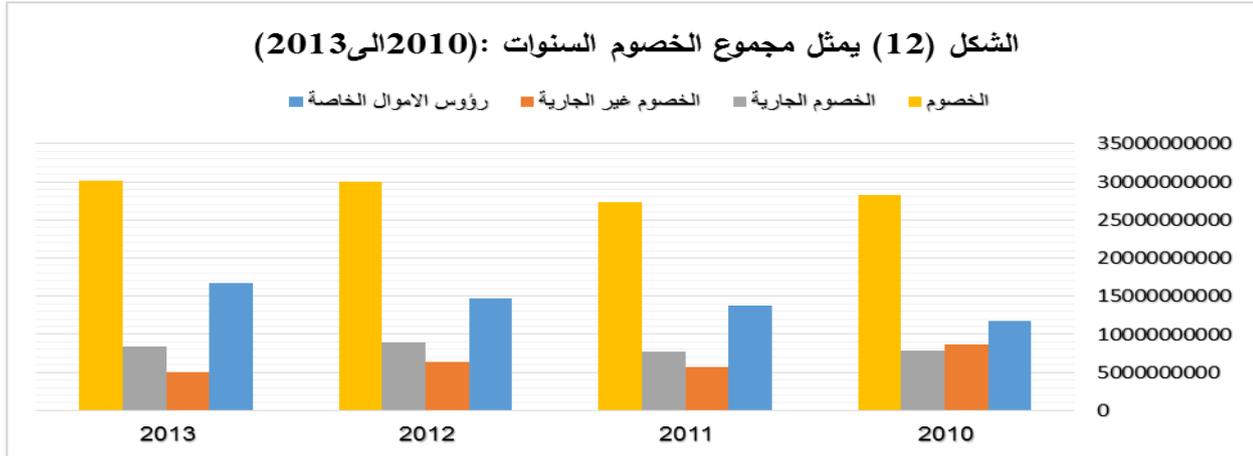
الجدول رقم (11): يمثل مجاميع خصوم مجمع صيدال للسنوات من 2011 الى 2013 (الوحدة: دج):

البيان	المبالغ الى 2010/12/31	نسبة التغير %	المبالغ الى 2011/12/31	نسبة التغير %	المبالغ الى 2012/12/31	نسبة التغير %	المبالغ الى 2013/12/31
رؤوس الاموال الخاصة	11785525448	0.2	13795482542	6.9	14746506012	13.6	16748436102
الخصوم غير الجارية	8620504681	0.3-	5741800974	10.4	6341404296	20-	5008200602
الخصوم الجارية	7845157833	0.01-	7740687351	15.4	8933235185	6.6-	8342936667
الخصوم	28251187962	0.03-	27277970867	10	30021145494	0.3	30099573372

المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

بلغ المجموع العام للميزانية أواخر ديسمبر 2011 بـ: 27277970867 دج مقابل 30021145494 دج لسنة 2012 والذي وصل أواخر ديسمبر 2013 بـ: 30099573372 دج بنسبة زيادة تقدر بـ: 0.26%. وهذه الزيادة راجعة الى نمو مجموع رؤوس الاموال الخاصة لمجمع صيدال والتي تقدر بنسبة تغير بـ: 13.57% بين سنتي 2012/2013، والشكل رقم (12) بين هذا::

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

الجدول رقم (12): يمثل جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال لسنوات من 2011الى2013 (الوحدة: دج):

المبالغ الى 2013/12/31	المبالغ الى 2012/12/31	المبالغ الى 2011/12/31	المبالغ الى 2010/12/31	البيان
11461847581	13895054472	13504270700	12510199865	رقم الاعمال
12243878149	14124680917	12689519435	11571468990	انتاج السنة المالية: (1)
-4296731000	-6161220892	-5604780753	-5887092418	استهلاكات السنة المالية: (2)
7947147148	7963460024	7084738681	5684376571	القيمة المضافة للاستغلال: (3) = (2-1)
3887686198	3926215364	3458879998	1935696788	اجمالي فائض الاستغلال: (4)
2946399282	2521790318	2624059985	1649967193	النتيجة العملياتية: (5)
-147696864	-124338803	-98857903	130355224	النتيجة المالية: (6)
2798702417	2397451515	2525202081	1519611968	نتيجة عادية قبل الضريبة: (7) = (5+6)
2293599347	1996670407	2097750941	1108712671	النتيجة الصافية للانشطة العادية : (8)
-21476	-3 985 277	-90,06	0.00	النتيجة الغير عادية : (9)
2658147326	1965160951	2060480315	1102191923	صافي نتيجة السنة المالية (10)

المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

من جدول حسابات النتائج نستنتج :

- تذبذب نسبة رقم الاعمال من 35% سنة 2011 الى 36% سنة 2012 ، حيث انخفض سنة 2013 بنسبة 7% عن السنة السابقة وهذا الانخفاض راجع الى ارتفاع شدة المنافسة في السوق الجزائرية . وكذلك منع الدولة من استيراد الأدوية المنتجة محليا ، مما أدى بالمستوردين إلى طرح مخزوناتهم في الاسواق للحفاظ على حصتهم السوقية - أما صافي نتيجة السنة المالية فقد بلغت أواخر ديسمبر 2011 بـ: 2060480315 دج مقابل 1965160951 دج لسنة 2012 والذي وصل أواخر ديسمبر 2013 بـ: 2658147326 دج بنسبة زيادة تقدر بـ: 35.26%.

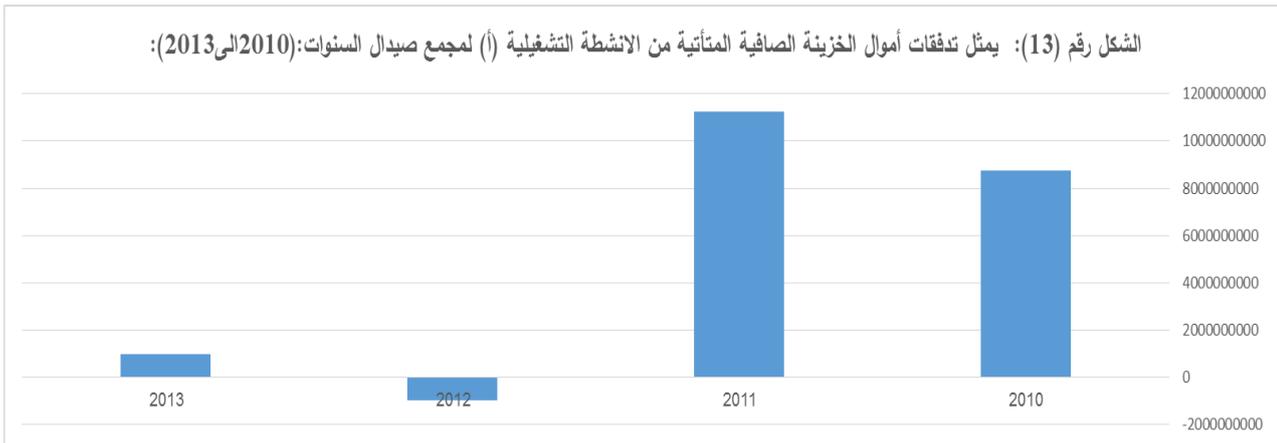
الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

الجدول رقم (13): يمثل مجاميع جدول تدفقات الخزينة لمجمع صيدال لسنوات 2011 الى 2013: (الوحدة: دج)

2013	2012	2011	2010	البيان
962211828	-988976897	11243327065	8759665814	تدفقات أموال الخزينة الصافية المتأتية من الانشطة التشغيلية (أ)
-1134025580	2427040866	4246063457	2266253698	تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار(ب)
-377969120	-326289740	-281012345	-292685623	صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل (ج)
-549351620	1112137241	1520911086	1012138252	تغير أموال الخزينة في الفترة (أ+ب+ ج)

المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

نلاحظ من خلال الجدول رقم (14) أن مؤسسة صيدال قد حققت عجز السيولة المتأتية من الانشطة التشغيلية خلال سنة 2012 مقداره 988976897 دج أما سنة 2010 و 2011 و 2013 فقد حققت مؤسسة صيدال فائض بمقدار (8759665814 دج و 11243327065 دج و 962211828 دج) والشكل رقم (13) يوضح هذا:

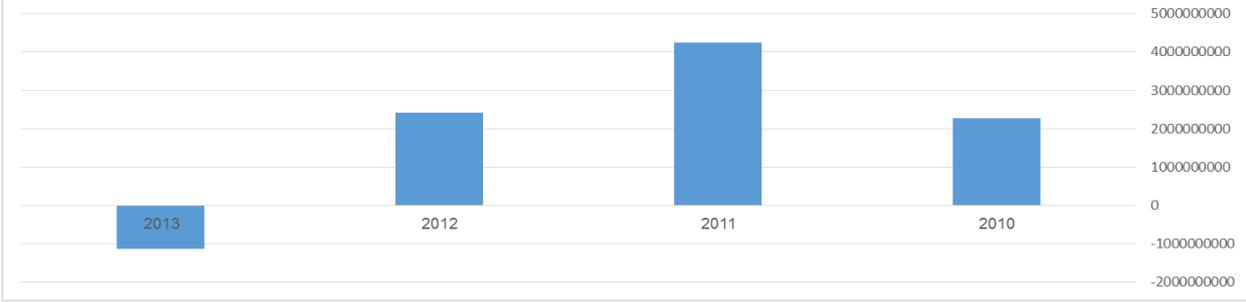


المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة.

أما بالنسبة لتدفقات الخزينة الناتجة عن الأنشطة الاستثمارية فقد حققت مؤسسة صيدال فائض خلال السنوات 2010 المقدر بـ: 2266253698 دج أما و 2011 بـ: 4246063457 دج وكذلك 2012 المقدر بـ: 2427040866 دج وعجز بـ: 1134025580 دج خلال سنة 2013 وهذا العجز نتيجتنا لتسديد مبالغ التثبيات المشتراة والشكل رقم (14) يوضح هذا:

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

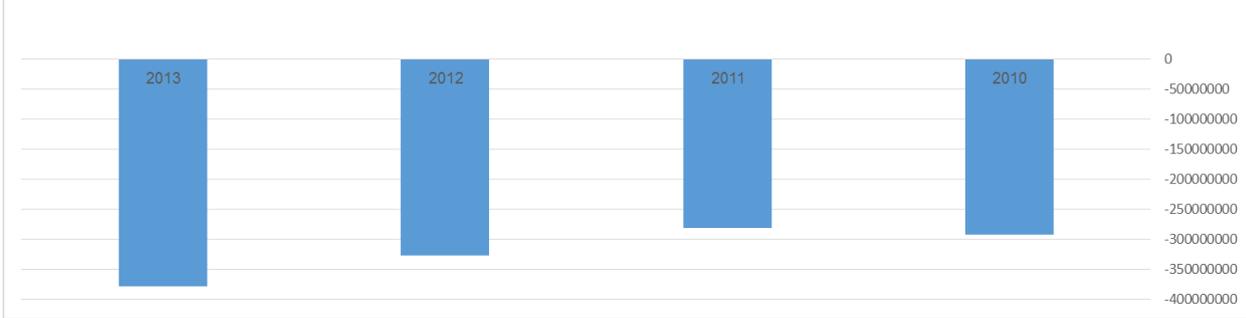
الشكل رقم (14): يمثل تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار (ب) لمجمع صيدال السنوات: (2010 إلى 2013):



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة.

