



جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية و المحاسبة

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم اقتصادية، و علوم تجارية و علوم التسيير

فرع علوم مالية ومحاسبة، تخصص: مالية المؤسسة

بعنوان:

## معوقات استثمار المؤسسات الإقتصادية

### الجزائرية في بورصة الجزائر

دراسة حالة مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة - سطيف

للفترة ( 2010-2016 )

تحت إشراف الأستاذ: بن طيرش عطاء الله

من إعداد الطالبتين:

☞ وسيلة باخالد

☞ فاطمة بن رمضان

نوقشت وأجيزت علناً بتاريخ: 2019/06/16

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الأستاذ: لسوس مبارك (أستاذ ، جامعة غرداية) رئيساً

الأستاذ: الشيخ بن قايد (أستاذ مساعد أ، جامعة غرداية) مناقشاً

الأستاذ: علي بن ساحة (أستاذ محاضر ب، جامعة غرداية) مناقشاً

السنة الجامعية: 2018/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

سنة ١٤٢٠ هـ

# الإهداء

**الحمد لله الذي وفقنا لهذا ولن كن لنصل لولا فضل الله علينا**

**أما بعد:**

**إلى بهجة الفؤاد وأحب العباد، إلى من رباني فأحسننا تربيتنا**

**إلى الوالدين الكريمين**

**إلى كل إخوة والأخوات**

**إلى الأصدقاء بدون استثناء و كل طلبة دفعة ماستر 02**

**للسنة الجامعية 2019/2018**

**.....إلى كل من ساندنا في هذا العمل**

**وإلى كل من سعتهم ذاكرتنا و لم تسعهم مذكرتنا**

**"وسيلة - فاطنة"**

# شكرو وتقدير

نشكر الله عز وجل ونحمده حمداً يليق بجلاله وعظيم سلطانه على

توفيقنا لإتمام هذا العمل

نتوجه بالشكر للدكتور المشرف " بن طيرش عطاء الله " على

توجيهاته القيمة التي لم يبخل علينا بها في إعداد هاته المذكرة

والى كل من ساهم من قريب او بعيد

"وسيلة - فاطنة"

## المُلخَص:

تهدف هذه الدراسة إلى تشخيص المعوقات التي تواجه استثمار المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في بورصة الجزائر، حيث خلصت هذه الدراسة إلى أن هناك عدة عراقيل منها التنظيمية، القانونية، السياسية والاقتصادية وغيرها، مما يخلق تخوف لدى المستثمرين لهذا النوع من الاستثمار، خاصة لدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الكبرى رغم مكانتها في السوق إلا أنها لا ترغب في الاستثمار فيها، بسبب غياب ثقافة البورصة لدى المدخرين من جهة، ومن جهة أخرى الهيكلة التنظيمية لبورصة الجزائر، والتي لم ترق إلى مستوى تطلعات المستثمرين فيها، لذا قمنا باقتراح مجموعة من التوصيات لتجاوز هذه العقبات و تفعيل دور بورصة الجزائر في استقطاب الاستثمارات.

**الكلمات المفتاحية:** استثمار المؤسسات، أوراق مالية، معوقات، ثقافة البورصة، بورصة الجزائر.

## **Résumé :**

Cette étude vise à identifier les obstacles rencontrés par les investissements des institutions économiques algériennes dans la Bourse algérienne. Cette étude a montré et a révélé l'existence de plusieurs obstacles, notamment réglementaires, juridiques, politiques, économiques, etc..., qui suscitent l'inquiétude des investisseurs pour ce type d'investissement. Malgré leur position sur le marché, ils ne veulent toutefois pas y investir en raison de l'absence de culture boursière de la part des épargnants et, d'autre part, de la structure organisationnelle de la bourse algérienne, qui n'a pas été à la hauteur des aspirations des investisseurs. Un ensemble de recommandations ont été proposées pour surmonter ces obstacles et activer le rôle de la Bourse dans l'attraction des investissements.