أما فيما يخص تدفقات الخزينة الناتجة عن الأنشطة التمويلية فقد حققت مؤسسة صيدال خلال السنوات: (2010, 2011, 2012, 2013) عجز مقداره: (292685623 دج و 281012345 دج و 326289740 دج و 377969120 دج) والشكل رقم (15) يوضح هذا:

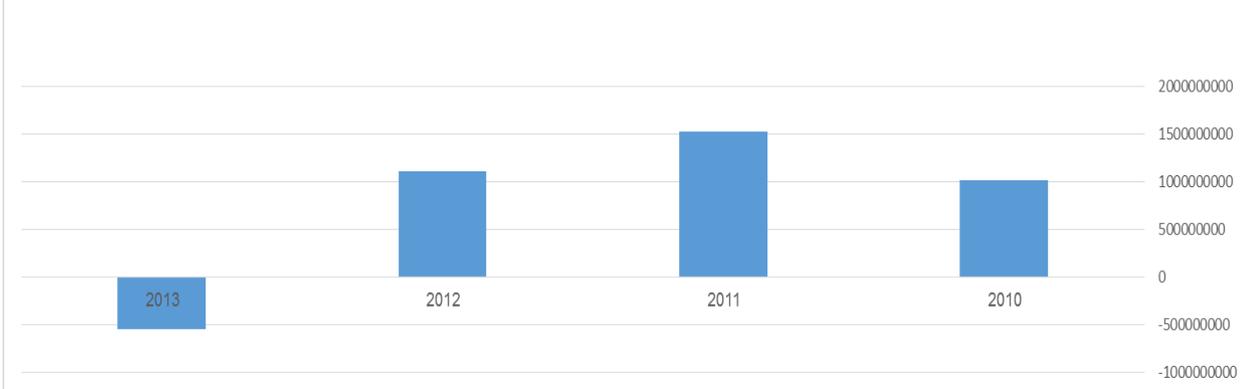
الشكل رقم (15): يمثل صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل (ج) لمجمع صيدال السنوات: (2010 إلى 2013)



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة.

كما نلاحظ من الجدول الأعلى أن مؤسسة صيدال قد حققت فائض في السيولة بالنسبة للتغير في الخزينة بمقدار 1012138252 دج سنة 2010 وكذلك 2011 و 2012 وهما على التوالي بفائض قدره : 112137241 دج و 1520911086 دج بينما سنة 2013 فقد حققت عجزا فيه بمقدار 549351620، والشكل رقم (16) يوضح هذا:

الشكل رقم (16): يمثل تغير أموال الخزينة في الفترة (أ+ب+ج) لمجمع صيدال السنوات: (2010 إلى 2013)



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة.

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

المبحث الثالث : دراسة وتحليل مؤشرات الاداء المالي لمجمع صيدال

Study and analysis of the financial performance indicators (Saidal complex)

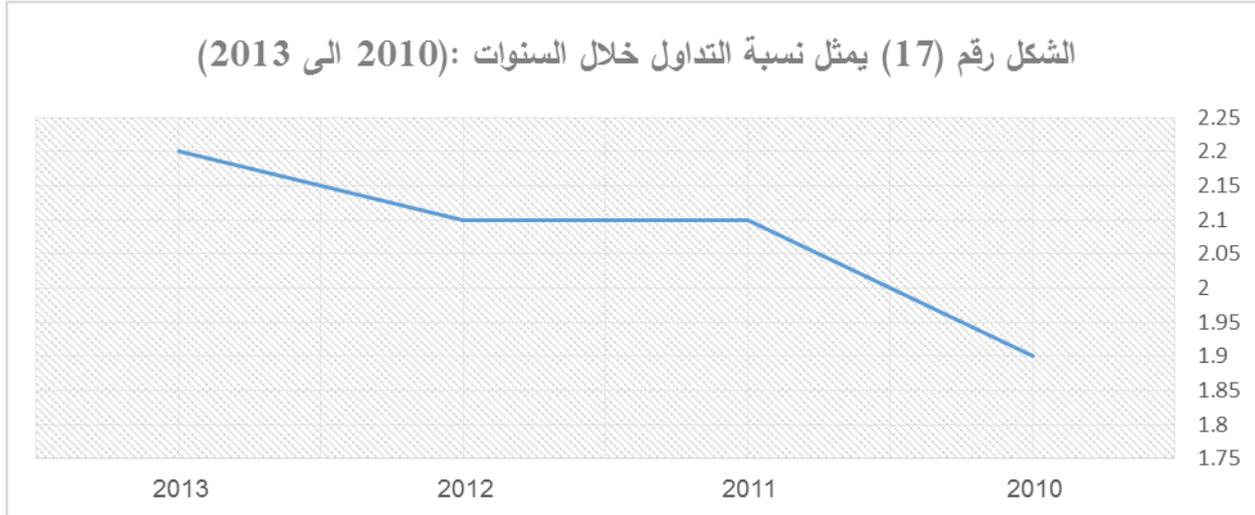
المطلب الاول : دراسة وتحليل النسب المستخرجة من القوائم المالية

الجدول رقم (14): يمثل النسب المستخرجة من الميزانية للسنوات 2011 الى 2013:

السنوات				النسب
2013	2012	2011	2010	
2.2	2.1	2.1	1.9	نسبة التداول
1.6	1.4	1.3	1.2	نسبة السيولة السريعة
0.6	0.8	0.7	0.9	نسبة النقدية
10447897465	9633164864	8376252836	7193206497	صافي رأس المال العامل
0.1	0.06	0.06	0.05	نسبة الرافعة المالية
0.05	0.06	0.05	0.04	نسبة القروض الى حقوق الملكية

المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

1. نسبة التداول (Current Ratio): تحسن السيولة المالية للمؤسسة سنة 2013 مقارنة بسنتي 2011 و 2012، التي فاقت الواحد وهذا دليل على مقدرة مؤسسة صيدال على مواجهة أخطار سداد الالتزامات المتداولة المفاجئة دون الحاجة لأي أصول ثابتة أو الحصول على اقتراض جديد والشكل رقم (14) بين هذا:

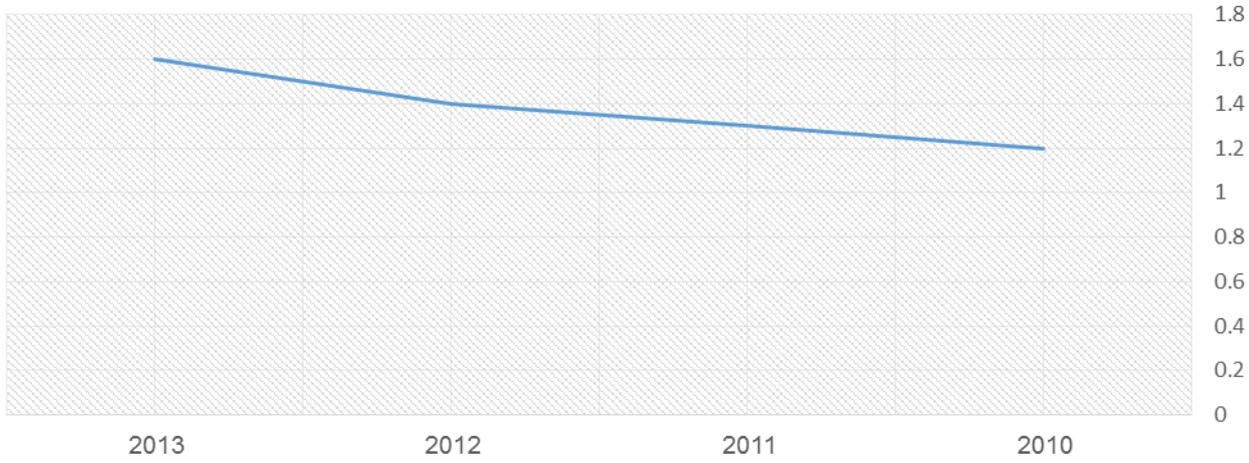


المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

2. نسبة السيولة السريعة (Quick ratio): نسبة السيولة السريعة تتراوح بين 1.27 و 1.59 و هي مرتفعة مقارنة بالنسب المعيارية التي تقدر بـ (1:1) وهذا يدل على مدى إمكانية سداد الالتزامات القصيرة الأجل خلال أيام معدودة والشكل رقم (15) بين هذا:

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

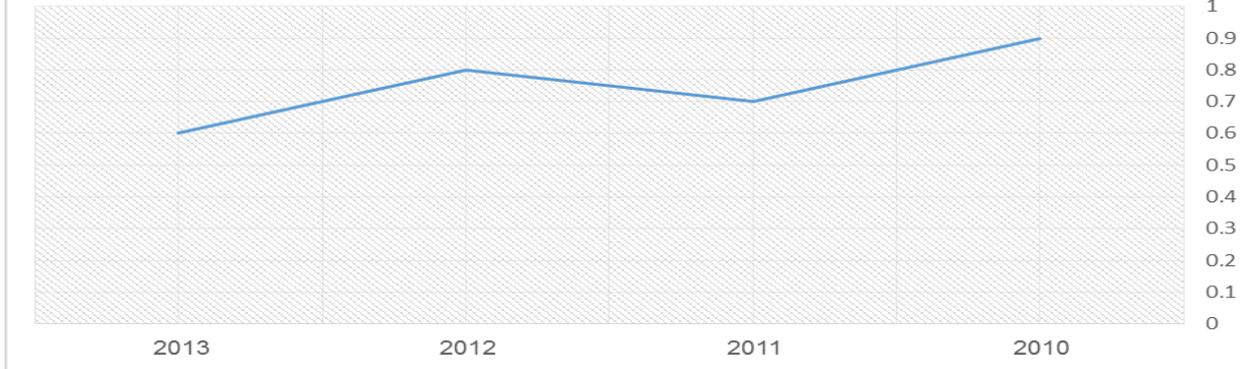
الشكل رقم (18) يمثل نسبة السيولة السريعة خلال السنوات (2010 الى 2013)



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

3. نسبة النقدية (Cash ratio): تتراوح نسبة نقدية مجمع صيدال بين 0.65 الى 0.80 وهي مرتفعة جدا مقارنة بالنسب المعيارية المقدرة بـ: 0.2 الى 0.3 وهذا يدل على قدرة مجمع صيدال على سداد التزاماته القصيرة الأجل في أسوأ الأوقات والشكل رقم (16) بين هذا:

الشكل رقم (19) يمثل نسبة النقدية خلال السنوات (2010 الى 2013)

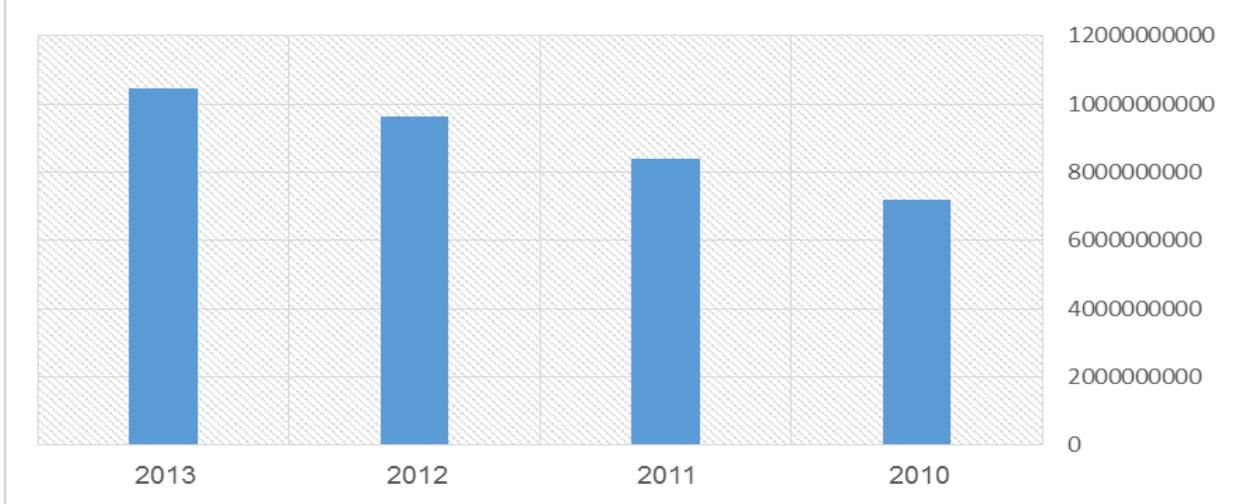


المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

4. صافي رأس المال العامل (Net Working Capital): بالمقارنة بصافي رأس المال لسنتي 2012 و2013 فنسبة التغير تقدر بـ: 08% وهذا يدل على أن المؤسسة تمتلك وفرة في السيولة، والشكل رقم (20) بين هذا:

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

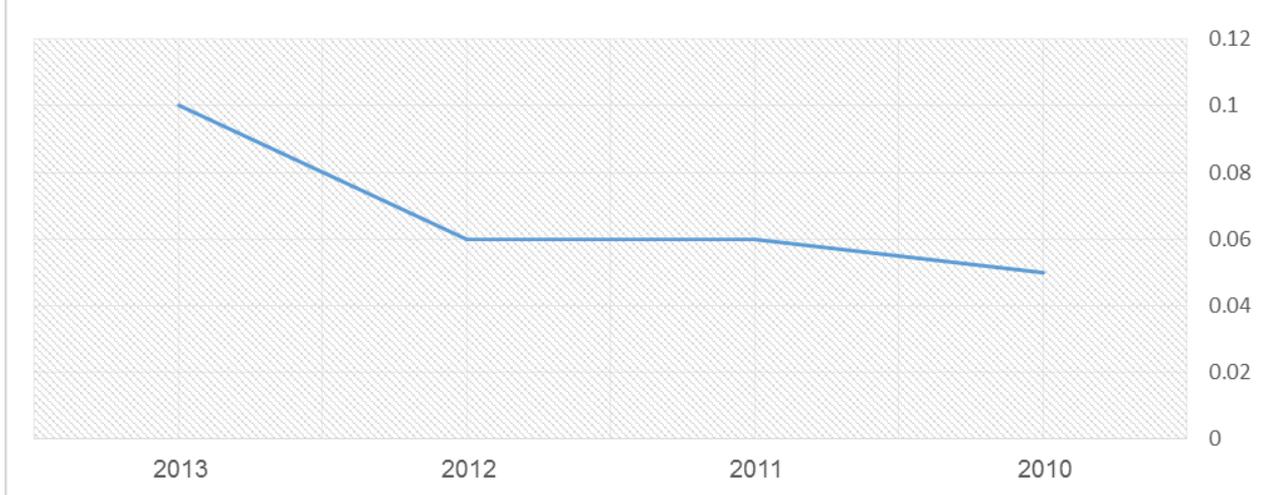
الشكل رقم (20) يمثل صافي رأس المال العامل خلال السنوات: (2010 الى 2013)



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

5. نسبة الرافعة المالية (Leverage ratio): نسبة الرافعة المالية في زيادة مستمرة بين سنوات: (2011/2012/2013) وهذا يدل على زيادة درجة الاعتماد على مصادر التمويل المقترضة في تكوين أموال مؤسسة صيدال ، وكذلك انخفاض مساهمة حقوق الملكية في أموال المؤسسة والشكل رقم (21) بين هذا:

الشكل رقم (21) يمثل نسبة الرافعة المالية خلال السنوات: (2010 الى 2013)

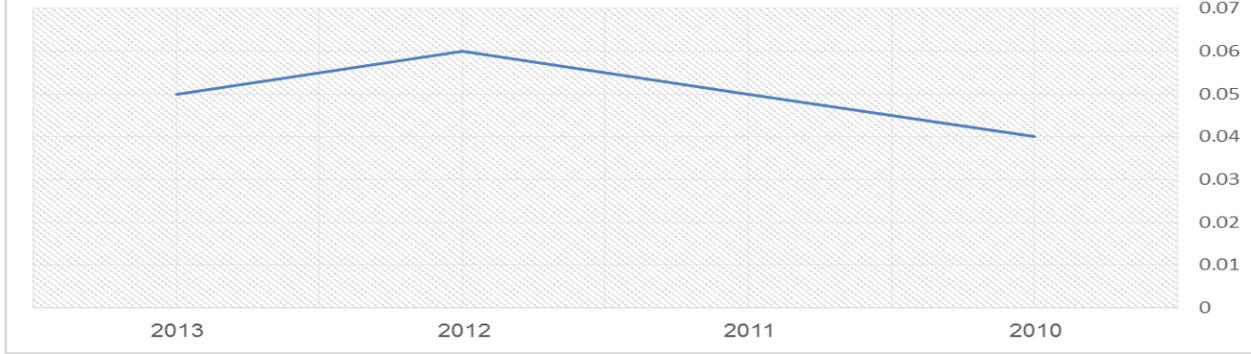


المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

6. نسبة القروض الى حقوق الملكية (The proportion of loans to property rights): نلاحظ من خلال الجدول الأعلى أن نسبة القروض إلى حق الملكية منخفضة خلال السنوات (2010 إلى 2013) مما يدل على أن مؤسسة صيدال تعتمد على القروض بنسب قليلة في مصادر تمويلها والشكل رقم (22) يبين هذا:

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

الشكل رقم (22) نسبة القروض الى حقوق الملكية السنوات (2010 الى 2013)



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

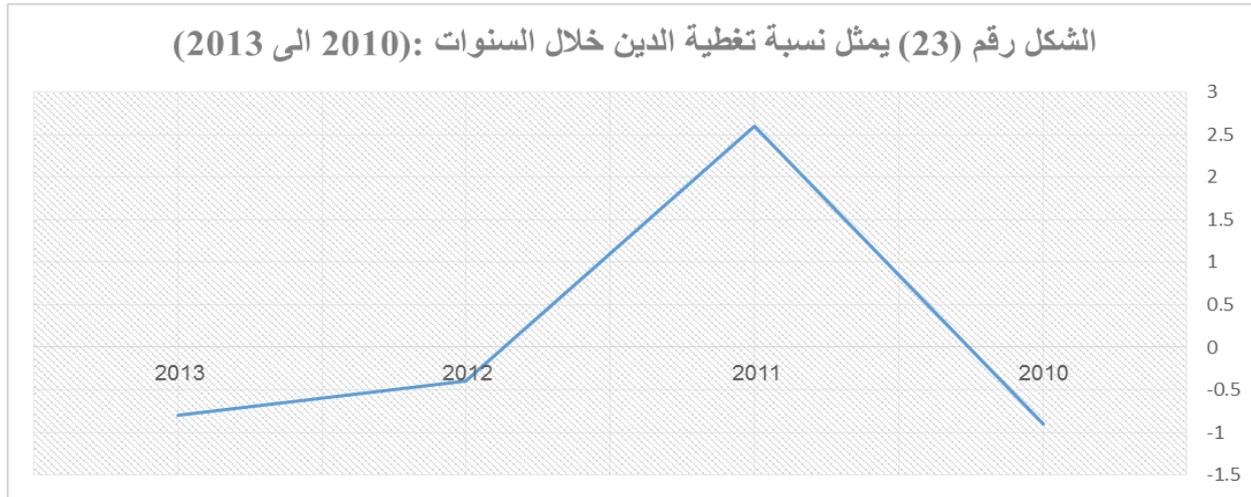
الجدول رقم (15): يمثل النسب المستخرجة من جدول تدفقات الخزينة

السنوات				النسب
2013	2012	2011	2010	
-0.8	-0.4	2.6	-0.9	نسبة تغطية الدين
0.1	-0.1	0.2	-0.2	العائد على المبيعات من التدفق النقدي التشغيلي
-0.1	0.1	0.1	-0.1	نسبة كفاية التدفقات النقدية التشغيلية
1.6	-1.7	0.5	0.8	مؤشر النقدية التشغيلية
0.03	-0.03	0.04	0.03	العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية

المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

1. نسبة تغطية الدين (Debt coverage ratio): في سنة 2011 المؤسسة لديها قدرة على توليد تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية للوفاء بالمطلوبات الاستثمارية والتمويلية الضرورية ، في سنتي 2013/2012 وبما ان النسبة سالبة دل ذلك على عدم كفاية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للوفاء بهذه الاحتياجات في المؤسسة والشكل رقم (23) يبين هذا: .

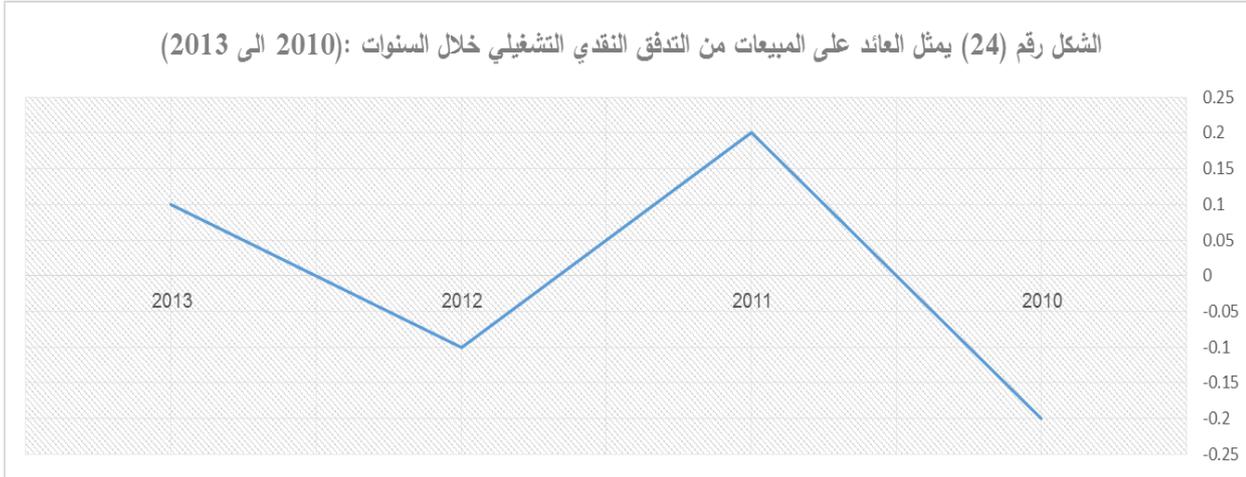
الشكل رقم (23) يمثل نسبة تغطية الدين خلال السنوات (2010 الى 2013)



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

2. العائد على المبيعات من التدفق النقدي التشغيلي (Return on sales of operating cash flow): تبين هذه النسبة مدى كفاءة سياسات الائتمان في تحصيل النقدية، حيث حققت نسبة 17% في سنة 2011 بنسبة موجبة أي أن المؤسسة تتبع سياسة الائتمان ولكن نسبة تراجعت في سنة 2012 لتصل إلى 9% بنسبة سالبة، أي أن المؤسسة حققت عجز، أما بالنسبة لسنة 2013 تصل 9% بنسبة موجبة والشكل رقم (24) يبين هذا:



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

3. نسبة كفاية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية:

(Adequacy of cash flows from operating activities)

في سنة 2011 التدفقات النقدية التشغيلية تغطي نسبة 9.6% من التدفقات النقدية الأساسية، أما بالنسبة 2012 فقد غطت هذه التدفقات 8% من التدفقات النقدية الأساسية، ولسنة 2013 فلم تستطع التدفقات النقدية التشغيلية أن تغطي نسبة 9% من التدفقات النقدية الأساسية، ويعود السبب إلى زيادة الاحتياجات النقدية والمتمثلة في ارتفاع قيمة التدفقات النقدية المدفوعة للموردين في حين انخفاض التدفقات النقدية التشغيلية، وسبب هذا الانخفاض في قيمة التحصيلات المقبوضة من العملاء، وعدم احترام العملاء أجل التسديد والشكل رقم (25) يبين هذا:



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

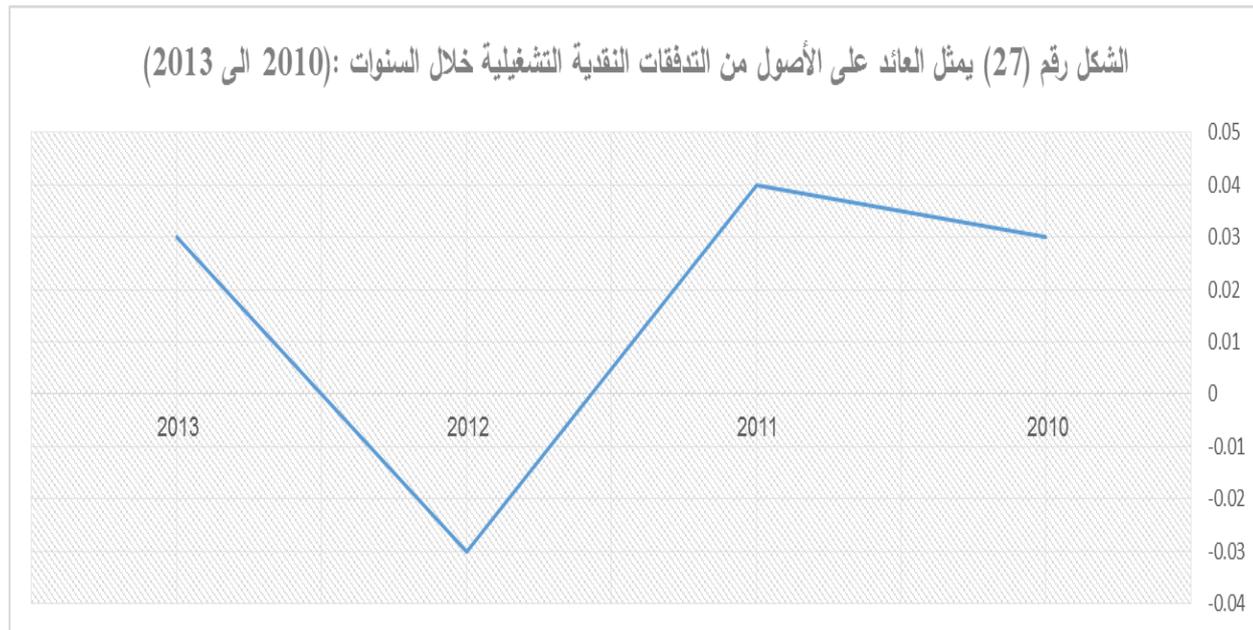
الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

4. مؤشر النقدية التشغيلية (Operating cash index): نستنتج من خلال الجدول رقم (16) أن في سنتي 2011 و 2013 فقد بلغت هذه النسبة (0.54 و 1.56) على التوالي وهذا دال عن قدرة الأنشطة التشغيلية على توليد تدفق نقدي تشغيلي، والعكس حصل بالنسبة الى سنة 2012 التي بلغت (-1.75) وهذا يدل على عدم قدرة الأنشطة التشغيلية على تدفق تشغيلي والشكل رقم (26) بين هذا:



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

5. العائد على الأصول من التدفقات النقدية التشغيلية (Return on assets from operating cash flows): توضح هذه النسبة مقدرة أصول المؤسسة على توليد تدفقات نقدية تشغيلية، حيث أنها حققت في سنة 2011 نسبة 4% أي أنها حققت نسبة موجبة وفي سنة 2012 حققت نسبة عجز 3.2% ، أما في سنة 2013 حققت فائض بنسبة 3.1% والشكل رقم (27) بين هذا:



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

المطلب الثاني : دراسة وتحليل مؤشرات أخرى

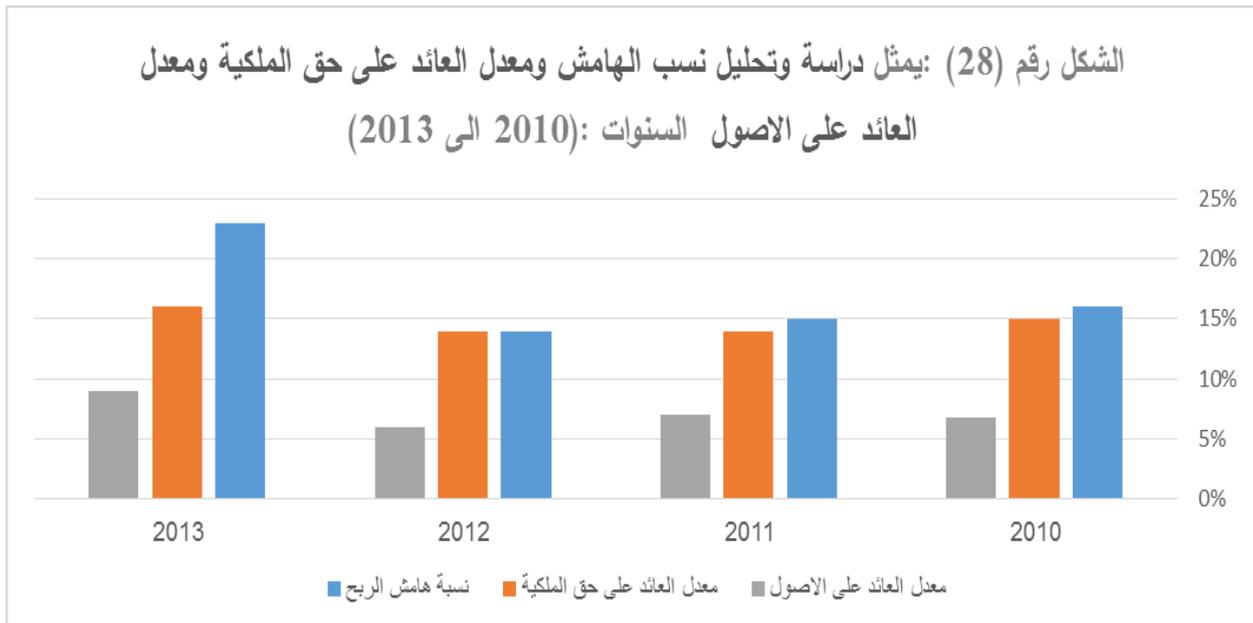
أولاً: مؤشرات نسبة الهامش ومعدل العائد (Indicators percentage margin and rate of return): يمكننا استخلاص العديد من المؤشرات والنسب المالية المتنوعة الأخرى وسوف نحللها وندرسها كما هو موضح في الجدول رقم (17) :

الجدول رقم (16): يمثل دراسة وتحليل نسب الهامش ومعدل العائد على حق الملكية ومعدل العائد على الاصول خلال السنوات: (2010 الى 2013):

البيان	2010	2011	2012	2013
نسبة هامش الربح	%16	%15	%14	%23
معدل العائد على حق الملكية	%15	%14	%14	%16
معدل العائد على الاصول	%6.8	%7	%6	%9

المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

من الجدول رقم (18) نستنتج ان نسبة الهامش للمؤسسة تعرف انخفاض خاصة خلال سنوات 2011 و 2012 ، وبالرغم من هذا الانخفاض الا ان المؤسسة حققت ربحا لان نسبة الهامش خلال السنتي المذكورة سالفا اكبر من الصفر، أما في سنة 2013 فقد حققت المؤسسة ايضا ربحا ولكن اكبر من سنتي 2011 و2012 وهذا لان نسبة الهامش لسنة 2013 كبيرة مقارنة بالسنتي التي قبلها، أما في ما يخص معدل العائد على حق الملكية فنستنتج أن المؤسسة حققت أعلى نسبة لمعدل العائد على حق في سنة 2013 مقارنة بالسنين السابقتين (2011-2012) اللتين حققتا معدل عائد أقل وخصوصا سنة 2012، أما معدل العائد على الاصول فنستنتج أن المؤسسة قد حققت مستويات منخفضة خاصة في سنتي (2011-2012) مما يدل على عدم كفاءة المؤسسة في توليد أرباح من أصولها، والشكل رقم (28) يبين أكثر الفارق :



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

ثانيا : دراسة وتحليل نسب السوق (Study and analysis of market rates):

وتسمى أيضا بنسب الاستثمار ونسب الأسهم، يلجأ إليها المستثمرون في الأسواق المالية والمتعاملون فيها حتى يتسنى لهم المفاضلة بين خيارات الاستثمار المتاحة والتعرف على اتجاهات الأسعار السوقية للأسهم في: السوق المالي، وتضم بعض النسب والمبينة في الجدول رقم (17):

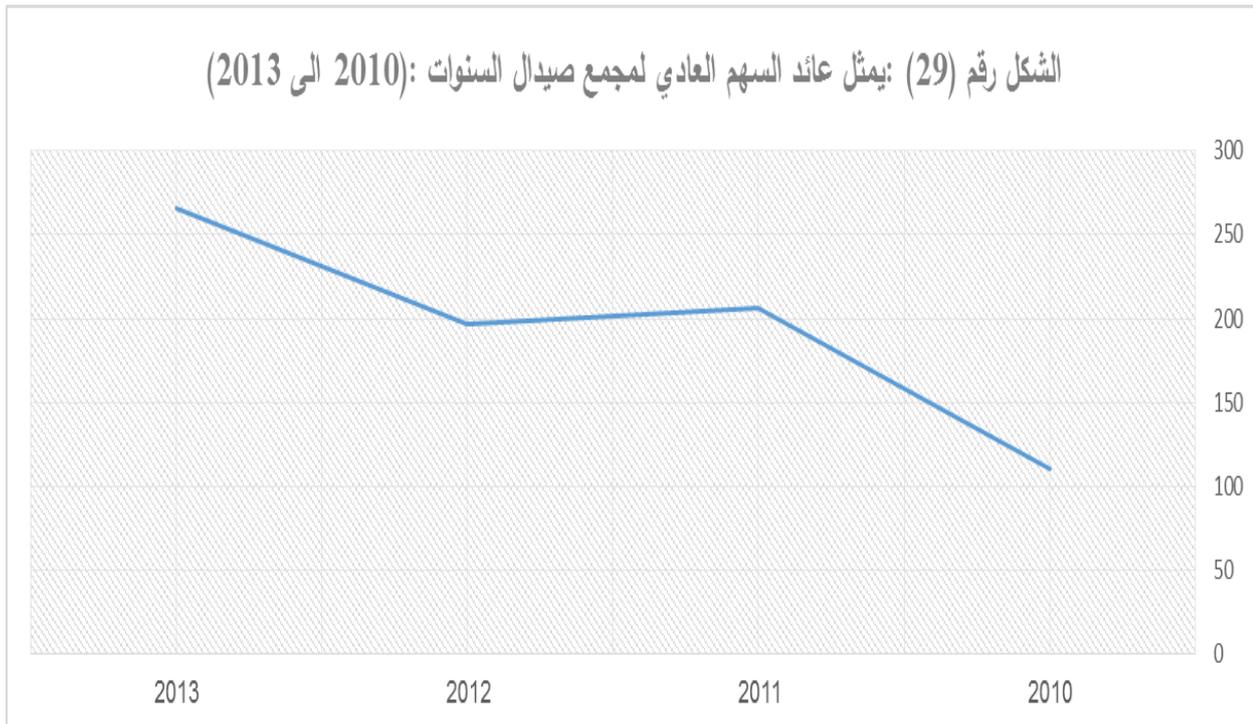
الجدول رقم (17): يمثل دراسة وتحليل نسب السوق خلال السنوات: (2010 الى 2013)

السنوات				النسب
2013	2012	2011	2010	
266 دج	197 دج	206 دج	110 دج	عائد السهم العادي
40 دج	40 دج	35 دج	35 دج	أرباح السهم الواحد
3.2%	3.2%	2.8%	2.8%	مردودية سهم صيدال
7.3%	6.7%	5.3%	4.2%	نسبة الربح الموزع

المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

1. عائد السهم العادي (Ordinary share dividend): نستنتج من الجدول رقم (17) أن عائد سهم صيدال ضل يتذبذب بين الانخفاض والارتفاع ليثبت عند 266 دج سنة 2013 وهذه اعلى قيمة له خلال السنوات (2011-2012-2013) وهذا يدل على تطور عائد سهم صيدال والشكل رقم (29) يوضح لنا تغيرات عائد سهم صيدال خلال السنوات(2011/2013).