**Mots clés:** Institutions d'investissement, Titres, obstacles, Culture boursière, Bourse algérienne.

# فهرس المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
	الإهداء.....
	الشكر.....
V	ملخص باللغة العربية.....
IV	ملخص باللغة الأجنبية.....
IIIV	فهرس المحتويات.....
X	قائمة الجداول.....
XI	قائمة الأشكال.....
XII	قائمة الملاحق.....
XIII	قائمة المصطلحات والرموز الواردة باللغة الأجنبية.....
أ - د	مقدمة.....
01	<b>الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لاستثمار المؤسسات الاقتصادية في البورصة</b>
02	تمهيد الفصل.....
03	المبحث الأول: الإطار النظري لاستثمار المؤسسات الاقتصادية في بورصة
03	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لبورصة الأوراق المالية.....
03	الفرع الأول: مفاهيم حول بورصة الأوراق المالية.....
05	الفرع الثاني: أهمية بورصة الأوراق المالية للمؤسسات.....
06	المطلب الثاني: مفاهيم عامة حول الاستثمار المالي للمؤسسات.....
06	الفرع الأول: مفهوم الاستثمار المالي.....
08	الفرع الثاني: أدوات الاستثمار المالي.....
12	الفرع الثالث: محفزات وأهداف الاستثمار المالي.....
13	المبحث الثاني: مراجعة الدراسات السابقة.....
13	المطلب الأول: الدراسات الوطنية.....
13	الفرع الأول: الدراسات الوطنية باللغة العربية.....
18	الفرع الثاني: الدراسات الوطنية باللغة الأجنبية.....
20	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية.....
20	الفرع الأول: الدراسات الأجنبية باللغة العربية.....

22	الفرع الثاني: الدراسات الأجنبية باللغة الأجنبية.....
23	المطلب الثالث: مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية.....
24	خلاصة الفصل.....
25	<b>الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية - دراسة حالة مجمع الاسمنت عين الكبيرة- سطيف</b>
26	تمهيد الفصل.....
27	المبحث الأول: عموميات حول استثمار المؤسسات في بورصة الجزائر .....
27	المطلب الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة .....
27	الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة .....
27	الفرع الثاني: مصادر البيانات .....
27	الفرع الثالث: أدوات الدراسة .....
28	المطلب الثاني: استثمار المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في بورصة الجزائر .....
28	الفرع الأول: نظرة عامة حول بورصة الجزائر.....
37	الفرع الثاني: شروط ومراحل إدراج المؤسسات الاقتصادية في بورصة الجزائر.....
40	الفرع الثالث: مزايا الإدراج في بورصة الجزائر .....
40	المطلب الثالث :معوقات استثمار المؤسسات في بورصة الجزائر.....
41	الفرع الأول: المعوقات الاقتصادية والتنظيمية .....
42	الفرع الثاني: المعوقات السياسية والقانونية .....
42	الفرع الثالث:المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية.....
43	المبحث الثاني: إسقاط الدراسة على مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة -سطيف.....
43	المطلب الأول: تقديم مؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة سطيف .....
43	الفرع الأول : بطاقة تقديمية حول مؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة .....
44	الفرع الثاني:المديريات المكونة للمؤسسة .....
48	المطلب الثاني : قرار دخول المؤسسة إلى البورصة والإجراءات المتخذة.....
48	الفرع الأول: قرار دخول المؤسسة إلى البورصة .....
48	الفرع الثاني:الإجراءات المتخذة.....
52	الفرع الثالث:معلومات وأرقام خاصة بالعملية .....
56	المطلب الثالث: نتيجة عملية إدراج المؤسسة ومعوقات فشلها .....
56	الفرع الأول: نتيجة عملية الإدراج .....
57	الفرع الثاني: معوقات فشل إدراج مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة في بورصة الجزائر.....
60	خلاصة الفصل.....