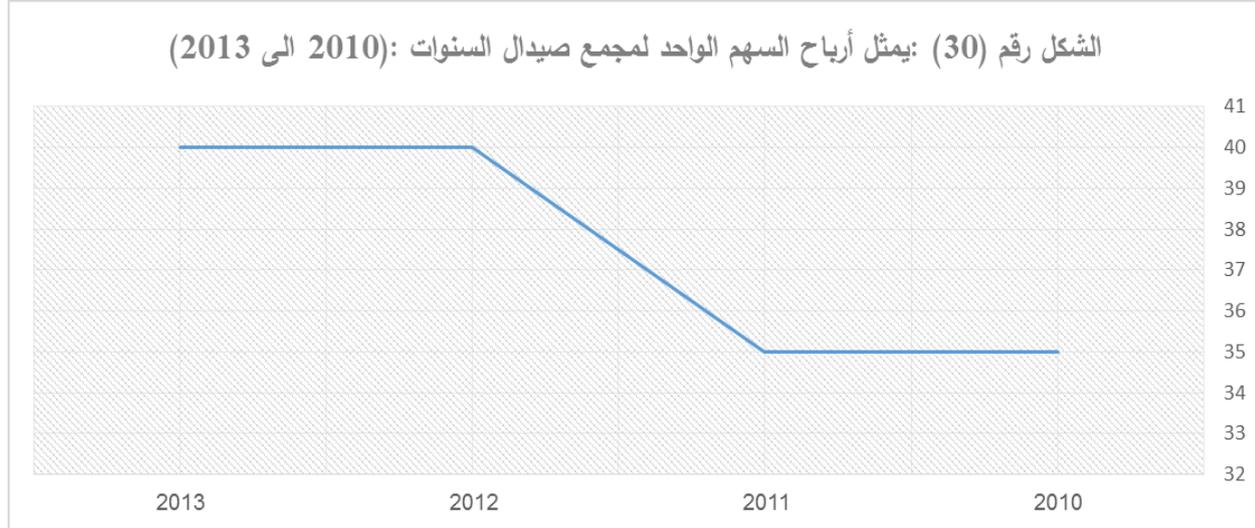
الشكل رقم (29): يمثل عائد السهم العادي لمجمع صيدال السنوات: (2010 الى 2013)



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

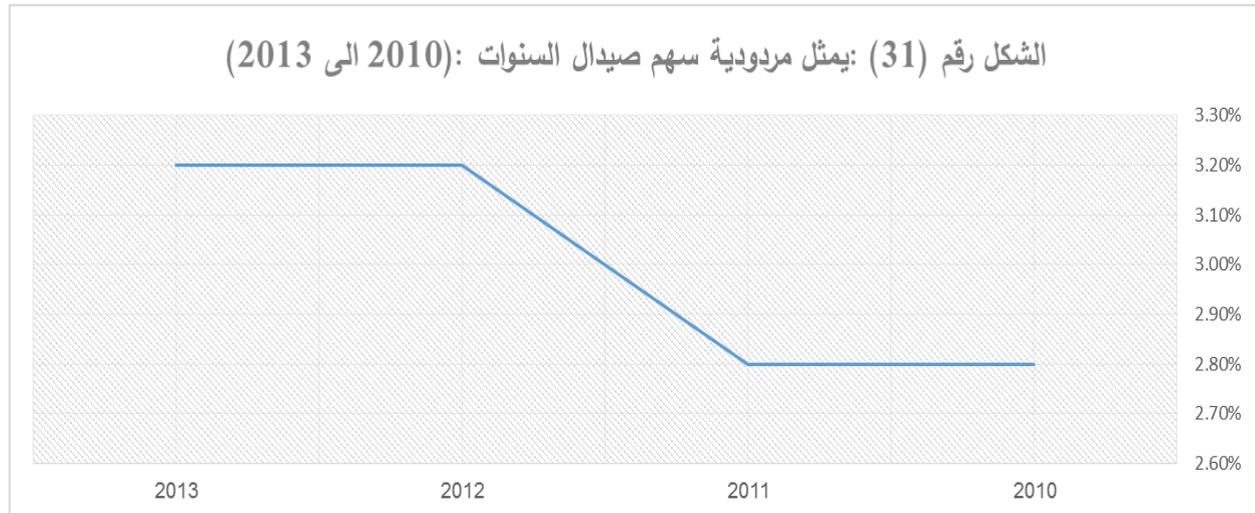
الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

2 أرباح السهم الواحد (Earnings per share): من الجدول رقم (17) نستنتج أن قيمة أرباح السهم الواحد قد بلغ أذناها سنة 2011 بـ 35 دج الى أن تستقر في سنتي (2012-2013) بـ 40 دج ، ويرجع ارتفاع ربح سهم صيدال الواحد الى تحسن قيمته سهم صيدال في بورصة الاوراق المالية والشكل رقم (30) يبين لنا تطور أرباح السهم الواحد لمجمع صيدال خلال السنوات (2011-2012-2013):



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

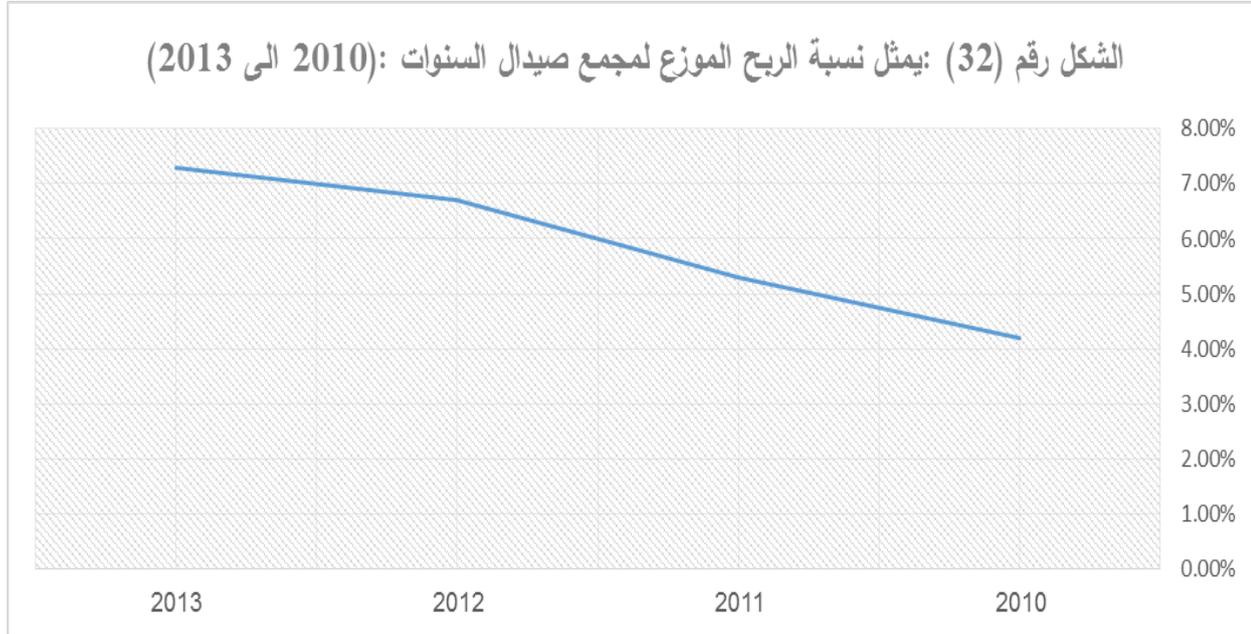
3. مردودية سهم صيدال (Cost-effectiveness of shares Sidal): نلاحظ من خلال الجدول رقم (17) أن مردودية المجمع في تذبذب فكانت في ارتفاع رغم ارتفاع ، واستقرت مردودية عند القيمة 3.2% ، أنه لا يوجد ارتباط بين النتيجة الصافية المحققة من طرف مجمع صيدال ومردوديته وهذا راجع إلى عدم كفاءة بورصة الجزائر في تقييم أسهم المؤسسات المسعرة بها، أي انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية أدى إلى سوء تقدير عوائد سهم مجمع صيدال وبالتالي سوء تقدير مردوديته والشكل رقم (31) يبين لنا تغير مردودية سهم صيدال.



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

4. نسبة الربح الموزع (The proportion of profit distributor): نلاحظ من خلال الجدول رقم (17) أن نسبة الربح الموزع متغيرة الى الارتفاع خلال السنوات (2011-2012-2013) بالترتيب فتبلغ أعلاها ب (7.35%) في سنة 2013 وهذه نسبة عالية من الربح الموزع مقارنة بالسنتي (2011-2012) التي بلغت بالترتيب (5.30% و6.66%) والشكل رقم (32) يبين تغيرات نسبة الربح الموزع :



المصدر : من اعداد الطالب بالاستعانة بوثائق المؤسسة

الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في تحسين الاداء المالي لمجمع صيدال

الخلاصة:

استنتجنا من خلال ما تقدم مايلى :

- لقد كان هدف الجزائر وراء إنشاء بورصة القيم الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق من جهة وتحقيق الخصوصية الجزئية للمؤسسات العمومية من جهة أخرى.
- بدأت عملية الخصوصية عن طريق طرح جزء من رأسمال المؤسسات الكبرى في الجزائر ذات الملاحة المالية مثل مؤسسة رياض سطيف، مؤسسة تسيير نزل الأوراسي ومجمع صيدال.
- تتمثل الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (Cosob) مؤسسة إدارة بورصة القيم (SGBV) ومؤسسة المؤتمن المركزي على السندات.
- لم تنجح بورصة الجزائر في تقييم مردودية مجمع صيدال وهذا راجع إلى عدم كفاءتها في تقييم سعر سهمه فلم يعكس هذا الأخير وضع المجمع.
- يعتبر سوق الاوراق المالية مصدرا أساسيا من مصادر تمويل اي مؤسسة اقتصادية ولكن مساهمته في تحسين أدائها المالي نسبيا .
- رغم دخول مجمع صيدال إلى بورصة الجزائر إلا أنها لم تكن مصدرا لتمويل استثماراته التي مازل يمولها عن طريق القروض المتحصل عليها من الصندوق الوطني للاستثمار FNI أو عن طريق دعم من الدولة.

الخطبة

لقد دخلت الجزائر منذ مطلع التسعينات من القرن العشرين إلى مرحلة تحول تميزت بإصلاحات اقتصادية كبرى ترمي إلى التوجه نحو اقتصاد السوق، على غرار ما تشهده الدول التي كانت تنتهج نظام الاقتصاد المخطط، لكن تطبيق هذا النظام (اقتصاد السوق) أفرز وضعية جديدة للاقتصاد الوطني اختلفت عن ما سبق اختلافا كبيرا وجوهريا، وهذا لاعتماده على آليات السوق في تحديد الأسعار، وارتكازه على فرضية رشادة الأعوان الاقتصاديين في اتخاذ مختلف قراراتهم، كما أن هذا التحول تميز بالانفتاح الاقتصادي.

إن اقتصاد السوق (الذي يميز و يطبع هذا الوضع الجديد) اقتضى وجود بورصة أوراق مالية فعالة تمكّن من التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية، ولتشجيع قيامها قامت الجزائر بخصوصية جزئية لبعض المؤسسات العمومية ذات الأداء الجيد عن طريق طرح جزء من أسهمها للاكتتاب العام وهذا لتحقيق هدفين متزامنين هما تفعيل انطلاقة بورصة الأوراق المالية من جهة وتحقيق الخصوصية من جهة أخرى، خاصة أن المرور عن طريق البورصة أصبح أمرا ضروريا لا يمكن تفاديه للعديد من المؤسسات لجمع رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار المطلوب أو لتوسيع عملية استثمارية قائمة أصلا. ولعل من أهم أدوات تقييم المؤسسات المسعرة في بورصة الأوراق المالية هو مقارنة النسب المالية للأسهم من أجل بغية قرارات المستثمرين.

أولا: نتائج واختبار الفرضيات:

تم التوصل إلى مجموعة من النتائج أمكن من خلالها اختبار فرضيات البحث كما يلي:
الفرضية الأولى: من خلال الدراسة النظرية يتبين صحة الفرضية الأولى، أن سوق الأوراق المالية سوق حديثة منظمة يتم فيها تداول مختلف الأوراق المالية كما تعتبر مكانا يلتقي فيه أصحاب الفوائض المالية بأصحاب الاحتياجات المالية.

الفرضية الثانية: ان قياس الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية يساعد في تحديد نقاط الضعف والقوة مما يمكن من تحسين أداء المؤسسة وتصحيح الاختلالات المالية مما يثبت صحة هذه الفرضية.

الفرضية الثالثة: يمكن اثبات صحة هذه الفرضية نسبيا حيث تبين من خلال الدراسة التطبيقية عند تحليل نسب ومؤشرات الاداء المالي لمجمع صيدال أن سوق الاوراق المالية يساهم بشكل نسبي في تمويل مجمع صيدال وتحسين أدائه المالي.

وأخيرا توصلنا إلى بعض النتائج نلخصها فيما يلي :

- تتجه المؤسسات لزيادة رؤوس أموالها للتوسع في مشاريعها الحالية أو الدخول في توسعات جديدة إلى بورصة الأوراق المالية بدلا من الاقتراض من البنوك لأن البورصة توفر لها تمويلا بدون مقابل عكس ما يحدث لو لجأت إلى البنوك.

- تعبر كفاءة بورصة الأوراق المالية عن نظام متكامل من العناصر يعكس المسار الأمثل للمعلومات، إذ أن كفاءتها هي محصلة ونتيجة كل مكوناتها ضمن ذلك المسار، الذي يبدأ بكفاءة نظام المعلومات ثم بعد ذلك، يتم تحليل تلك المعلومات وترجمتها في شكل قيم تعكس فعلا القيمة الحقيقية لكل سهم، ويتوقف ذلك على كفاءة مستخدمي المعلومات أنفسهم أو من ينوب عنهم أو من يزودهم (المحللون الماليون) بتلك التحاليل بتكاليف معقولة (كفاءة التسعير) ، ليلبيها تجسيد تلك القيم المحصل عليها في الأسعار، وذلك بترجمتها في شكل قرارات يصدرها المستثمرون لتشكل العرض والطلب ومن ثم يتحدد سعر التوازن الموافق لتلك المعلومات في ظل كفاءة التشغيل.
- تقوم نظرية التقييم على مجموعة من المبادئ الاقتصادية تمثل قواعد تستند عليها طرق التقييم على الخبير أن يراعيها، إذ تمثل الإطار النظري الذي يكون مهما ومفيدا عندما يضاف للمكاسب المهنية والميدانية التي تكون لدى الخبير المقيم، فالتقييم عملية مهنية تكون نتائجها محل نجاح إذا ما كانت تعتمد على خلفية نظرية واضحة.
- حتى تتمكن المؤسسة من تقييم أدائها بشكل فعال لا بد من الاعتماد على جملة من المؤشرات المالية بدل الاعتماد على مؤشر واحد.
- إن القوائم المالية تعتبر أهم مصدر للمعلومات لتقييم الأداء المالي للمؤسسة بالإضافة إلى معلومات أخرى.
- يمثل معدل مردودية السهم مقدار النمو النسبي للثروة بين تاريخين معينين، أما معدل العائد فهو النسبة بين العائد الموزع وسعر السهم.
- تحول الجزائر إلى اقتصاد السوق استوجب إنشاء بورصة القيم المنقولة.
- بالرغم من مرور عدة سنوات على إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر إلا أن أدائها ما يزال ضعيفا إذ تتصف بما يلي:
 - قلة المؤسسات المسعرة بها حيث إلى حد الآن توجد أربع مؤسسات مسعرة بها فقط هي مجمع صيدال، مؤسسة تسيير نزل الأوراسي ومؤسسة أليانس للتأمينات وأخير مؤسسة رويبة بعد انسحاب رياض سطيف وهذا راجع إلى صعوبة استيفاء الشروط القانونية للدخول إلى البورصة.
 - ضعف التنوع في محفظة الأوراق المالية للمستثمر إذ يتم التعامل فقط على أربع أسهم في الحاضر وسندين.
- هناك عدة عقبات وعراقيل حالت دون فعالية بورصة الأوراق المالية بالجزائر تمثلت فيما يلي :
- إنشاء بورصة الأوراق المالية جاء بشكل مبكر دون مراعاة الظروف الاقتصادية والاجتماعية التي تعيشها البلاد.
- ضعف الثقافة المالية لدى غالبية الجمهور وهذا ما يؤدي إلى عرقلة الاستثمار في الأوراق المالية.

- انتشار السوق الموازية ما يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى الاستثمار في هذه السوق بدل توجيهها إلى بورصة الأوراق المالية.
- ضعف أداء المؤسسات الاقتصادية مما يجعلها غير قادرة على تلبية شروط الانضمام إلى البورصة.
- غياب سياسة ترويجية واضحة لبورصة الأوراق المالية سواء من طرف الهيئات المنظمة لها أو من طرف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية.
- رغم دخول مجمع صيدال إلى بورصة الجزائر إلا أنها لم تكن مصدرا رئيسيا لتمويل استثماراته التي مازل يمولها عن طريق القروض المتحصل عليها من الصندوق الوطني للاستثمار FNI أو عن دعم الدولة.

ثانيا: التوصيات

- من الإجراءات التي نوصي بها قصد تحسين سيولة الأوراق المالية للمؤسسة الاقتصادية الذي يعود عليا بتحسين ادائها المالي بالأخص وتطوير بورصة الأوراق المالية بشكل عام ما يلي:
- تنظيم ملتقيات وندوات يحضرها مدراء المؤسسات العمومية والخاصة لإبراز الدور الذي يمكن ان تؤديه البورصة في تحسين أداء المؤسسات ورفع من درجة تنافسها.
- ضرورة وضع اعداد برنامج لمقارنة الاداء الفعلي بالأداء الواجب تحقيقه.
- ضرورة وضع برنامج لتقييم نتائج المؤسسة من سنة لأخرى يسمح باكتشاف الاخطاء وتصحيح الانحرافات.
- يعتبر نجاح المؤسسات الاقتصادية في التسيير في ظل الظروف الصعبة مرهون بتحسين ادائها عبر كافة المستويات.
- إعطاء دفع قوي للمستثمرين التأسيسيين من خلال تفعيل فكرة صندوق الاستثمار الجماعي والشركة ذات الرأسمال المتغير على أرض الواقع عن طريق المساهمة في إنشائها وتطويرها بتكوين من يقوم على إدارتها تكويننا كافيا في مجال أدوات الاستثمار المالي.
- ضرورة تبني أدوات تحليل وتقييم الأوراق المالية على الأقل بشقيها التقليدي كما هو معمول به في البورصات الناشئة خاصة العربية منها قصد الابتعاد عن اتخاذ القرارات غير المبنية على أساس تقني واضح.
- تشجيع المؤسسات ذات الملاءة المالية على الدخول إلى البورصة وتطبيق إجراءات جبائية تتمثل في منح إعفاءات كلية لمداخليل التوظيف والقيم المضافة للأوراق المالية المسعرة في البورصة، وذلك لتشجيع المدخرين على توجيه مواردهم المالية نحو اقتناء أوراق مالية.
- أخذ التجربة من بورصات الأوراق المالية العالمية والعربية لاكتساب الخبرة والتجربة الميدانية.

- إنشاء قاعدة بيانات لبورصة الأوراق المالية وهذا لنشر الثقافة الاستثمارية المالية والإعلام المالي بين الأفراد والتعريف بنشاط السوق وفرص الاستثمار وهذا بمختلف الوسائل المسموعة والمكتوبة وهذا لخلق دائما الوعي البورصي لدفع المواطنين لاستثمار مدخراتهم في الأوراق المالية.
- إقامة سوق إسلامية للأوراق المالية تطبق فيها قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية سواء من جهة نوعية الأدوات المعروضة أو من جهة العقود.
- ضرورة تأسيس هيئة تعنى بعملية تقييم المؤسسات (خاصة المسعرة في البورصة) من شأنها أن تساهم في ترقية هذا النشاط.
- ضرورة توحيد المفاهيم والمصطلحات المالية من خلال هيئات موحدة، لكي تتيح للخبراء المقيمين استعمال مفاهيم معيارية (Standard) تفضي لنفس النتائج.

ثالثا: أفاق البحث

- لقد تناولنا من خلال دراستنا لهذا الموضوع جانبا مهما في المؤسسة الاقتصادية من خلال دراسة وتحليل بورصة الأوراق المالية ودورها في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، غير أن هناك بعض المحاور التي تستحق المزيد من البحث نذكر منها:
- دور نظام المعلومات المحاسبية في تحسين أداء الاسواق المالية.
 - دور سوق الاوراق المالية في اتخاذ قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية.

قائمة المراجع

أولا :المراجع باللغة العربية :

I. الكتب:

1. السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال والتحديات الراهنة، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2000.
2. إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي : الإدارة المالية ، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
3. أحمد أسعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية ، مركز التعليم المفتوح ، جامعة القاهرة ، 1994.
4. أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر،. 2003
5. أمين عبد العزيز حسن ، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر القاهرة ، 2007.
6. جبار محفوظ ، تنظيم وإدارة البورصة ، دار الهومة للنشر ، الجزائر ، 2002.
7. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 2002.
8. حسن عبد الباسط و فاء، بورصة الاوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية، أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى ملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996.
9. حمزة محمود الزبيدي ، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان 2000.
10. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
11. خالد وهيب الراوي، الاستثمار مفاهيم تحليل استراتيجية ، عمان ،دار المسيرة ، 1998.
12. خالد هادفي، البدر في التسيير المحاسبي والمالي ، دار البدر للتوزيع والنشر الجزائر، 2014.
13. دريد كامل ال شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، الأردن ، 2007.
14. رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق ، رأسمال، مؤسسات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
15. رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل لنشر، عمان 1998.
16. ريتشارد شرويدر، مارتل كلارك، جاك كاثيري، نظرية المحاسبة، تعريب خالد علي احمد كاجيجي، إبراهيم ولد محمد فال، الرياض، دار المريخ، 2006.
17. سامى عفيفى حاتم ، التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظيم ، القاهرة ،الدار المصرية اللبنانية، الكتاب الثاني ، 1993.
18. سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998.
19. سمير رجب سعيد ، إدارة الاستثمار ، دار النهضة العربية ، مصر ، 1999.

20. سمير عبد الحميد رضوان ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي ، 1996.
21. شعبان محمد اسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، بيروت لبنان، دار الفكر، دمشق سوريا، 2001.
22. شمعون شمعون ، الرياضيات الاقتصادية ، ديوان المطبوعات ، الجامعية ، الجزائر ، 1994.
23. شمعون شمعون، البورصة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع ، 1999.
24. صبرى حسن نوفل ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مقدمة للتحليل الفني والأساسي، كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد (100) ، مايو 1996.
25. ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات ، 1998.
26. عاطف النقلي ، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر ، كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد 78 أوت 1994 .
27. عبد الرحمن ثابت، جمال الدين المرسي، الإدارة الاستراتيجية، الدار الجامعية ، القاهرة 2003.
28. عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2003.
29. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000.
30. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2010.
31. عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرج ، الاسواق المالية ، دار وائل للنشر ، عمان ، الاردن، 2001.
32. عبده محمد مصطفى محمد ، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ، مصر، دون سنة طبع.
33. عدنان تاية النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل و التخطيط المالي (اتجاهات معاصرة) ، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع ،الأردن، 2008.
34. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
35. كمال الدين الدهراوي ، عبد الله هلال، المحاسبة المتوسطة: مدخل نظري تطبيقي، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1999.
36. محمد أبو نصار، جمعة حميدات، معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية (الجوانب النظرية والعملية)، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.

37. محمد سمير الصبان، احمد حسين علي، احمد عبد المالك، عبد الله عبد العظيم هلال، المحاسبة المالية المتوسطة، الإسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، 2006.
38. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
39. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
40. محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد، الاستثمار في الاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
41. محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر و التوزيع، الاسكندرية، 2011.
42. محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، القاهرة، دار النهضة العربية، 1993.
43. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، دار وائل للنشر، عمان، 2006.
44. محمد مطر، ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 1993.
45. محمود أمين زويل، يونس البطريق، بورصة الاوراق المالية وموقعها من الاسواق، الدار الجامعية، القاهرة، 2002.
46. مراد كاظم، في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967.
47. مروان عطوان، الأسواق المالية والنقدية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
48. "مروان عطوان، الاسواق المالية" أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
49. مصطفى رشدي شيحة وزينب عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الاوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، 1992.
50. منصور حامد محمود، ثناء عطية فراج، المراجعة الإدارية وتقييم الأداء، جامعة القاهرة التعليم المفتوح القاهرة، مصر، 1994.
51. منير ابراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1994.

52. منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف ،الإسكندرية، مصر،.1999
53. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال : الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية ، البحرين ،1993.
54. منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل و عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات ، دار وائل للنشر ،الأردن، 2005.
55. مؤيد راضي خنفر وغسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية (مدخل نظري و تطبيقي) ، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة ،الأردن ، 2009.
56. هوشيار معروف كاكامولا ، الاستثمار والاسواق المالية ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 2003.
57. وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور الغالبي، سلسلة إدارة الأداء الاستراتيجي (أساسيات الأداء و بطاقة التقييم المتوازن)، دار وائل للنشر، الأردن، 2009.
58. وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي (منهج علمي و عملي متكامل) ، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2004.

II. الأطروحات والرسائل:

1. جمال خنشورة، « تقييم الأداء الاقتصادي في وحدة ديدوش مراد »،رسالة ماجستير ،غير منشورة ،معهد الاقتصاد ،جامعة باتنة، نوفمبر،1987.
2. خالد عيجولي ، "وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي" ، رسالة ماجستير في علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2006.
3. دادن عبد الغني ، "قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية" : نحو إرسال نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، 2007.
4. سوزان عطا درغام، "العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وفقا للمعيار المحاسبي الدولي رقم 07"، دراسة تطبيقية على المصارف الوطنية العاملة في فلسطين، الجامعة الاسلامية بغزة، مذكرة ماجستير،2008.
5. شوقي قبطان، "دراسة العلاقة بين سياسات تسيير الموارد البشرية و أداء المؤسسات الصناعية"، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سعد دحلب البلنيدة، 2006.

6. عبد النور مدب، خالد طاهري، "دراسة تقييمية للوضع المالي والاقتصادية للمؤسسة"، مذكرة مهندس دولة في التخطيط، المعهد الوطني للتخطيط والإحصاء، الجزائر 2005.
7. عمر عبد الحميد محمد العليمي، "قائمة التدفقات النقدية كأداة في التنبؤ بالفشل المالي للبنوك التجارية (دراسة تطبيقية)"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، رسالة ماجستير، القاهرة، 2010.
8. مباركي سامي، "فعالية سوق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة بين الجزائر المغرب، تونس" رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر 2003-2004.
9. محمد براق، "بورصة القيم المتدولة ودورها في تحقيق تنمية مع دراسة حالة الجزائر"، الجزء الأول، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.

III. الدوريات :

1. صبرى أحمد أبوزيد، «دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر خلال الفترة 1975-1985/1986»، مجلة مصر لمعاصرة، العددان 411-412، يناير-أبريل 1988.
2. عبد المليك مزهودة، «الأداء بين الكفاءة والفعالية، مفهوم وتقييم». مجلة العلوم الإنسانية، العدد الأول، نوفمبر، 2001، جامعة بسكرة.

IV. الملتقيات:

1. السيد الطيبي، أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، القاهرة 1989.
2. حسين عطا غنيم، «المشتقات المالية»، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005 المنظمة العربية لتنمية الإدارية.
3. دادن عبد الغني، كمامسي محمد الأمين، «الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية»، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 2005.

ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية:

1. A.C.Martient, **l'entreprise dans un monde en changement**, ed. du seuil-ouvières, Paris, 1992.
2. Abdellatif Khemakhem, **la dynamique du contrôle de gestion**, Dunod, 2 ed, Paris, 1976.
3. Alain Capiez, **élément de gestion Financière**. Masson, 4 ed, Paris, 1994.

4. Bergevin , P.M. **Financial Statement Analysis**, An Integrated Approach,New Jersey, Prentice Hall, Inc,2002.
5. Bernard Martory, **contrôle de gestion sociale**, librairie Vuibert, Paris, 1999.
6. B-laget ,**Les nouveaux outils financiers**, Top édition, Paris ,1990.
7. F. Rosenfeld, **Analyse des valeurs mobiliers**, volume 2, dunod, Paris 1993.
8. Francis.J.C,Investment :**Analysis and Management** ,new york,McGraw–Hill book ,company,1972.
9. French, D, **Security And Portfolio Analysis Concepts and Management**, O.H:MerrillPub,1989.
10. G.DEFOSSE et P. Balley ,**La bourse des valeurs** , que sais – je , Edition Bouchéne,Alger,16éme édition1993.
11. George R.Terry, **Stéphan. G Franclin, les principes du management. Ed economica**, 8 ed Paris ,1985.
12. Gibson, C.H. **Financial Reporting and Analysis**, New York,Thomson, south–western, 2001
13. Gilles Bressy, **Christian Konkuyt,Economie d’entreprise**. Edition Sirey ,Paris,1990.
14. gosette peyrard ; **la Bourse**, 6eme, edition,librairie vuibert, paris,1998.
15. J. Peyrard, **La bourse**, Imprimerie hérisséy a ayreux ,3éme édition , 1993.
16. Josette Peyrard, **Analyse financière. librairie Vuibert**, 8e ed, Paris, 1999.
17. M.DONIS,**Valeurs mobiliers et gestion de portefeuille**, Québec, SMG,1993.
18. Marcel Laflame ,**Le management: approche systémique .gaetan Morin éditeur**, 3 ed CANADA,1981.
19. Michel Gervais, **contrôle de gestion. Ed Economica**, 7 ed, Paris, 2000.
20. Pierre Bergeron,**la Gestion Moderne: Theorie et Cas. Gaetan morin editeur**, Quebec,1993.
21. Raymond–Alain Thietart, **la dynamique de l’homme au travail,les editions. d’organisation** ,Paris, 1977.
22. Rebert Houdayer, **évaluation financière des projets**,2eme édition, economica édition,France,1999.
23. Robert le DUFFet al , **Encyclopédie de la gestion et du management**. Editions Dalloz, Paris, 1999.
24. Rutterford.J,**Introduction to Stock Exchange Investment** , London: Mc MmillanPress,1983.

25. Serge evraert , **analyse et diagnostic financiers , méthodes et cas** , crolles , paris ; 1992.
26. Short, Daniel and Welsch, Glenn,"**Fundamentals of Financial Accounting**",Texas:Irwin,6edition , 1990 .
27. Standard", Harcount "**International Accounting Alexander**", David and Archer, Simon,2001.

ثالثا : المواقع على الشبكة العالمية للمعلومات

1. www.cosob.org (موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها)
2. www.sgbv.dz (موقع بورصة الجزائر)
3. www.saidalgroup.dz (موقع مجمع صيدال لصناعة الأدوية)

الملاحق

الملحق رقم (01): ميزانية مجمع صيدال لسنة 2011

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011			31/12/2010
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 873 834,27	165 324 654,99	28 549 179,29	31 977 115,65
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Terrains	4 574 051 920,08	0,00	4 574 051 920,08	7 208 256 149,96
	Bâtiments	7 054 832 984,10	4 847 277 769,44	2 207 555 194,66	2 673 469 320,28
	Autres immobilisations corporelles	15 073 575 275,03	11 918 816 641,95	3 154 758 633,07	2 586 484 827,73
	Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations en cours	629 850 609,89	0,00	629 850 609,89	413 652 826,73
	Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
	Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	394 212 125,00	38 777 726,78	355 434 398,22	76 120 418,26
	Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	104 583,33
	Prêts et autres actifs financiers non courants	22 578 706,97	0,00	22 578 706,97	35 036 204,18
	Impôts différés actif	188 252 038,52	0,00	188 252 038,52	187 722 185,64
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	28 131 227 493,85	16 970 196 813,16	11 161 030 680,69	13 212 823 631,77
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	6 896 256 090,37	645 997 748,48	6 250 258 341,88	6 660 644 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Clients	5 554 570 051,04	1 696 442 204,33	3 858 127 846,70	4 412 510 499,62
	Autres débiteurs	83 640 971,31	28 720 954,64	54 920 016,67	290 044 345,23
	Impôts	461 641 047,23	346 251 517,11	115 389 530,12	234 772 686,01
	Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	170 718 068,32
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Placements et autres actifs financiers courants	18 636 212,26	0,00	18 636 212,26	18 559 989,19
	Trésorerie	5 943 752 064,18	124 143 824,78	5 819 608 239,40	3 251 114 197,22
	TOTAL ACTIFS COURANTS	18 958 496 436,39	2 841 556 249,35	16 116 940 187,04	15 038 364 330,95
	TOTAL GENERAL ACTIF	47 089 723 930,23	19 811 753 062,50	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 452 913 713,45	7 245 587 393,91
	Ecart de réévaluation	900 905 964,74	375 839 601,41
	Écart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00
	Autres capitaux propres -report à nouveau	116 850 810,38	-163 180 692,73
	Intérêts minoritaires	764 331 738,25	725 087 222,50
	TOTAL I	13 795 482 542,61	11 785 525 448,08
	<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 088,53	1 622 583 790,66
	Impôts (différés et provisionnés)	264 218 542,42	219 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 920 707,67
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 741 800 974,06	8 620 504 681,46
	<u>PASSIFS COURANTS</u>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 168 135 431,44	3 456 110 747,87
	Impôts	473 910 601,06	298 511 166,93
	Autres dettes	2 943 656 219,19	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 985 099,37	1 085 332 611,22
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 687 351,05	7 845 157 833,19
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

الملحق رقم (02): جدول حسابات النتائج لسنة 2011

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,95	12 510 199 865,70
	Variation stocks produits finis et en cours	-814 751 265,22	-938 730 875,65
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subvention d'exploitation	0,00	0,00
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 689 519 435,74	11 571 468 990,05
	Achats consommés	-4 699 658 292,69	-4 972 752 469,23
	Services extérieurs et autres consommations	-905 122 461,07	-914 339 948,94
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 604 780 753,76	-5 887 092 418,17
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 084 738 681,98	5 684 376 571,88
	Charges de personnel	-3 342 926 582,67	-3 439 806 440,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 873 342,92
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 458 879 998,13	1 935 696 788,10
	Autres produits opérationnels	250 864 778,47	586 740 850,00
	Autres charges opérationnelles	-327 948 833,72	-327 275 482,25
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 488 030 462,38	-1 962 904 998,88
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	730 292 504,92	1 417 710 036,21
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 624 059 985,42	1 649 967 193,17
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	VI - RESULTAT FINANCIER	-98 857 903,84	-130 355 224,38
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 525 202 081,58	1 519 611 968,80
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 623 267,03	-410 899 297,47
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	3 128 993,10	0,00
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 776 767 416,26	13 707 165 700,65
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 679 016 474,41	-12 598 453 029,33
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 097 750 941,85	1 108 712 671,32
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-90,06	0,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-90,06	
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 097 750 851,79	1 108 712 671,32
	Résultat minoritaires	37 270 535,99	6 520 748,33
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00