61	.....خاتمة
65	.....قائمة المصادر و المراجع
70	.....الملاحق

## قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
33	نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال	1-2
34	نتائج العرض العمومي للأسهم مجمع فندق الأوراسي	2-2
49	عرض لمختلف طرق التقييم ( الوحدة مليون دج )	3-2
50	تطبيق طريقة DCF (مليون دج)	4-2
51	تطبيق طريقة GOOD WILL (مليون دج )	5-2
53	جدول يبين معلومات خاصة بعملية الإدراج	6-2
53	النفقات المتعلقة بعملية إدراج مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة(دج)	7-2
54	تقسيم عرض الأسهم المطروحة للاكتتاب	8-2
55	حدود الطلب على الأسهم	9-2
55	الاستثمارات المنجزة وعدد العمال للفترة (2011-2014)	10-2

# قائمة الأشكال

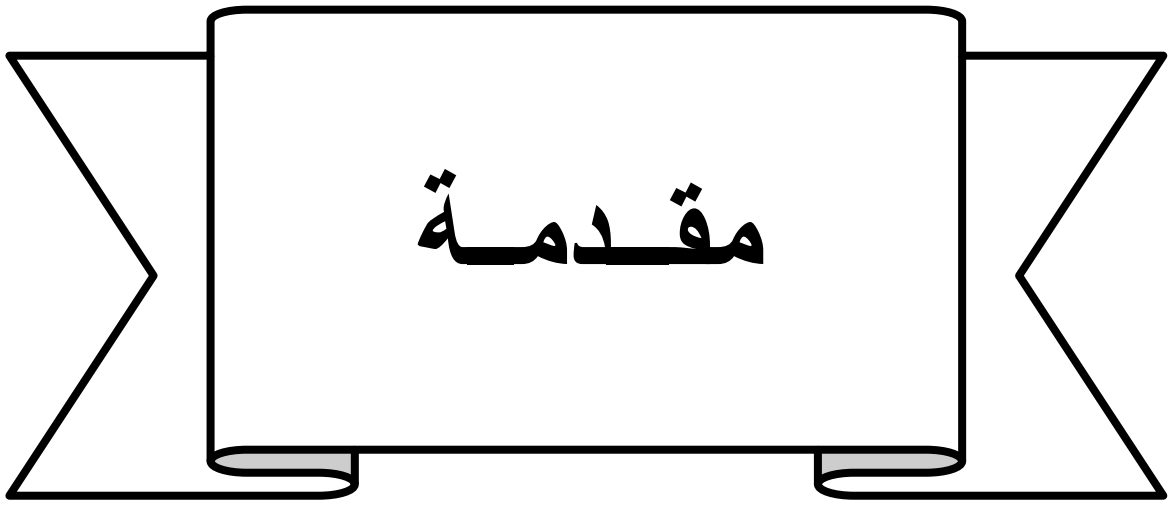
الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
30	الهيكل التنظيمي لـ COSOB	1-2
32	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم	2-2
47	الهيكل التنظيمي لشركة الإسمنت (SCAEK)	3-2
49	ملخص طرق التقييم	4-2
54	النفقات المتعلقة بعملية الادراج	5-2
54	معدل عدد الأسهم للمكتتبين	6-2

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
71	تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)	01
72	جدول الأصول والخصوم لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة لخمس السنوات السابقة لتاريخ الإدراج (2010-2014)	02
73	جدول حسابات النتائج لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف لخمس السنوات السابقة لتاريخ الإدراج (2010-2014)	03
74	طريقة الأصول المحاسبية الصافية المصححة (ANCC) بتاريخ 30 جوان 2015	04
75	طريقة القيمة السوقية للأسهم (MVA)	05
76	الوسطاء الماليين في عملية إدراج مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف ببورصة الجزائر	06
77	جدول حسابات النتائج التوقعي لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف للفترة (2015-2020)	07
78	جدول الميزانية المالية التوقعي لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف للفترة (2015-2020)	08
79	التوقعي لخطي الإنتاج لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف للفترة (2015-2020)	09
80	جدول التوقعي لتعداد العمال (2015/2020)	10
81	الهيكل الإداري لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف	11