الملحق رقم (03): ميزانية مجمع صيدال لسنة 2012

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012			31/12/2011
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)				
	Immobilisations incorporelles	197 288 659,28	176 738 016,15	20 550 643,13	28 549 179,29
	Immobilisations corporelles				
	Terrains	4 583 697 150,84		4 583 697 150,84	4 574 051 920,08
	Bâtiments	7 397 747 023,53	5 179 180 249,38	2 218 566 774,15	2 207 555 194,66
	Autres immobilisations corporelles	15 623 113 811,00	12 782 105 785,39	2 841 007 825,61	3 154 758 633,07
	Immobilisations en concession	11 014 278,00	333 766,00	10 680 512,00	
	Immobilisations en cours	1 203 233 977,48		1 203 233 977,48	629 850 609,89
	Immobilisations financières				
	Titres mis en équivalences - entreprises associées				
	Autres participations et créances rattachées	184 936 125,00	25 798 499,82	159 137 625,18	355 434 398,22
	Autres titres immobilisés				
	Prêts et autres actifs financiers non courants	30 169 720,32		30 169 720,32	22 578 706,97
	Impôts différés actif	387 701 216,20		387 701 216,20	188 252 038,52
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 618 901 761,66	18 164 156 316,74	11 454 745 444,93	11 161 030 680,69
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,88
	Créances et emplois assimilés				
	Clients	6 348 332 441,30	1 653 374 493,18	4 694 957 948,14	3 858 127 846,70
	Autres débiteurs	353 452 406,86	18 366,61	353 436 040,24	54 920 016,87
	Impôts	516 413 807,36	345 955 271,32	170 458 536,04	115 389 530,12
	Autres actif courant				
	Disponibilités et assimilés				
	Placements et autres actifs financiers courants	18 642 816,89		18 642 816,89	18 636 212,26
	Trésorerie	7 275 589 341,58	122 069 880,32	7 153 519 461,26	5 819 608 239,40
	TOTAL ACTIFS COURANTS	22 097 304 341,48	3 530 904 291,86	18 566 400 049,63	16 116 940 187,04
	TOTAL GENERAL ACTIF	51 716 206 103,15	21 695 060 608,59	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecart de réévaluation	645 898 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 951,44	2 080 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,80	764 331 738,25
	TOTAL I	14 746 506 012,32	13 795 482 542,61
	<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
	Emprunts et dettes financières	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impôts (différés et provisionnés)	359 962 619,95	264 218 542,42
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 666,41	3 882 241 343,10
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	6 341 404 296,71	5 741 800 974,06
	<u>PASSIFS COURANTS</u>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 168 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	TOTAL PASSIF COURANT III	8 933 235 185,51	7 740 687 351,05
	TOTAL GENERAL PASSIF	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

الملحق رقم (04): جدول حسابات النتائج لسنة 2012

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Chiffre d'affaires	13 895 054 472,57	13 504 270 700,95
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-814 751 265,22
	Production immobilisée		
	Subvention d'exploitation		
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	14 124 680 917,11	12 689 519 435,74
	Achats consommés	-5 246 886 845,95	-4 699 658 292,69
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 046,84	-905 122 461,07
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-6 161 220 892,79	-5 604 780 753,76
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 963 460 024,32	7 084 738 681,98
	Charges de personnel	-3 809 104 894,13	-3 342 926 582,67
	Impôts, taxes et versements assimilés	-228 139 765,88	-282 932 101,17
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 926 215 364,31	3 458 879 998,13
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	250 864 778,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-2 144 929 104,62	-1 488 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 462,41	730 292 504,92
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 521 790 318,71	2 624 059 985,42
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,78
	VI - RESULTAT FINANCIER	-124 338 803,55	-98 857 903,84
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 397 451 515,15	2 525 202 081,58
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-489 506 617,86	-431 623 267,03
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	105 369 639,88	3 128 993,10
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	15 264 646 326,18	13 776 767 416,26
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 267 975 918,89	-11 679 016 474,41
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 996 670 407,30	2 097 750 941,85
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-3 985 277,20	-90,06
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-3 985 277,20	-90,06
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 992 685 130,10	2 097 750 851,79
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80

الملحق رقم (05): ميزانية مجمع صيدال لسنة 2013

BILAN 2013

DESIGNATIONS	31/12/2013			31/12/2012
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00		58 268 550,00	
immobilisations incorporelles	198 535 044,63	185 023 704,17	13 511 340,46	20 550 643,13
immobilisations corporelles				
Terrains	4 525 499 753,87		4 525 499 753,87	4 583 697 150,84
Bâtiments	7 053 924 525,64	5 144 639 355,17	1 909 285 170,47	2 218 566 774,15
Autres immobilisations corporelles	15 034 995 143,67	13 031 820 034,20	2 003 175 109,47	2 841 007 825,61
immobilisations en concession	11 014 278,00	667 498,62	10 346 779,38	10 680 512,00
Immobilisations en cours	470 133 457,73		470 133 457,73	1 203 233 977,48
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 776 264 616,78		1 776 264 616,78	0,00
Autres participations et créances rattachées	129 167 575,00	53 886 445,21	75 281 129,79	159 137 625,18
Autres titres immobilisés				
prêts et autres actifs financiers non courants	109 092 099,30		109 092 099,30	30 169 720,32
Impôts différés actif	357 881 232,62		357 881 232,62	387 701 216,20
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 724 776 277,24	18 416 037 037,37	11 308 739 239,87	11 454 745 444,91
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	6 969 082 810,68	1 434 727 755,37	5 534 355 055,31	6 175 385 227,05
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 529 998 546,61	1 699 037 690,24	3 830 960 856,37	4 694 957 948,14
Autres débiteurs	1 865 186 534,90		1 865 186 534,90	353 436 040,24
Impôts	460 376 148,07	344 477 438,32	115 898 709,75	170 458 536,03
Autres actif courant	12 500 000,00		12 500 000,00	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	2 018 559 989,19		2 018 559 989,19	18 642 816,89
Trésorerie	5 495 438 158,83	82 065 171,53	5 413 372 987,30	7 153 519 481,26
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 351 142 188,28	3 560 308 055,46	18 790 834 132,82	18 566 400 049,61
TOTAL GENERAL ACTIF	52 075 918 465,52	21 976 345 092,83	30 099 573 372,69	30 021 145 494,52

3.2. Passif

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	9 421 690 281,30	8 767 303 972,03
Ecarts de réévaluation	435 055 761,63	645 898 091,73
Écart d'équivalence	556 004 893,04	0,00
Résultat Net	2 658 147 326,76	1 965 160 951,44
Autres capitaux propres -report à nouveau	319 161 089,57	28 874 721,33
Intérêts minoritaires	858 376 750,19	839 268 275,80
TOTAL I	16 748 436 102,49	14 746 506 012,33
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	2 911 046 961,36	1 851 741 010,35
Impôts (différés et provisionnés)	252 388 287,15	359 962 619,95
Autres dettes non courantes	493 645 268,24	
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 351 120 085,82	4 129 700 666,41
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 008 200 602,57	6 341 404 296,71
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 227 878 706,58	3 250 392 942,41
Impôts	564 464 142,35	551 586 033,66
Autres dettes	5 818 577 282,18	3 662 731 669,91
Trésorerie passif	732 016 536,52	1 468 524 539,53
TOTAL PASSIF COURANT III	8 342 936 667,63	8 933 235 185,51
TOTAL GENERAL PASSIF	30 099 573 372,69	30 021 145 494,55

الملحق رقم (06): جدول حسابات النتائج لسنة 2013

3.3. Tableau de comptes de résultat

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
Chiffre d'affaires	11 461 847 581,90	13 895 054 472,57
Variation stocks produits finis et en cours	782 030 567,10	229 626 444,54
Production immobilisée		379 032,26
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 243 878 149,00	14 125 059 949,37
Achats consommés	-3 556 475 260,95	-5 246 886 845,95
Services extérieurs et autres consommations	-740 255 739,42	-914 334 046,84
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 296 731 000,37	-6 161 220 892,79
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 947 147 148,63	7 963 839 056,58
Charges de personnel	-3 848 442 866,21	-3 809 104 894,13
Impôts, taxes et versements assimilés	-211 018 083,50	-228 139 765,88
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 887 686 198,92	3 926 594 396,57
Autres produits opérationnels	123 256 224,16	372 976 278,55
Autres charges opérationnelles	-135 200 827,62	-207 496 681,94
Dotations aux amortis,provisions et pertes de valeur	-1 431 299 339,58	-2 144 929 104,62
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	501 957 026,14	575 024 462,14
V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 946 399 282,02	2 522 169 350,70
Produits financiers	73 629 153,44	100 796 850,14
Charges financières	-221 326 017,88	-225 135 653,69
VI - RESULTAT FINANCIER	-147 696 864,44	-124 338 803,55
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 798 702 417,58	2 397 830 547,15
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-500 440 495,49	-489 506 617,86
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-4 662 574,50	105 369 639,88
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 952 479 688,40	15 264 646 326,18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-10 658 880 340,81	-13 267 975 918,88
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 293 599 347,59	1 996 670 407,30
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-21 476,75	-3 985 277,20
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-21 476,75	-3 985 277,20
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 293 577 870,84	1 992 685 130,10
RESULTAT MINORITAIRES	70 792 332,18	27 524 178,66
Part dans le résultat dans stes mises en équivalence	293 777 123,74	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 658 147 326,76	1 965 160 951,44

الملحق رقم (07): اجتماع الجمعية العامة العادية لمجموعة صيدال 2013/06/26



ASSEMBLEE GENERALE ORDINAIRE GROUPE SAIDAL DU 26/06/2013

L'An deux mil treize et le vingt six du mois de juin à dix heures, à ALGER, à l'Institut Supérieur de Gestion et de la Planification - LIDO, les actionnaires de la société par Actions dénommée Groupe Industriel SAIDAL, au Capital Social de 2.500.000.000 DA se sont réunis en Assemblée Générale Ordinaire annuelle sur convocation qui leur a été faite par le Conseil d'Administration par communiqué de presse du 21/05/2013.

Première résolution : Examen des comptes sociaux de la Société Mère.

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa, Groupe SAIDAL après avoir pris connaissance des rapports du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes, ainsi que des explications complémentaires exposées verbalement relatives à l'examen.

- Adopte le rapport de gestion du Conseil d'Administration.
- Approuve les comptes sociaux de l'exercice 2012, avec un total passif / actif du bilan de 19 654 336 072,71 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 138 362 878,24 DA.
- Donne quitus de leur mandat aux Administrateurs.
- Mandate le Conseil d'Administration, à l'effet de poursuivre l'effort de prise en charge des recommandations formulées par Messieurs les Commissaires aux Comptes.

Deuxième résolution : Affectation des résultats de l'exercice 2012 de la Société Mère.

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE SpA GROUPE SAIDAL décide d'affecter le résultat net bénéficiaire d'un montant de 1 138 362 878,24 DA comme suit:

● Réserve légale	39 497 327,71 DA
● Dividendes	400 000 000,00 DA
● Tantièmes	870 000,00 DA
● Intéressement des travailleurs	35 450 000,00 DA
● Réserves facultatives	662 545 550,53 DA

Troisième résolution : *Résultat du bilan consolidé du Groupe SAIDAL.*

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa, Groupe SAIDAL après avoir pris connaissance des rapports du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes, ainsi que des explications complémentaires exposées verbalement relatives à l'examen.

Approuve les comptes sociaux consolidés de l'exercice 2012, avec un total passif / actif du bilan de 30 021 145 494,54 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 965 160 951,44 DA

Quatrième résolution : *Libération de la partie variable de la rémunération pour le Cadre gestionnaire principal.*

Cinquième résolution : *Jetons de présence.*

Sixième résolution : *Rémunération du Commissaire aux Comptes.*

Septième résolution : *Mandat de Commissaires aux Comptes.*

Huitième résolution : *Reconfiguration du Conseil d'Administration.*

Neuvième résolution : *Formalités légales et réglementaires.*

Le Président du Conseil d'Administration

Boumediene DERKAOUI

الملحق رقم (08): استمارة المشاركة في اجتماع الجمعية العامة العادية



FORMULAIRE DE PARTICIPATION À L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ORDINAIRE
DES ACTIONNAIRES DU GROUPE SAIDAL SPA

Convoquée pour le dimanche 29 juin 2014 à 09h30
À la salle HOGGAR de l'hôtel HILTON - Les Pins Maritimes - Alger

Personne physique

Nom:
Prénom:
Adresse:
Wilaya:

Personne morale

Nom ou Raison Sociale:
N° RC:
Adresse:
Wilaya:

Nombre d'actions détenues:

En lettre:

En chiffre:

Le:

Signature

الملحق رقم (09): عدد الأسهم المشاركة بها مؤسسة صيدال في بورصة الجزائر



NOMBRE D' ACTIONS DONT L' ETAT EST PROPRIETAIRE	8 000 000	80 %
NOMBRE D' ACTIONS COTEES EN BOURSE	2 000 000	20 %
TOTAL	10 000 000	100 %

NOMBRE D' ACTIONS MATERIALISEES	1 284 952	64,20%
NOMBRE D' ACTIONS DEMATERIALISEES	715 048	35,80%
TOTAL	2 000 000	100%