## قائمة المصطلحات والرموز الواردة باللغة الأجنبية

الترجمة	المصطلح باللغة الأجنبية	الاختصار	الرقم
بورصة القيم المتداولة	Bourse des Valeurs Mobilières	B.V.M	01
لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse	COSOB	02
شركة تسيير بورصة القيم	La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs	SGBV	03
سوق كتل سندات الخزينة العمومية	Les Obligations Assimilables du Trésor	OTA	04
الوسيط في عمليات البورصة	Intermédiaire en Opérations de Bourse	IOB	05
بنك التنمية المحلية	Banque de Développement Local	BDL	06
بنك الجزائر الخارجي	Banque Extérieure d'Algérie	BEA	07
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	Banque de l'Agriculture et du Développement Rural	BADR	08
القرض الشعبي الجزائري	Crédit Populaire d'Algérie	CPA	09
البنك الوطني الجزائري	Banque Nationale d'Algérie	BNA	10
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance (Banque)	CNEP	11
شركة الاسمنت لعين الكبيرة	Société des Ciments de Ain El Kebira	SCAEK	12
المجمع الصناعي للاسمنت الجزائر	Groupe Industriel des Ciments d'Algérie	GICA	13
مجلس مساهمات الدولة	Conseil des Participations de l'Etat	CPE	14
الأصول المحاسبة الصافية المصححة	L'Actif Net Comptable Corrigé	ANCC	15
القيمة السوقية للأسهم	Maret Value Added	MVA	16
التدفق النقدي المتاح	Discounted cash flows	DCF	17
رأس المال العامل	Fonds De Roulement	FDR	18
الاحتياج في رأس المال العامل	Besoins en Fonds De Roulement	BFR	19



## أ. توطئة:

إن المتأمل للحياة الاقتصادية اليوم يرى بأن أنجح الاستثمارات الاستثمار في البورصة، ومن أكثر وسائل الاستثمار في البورصة شيوعاً بين المستثمرين هو الاستثمار في الأسهم والسندات، فقد ساعدت وسائل الإعلام في السنوات الأخيرة على انتشار و رواج ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية، من خلال البورصة التي تعتبر بمثابة القلب النابض للاقتصاديات المعاصرة، حيث تم التوجه نحو تفعيل نظام السوق، ووضع الأنظمة والقوانين الملائمة لذلك وتعزيز التجارة وتحريرها وإعطاء دور متزايد للقطاع الخاص، وقد تبلور التوجه الجديد في الأعوام الأخيرة لإعادة صياغة دور الدولة في الاقتصاد الحديث، من مهيمن على النشاط الاقتصادي ومنفذ للمشاريع الإنتاجية إلى منظم للحياة الاقتصادية بما يكفل تحقيق التوازن الجزئي والكلّي للاقتصاد الوطني، وفي هذا الإطار فالجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت إصلاحات اقتصادية، بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق، وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية التي لها دور كبير في تمويل المؤسسات الاقتصادية، لذا تسعى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية إلى الانضمام لبورصة الجزائر والاستثمار فيها، بغية الحصول على موارد التمويل للحصول على أموال ضخمة يصعب توفيرها في السوق النقدي، لذا فإن قرار استثمار المؤسسة في البورصة يعتبر قراراً مهماً يحتاج لكثير من الدراسة والتحليل، و هو بمثابة انتقال المؤسسة من حالة رأسمال مغلق يحوزه مجموعة قليلة من المساهمين إلى حالة انفتاح لرأس المال، و من هذا المنطلق تبرز أهمية الاستثمار عن طريق البورصة، غير أن المؤسسات الجزائرية تلقى عدة عراقيل تحُول دون الاستثمار في البورصة الجزائرية. على ضوء ما سبق نطرح إشكالية الدراسة على النحو التالي:

ب. الإشكالية الرئيسية للبحث: ما هي المعوقات التي تواجه استثمار المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

في بورصة الجزائر ؟

لمعالجة هذه الإشكالية والعمل على الإحاطة بالجوانب التي تشكل محاور هذا الموضوع قمنا بطرح مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية:

1- هل أن غياب ثقافة البورصة لدى المؤسسات يُعد من أهم المعوقات التي تحُول دون الاستثمار في

البورصة؟

2- إلى أي مدى وُفقت السوق المالي الجزائري في جذب المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

للاستثمار فيها؟

ت. فرضيات البحث:

- تقوم دراستنا حول المعوقات التي تواجه استثمار المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في بورصة الجزائر على فرضيات تحليلية وتفسيرية تطمح أن تكون شاملة لجميع عناصر موضوع الدراسة وتتمثل فيما يلي:
- إن عدم استثمار المؤسسات في البورصة راجع لغياب ثقافة البورصة لديهم؛
  - تسعى بورصة الجزائر للمساهمة في تنمية الاقتصاد الوطني عن طريق تشجيع استثمار المؤسسات و الأفراد على حد سواء، إلا أنها لازلت لم ترق إلى تطلعات المستثمرين فيها.

ث. مبررات إختيار الموضوع:

➤ مبررات موضوعية:

- الموضوع ذو صلة مباشرة بتخصص مالية المؤسسة؛
- تدعيم التجربة الميدانية بالدراسة الأكاديمية؛
- إثراء المكتبة الاقتصادية بمواضيع حول بورصة الجزائر والاستثمار فيها؛
- الموضوع يتميز بالحدثة كونه يتعلق بالعراقيل التي تواجه استثمار المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في السوق المالي الجزائري لكونها سوق حديث النشأة؛
- رغبتنا في الربط بين الجانب النظري و التطبيقي لمعوقات الاستثمار في بورصة الجزائر ومحاولة إيجاد الحلول التي تشجع المؤسسات الجزائرية بصفة خاصة و الأجنبية للاستثمار في البورصة.

➤ مبررات ذاتية:

- الميل الشخصي للمواضيع ذات الصلة بالبورصات خاصة في الجزائر؛
- الشعور بقيمة وأهمية الموضوع والرغبة في مواصلة البحث فيه؛
- نشر ثقافة البورصة وفهم الطالب لكل ما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية خاصة عند الطلبة في التخصص والتحفيز للخوض للبحث فيه أكثر.



ج. أهداف البحث وأهميته:

يهدف هذا البحث إلى تشخيص إبراز فعالية بورصة الجزائر في جذب مدخرات المستثمرين، سواء أفراداً كانوا أو مؤسسات، وخاصة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية كونها الأداة المحركة للتنمية الاقتصادية. كما نسعى لتحقيق الأهداف التالية:

- الوقوف على العراقيل التي تواجه المؤسسات للاستثمار في البورصة؛
- محاولة الربط بين المعارف النظرية والتطبيق الميداني؛
- كما نهدف إلى إثراء المكتبة الاقتصادية؛
- التوصل إلى أهم المعوقات التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية الجزائرية عند إدراجها في بورصة الجزائر.

أما أهمية موضوع بحثنا فتتجلى أساساً في كون البورصة من مصادر التمويل الحديثة، لذا تسعى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للاستثمار فيها رغم كون بورصة الجزائر حديثة النشأة، إضافة أن هاته الأخيرة تعاني من عدة عراقيل تحول دون تطورها لمصاف البورصات العالمية، هذه العراقيل بدورها كانت سبباً في عزوف الكثير من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي تخوفت من الاستثمار فيها، إضافة إلى عراقيل أخرى سوف نتطرق إليها في بحثنا هذا.

ح. حدود البحث:

من أجل الإحاطة بالموضوع والإجابة على إشكالية البحث والإلمام بمختلف جوانبه، حددنا مجال بحثنا في ما يلي:

- **الحدود المفاهيمية:** إن مصطلح الاستثمار في البورصة مفهوم واسع، لذا سنحصر مفهوم استثمار المؤسسات في السوق المالي الجزائري حول إصدار الأسهم أو طرح السندات لغرض التمويل بهدف توسيع نشاطها.

- **الحدود الزمانية:** من أجل الإلمام بمختلف الجوانب العلمية والعملية للبحث، تم اختيار الفترة الزمنية للدراسة وهي تمتد من 2010-2016.

- **الحدود المكانية:** من أجل تسليط الضوء على حيثيات الموضوع خاصة في جانبه التطبيقي، قمنا بإجراء دراسة حالة في مؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة بولاية سطيف، حيث قمنا بمقابلة شخصية مع السيد مدير المالية والميزانية للمؤسسة.

## خ. منهج البحث و الأدوات المستخدمة:

تستدعي طبيعة البحث استخدام مناهج متعددة، فقد كان المنهج الوصفي في بعض الأجزاء المرتبطة بالجانب النظري من خلال تقديم مختلف المفاهيم و التعاريف حول البورصة والاستثمار المالي للمؤسسات في البورصة، بالإضافة إلى استخدام منهج دراسة حالة في الجانب الميداني لتجسيد المعارف النظرية. وفيما يخص الأدوات المستعملة إعتدنا على القوانين، الملتقيات ، بعض الكتب، مذكرات الدراسات العليا، إضافة إلى المعلومات المتحصل عليها من المقابلات الشخصية، أما فيما يخص دراسة حالة فاستعملنا الوثائق والمعلومات المقدمة من طرف المؤسسة.

## د. صعوبات البحث:

لقد مرت فترة البحث وإعداد هذه المذكرة بجملة من الصعوبات والعراقيل والانشغالات التي كادت أن تحول دون إنجازها، حيث تمثلت فيما يلي:

- الظروف الحالية للبلاد ككل (مظاهرات) ونظراً لبعدها المسافة تطلب ذلك جهد مضاعف؛
- في بحثنا هذا يتطلب القيام باستبيان ولكن نظراً لعدم معرفة المؤسسات التي تحاول الدخول لبورصة الجزائر وحساسية موضوعنا، ارتأينا إلى اخذ عينة من المؤسسات التي لاقت عراقيل لدخولها بورصة الجزائر؛
- أخذنا وقت طويل في اخذ موعد مع مسير الشركة نظراً لارتباطاته الكثيرة؛
- حساسية الموضوع بالنسبة لمسيري مؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة بسطيف، حيث أن الموضوع حساس بالنسبة للشركة، فهي فشلت في عملية الإدراج لبورصة الجزائر، مما انعكس على الوجه العام لها وسمعتها في السوق، لذا فإن التطرق لموضوع فشل الإدراج يعتبر نقطة سوداء لمسيرة المؤسسة.

## ذ. هيكل البحث:

ينقسم هيكل البحث إلى مقدمة عامة يليها فصلان ثم خاتمة الدراسة، حيث تناولنا في الفصل الأول الأدبيات النظرية والتطبيقية لاستثمار المؤسسات في البورصة، وذلك من خلال مبحثين خصصنا الأول للأدبيات النظرية، أما المبحث الثاني فتناولنا فيه مراجعة للدراسات السابقة التي لها علاقة بالموضوع، وكذا إجراء المقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة.

أما الفصل الثاني المتعلق بدراسة تطبيقية، فتناولنا في المبحث الأول عموميات حول بورصة الجزائر والمعوقات التي تعيق تطورها وفعاليتها في جذب الاستثمارات المالية، أما المبحث الثاني تناولنا العراقيل التي واجهت مؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة بسطيف و التي كانت سبباً في فشلها بالإدراج في بورصة الجزائر.

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية والتطبيقية

لاستثمار المؤسسات

في البورصة

## تمهيد:

يعتبر موضوع الاستثمار في البورصة خلال السنوات الأخيرة من الموضوعات المهمة، والتي نالت اهتمامات كل الدول المتقدمة و الدول النامية على حد سواء، فقد سعت الدول العربية خاصة لإعطاء أولوية لتطوير أسواقها المالية ومحاولة مواكبة تطور البورصات العالمية، وذلك من خلال التسهيلات المختلفة لجذب الاستثمار فيها سواء كانوا المستثمرين أفراداً أو مؤسسات، إلا هناك صعوبات تواجه المستثمرين خاصة المؤسسات منها .

لذا سنتطرق في هذا الفصل إلى استثمار المؤسسات في البورصة، حيث نستعرض مفاهيم عامة حول بورصة الأوراق المالية والاستثمار المالي للمؤسسات و ذلك في المبحث الأول، ثم نتناول مراجعة للدراسات السابقة ضمن المبحث الثاني كما يلي:

- المبحث الأول: الإطار النظري لاستثمار المؤسسات في البورصة
- المبحث الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

## المبحث الأول: الإطار النظري لاستثمار المؤسسات في بورصة

إن إدراك الإطار المفاهيمي لاستثمار المؤسسات في بورصة لا يتأتى إلا من خلال التطرق إلى مدلول بورصة الأوراق المالية من جهة، وأدوات الإستثمار المالي من أسهم وسندات وغيرها من جهة أخرى، ثم التطرق إلى واقع استثمار في البورصات العربية وهذا ما سنوضحه من خلال المبحث.

### المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لبورصة الأوراق المالية

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى مفهوم والبورصة كما يلي:

#### الفرع الأول: مفاهيم عامة حول بورصة الأوراق المالية

##### أولاً: تعريف بورصة الأوراق المالية:

هناك عدة تعاريف للبورصة نذكر منها:

\*البورصة "هي سوق منظمة ، تتعدّد في مكان معين ، وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات و الدول " (peyrrar, 1998, p. 13)

\* البورصة أو سوق التداول"هي سوق ثانوية تقوم بأداء دور مزدوج ، فهي تعمل على النقاء العرض بالطلب، حيث أن أدواتها ممثلة في قيم منقولة "(هندي، 2003 ، صفحة 82)

\*البورصة "هي سوق التعامل بالأوراق المالية بيعاً، وشراء، أو هي سوق الأوراق المالية بكافة أنواعها، وأشكالها "

من جملة التعاريف السابقة نستخلص تعريفاً شاملاً لبورصة الأوراق المالية على أنها: "عبارة عن سوق منظم وفقاً لقوانين ولوائح محددة وتحت إشراف جهة رقابية يتم التعامل فيها بطريقة علنية في الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وقيدت بجداولها بيعاً وشراء بأسلوب المزايمة عن طريق وسطاء مرخصين بالتعامل في هذه السوق.

وهي تختص بالتمويل طويل الأجل حيث تقوم بتعبئة المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار في مختلف الأدوات مما يحقق حركية و سيولة أكثر في السوق.

ثانياً: الأوامر داخل البورصة و عمليات إصدارها:

#### 1- أوامر البورصة:

يقصد بها التوكيل الذي يقدمه العملاء إلى السماسرة أو الوسطاء للقيام بعمليات التداول في بورصة الأوراق المالية التي تعينهم، وفي جميع الحالات يجب تنفيذ الأمر وفقاً للقواعد المقررة في البورصة وتحديد بدقتها، كما تتصف الأوامر في البورصة بما يلي: (حمدي، 2006، صفحة 19)

- ✓ الرمز ( code ) وعادة ما يتكون من أربعة إلى ستة أرقام
- ✓ لهدف معين إما بيع أو شراء لكمية من الأسهم
- ✓ مدة صلاحية الأمر

ويستطيع صاحب الأمر تحديد السعر الذي يرغب أن تتم به الصفقة بالطرق التالية:(الحمزة،، 2010، صفحة 70)

**1-2. الأمر بسعر السوق:** وهو الأكثر شيوعاً ويطلب المستثمر من السماسر أن يبيع بأعلى سعر ممكن في السوق وان يشتري بأقل سعر وهذه الأوامر تتميز بسرعة تنفيذها؛

**2-2. الأمر بالسعر المحدد:** ويكون هذا حسب نوع العملية، فإذا كانت عملية البيع تحدد بسعر أدنى وإذا كان الشراء يكون العكس، أن الأمر في حالة الشراء لا ينفذ إلا إذا كان معادلاً أو أقل من السعر المحدد والعكس بالنسبة للبيع؛

**2-3. الأمر بالسعر الأول:** حيث يختار المتعاملون هذه الطريقة نظراً لإمكانية تقدير السعر بالنسبة للأسعار المسجلة مسبقاً؛

**2-4. الأمر بالتوقف:** هي الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين ويلزم السماسر بيع الورقة، وإذا انخفض السعر إلى مستوى معين أو أقل، و الهدف هو إيقاف مزيد من التدهور في سوق الأوراق المالية الذي يؤدي إلى الخسائر. ويأخذ أمر الإيقاف نوعان:

**2-4-1. أوامر تتعلق بالبيع:** يصبح لزاماً على السماسر أن ينفذ وصل سعر أسهمها إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.

**2-4-2. أوامر تتعلق بالشراء:** يقتضي بأن يقوم السماسر بشراء أسهمها إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداه، فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشأن أسهم منشأة ما بخلاف توقعات المستثمر، حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

**2-5. الأمر بالسعر الأحسن:** حيث يقوم السماسر بتقدير السعر بدلاً من صاحب الأمر وينتجز الفرصة لاختيار أحسن سعر غير أن السماسر يفضل عادة تنفيذ العملية في البورصة حال استلام الأمر

## 2- عمليات الإصدار داخل البورصة

تتمثل عملية الإصدار داخل البورصة في جانبين أساسيين هما:

- إصدار الأسهم من قبل الشركات التي ترغب في جمع رؤوس الأموال أو في رفع رأسماله؛
- إصدار السندات وغيرها من الأدوات المالية من قبل المؤسسات، الدولة والجماعات المحلية و المؤسسات المالية وغيرها.

وتمر عملية الإصدار داخل البورصة بمرحلتين هما: (ليندة، 2012/2011، الصفحات 10-11)

أ- **مرحلة الإصدار في السوق الأولية:** حيث تقوم الهيئة المصدرة للأوراق المالية باختيار الأوراق المالية التي ترى أنها مناسبة، كما تختار الوقت المناسب لذلك وتهيئ الظروف التي من شأنها إنجاح عملية الإصدار، وعليه فإذا ما اختارت الأسهم كوسيلة لزيادة رأسمالها سواء بإدخال المساهمين جدد أو بيع أسهم جديدة لحملة الأسهم القدامى، تكون المؤسسة قد قررت زيادة ديونها طويلة الأجل، هذه المرحلة القصيرة جدا مقارنة بحياة المؤسسة لهذا تعتبر بالسوق الأولية امتدادا للبورصة.

ب- **مرحلة التداول في السوق الثانوية:** مرحلة التداول تبدأ بعد عملية الإصدار ولكن تتم في السوق الثانوي أو البورصة، الهدف منها هو توفير السيولة للأدوات المالية المصدرة، الأمر الذي جعل مرحلة التداول من أهم مراحل الإصدار حي تتيح البورصة لحملة الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية فرصة البيع والحصول مرة أخرى على السيولة

يمكن تلخيص هاتين المرحلتين في أن البورصة والأسواق المالية بصفة عامة أتاحت الفرصة لالتقاء مالكي رؤوس الأموال من الأفراد والمؤسسات المالية المتخصصة، والمحتاجين لها من الشركات والهيئات والحكومات الباحثة عن مصادر التمويل، وذلك بإصدار أصول مالية وتداولها فيما بعد لفترة قد تصل إلى مدة حياة الشركة المصدرة، كما هو الحال بالنسبة لإصدار الأسهم وقد تصل المدة إلى 15 أو 30 سنة أو أكثر في حال إصدار السندات

#### الفرع الثاني: أهمية بورصة الأوراق المالية للمؤسسات

إن للبورصة دور هام بالنسبة للمؤسسة المقيمة فيها، والتي قد استوفت الشروط و القوانين الساري العمل بها في البورصة نذكر أهميتها كما يلي: (نبيه، 2012، صفحة 66)

- **وسيلة لزيادة رأسمالها:** فعند حاجة المؤسسة لزيادة رأسمالها أن تلجا إلى تمويل إضافي عن طريق إصدار أوراق مالية إضافية في السوق الأولية، ليكتتب فيها الأفراد و المتعاملين و تداولها في السوق الثانوية، مما يسمح بزيادة رأس مال الشركة و توسيع قاعدة المساهمين؛
- **تأمين جو المنافسة:** يقوم نشاط المؤسسات في البورصة على المنافسة التامة طالما أن بيع وشراء الأوراق المالية يتم عند مستويات أسعار متفاوتة عليها في تسعيرة البورصة، و بالتالي يتميز الوضع في البورصة بأن جميع الأسعار التي تتم بموجبها الصفقات تعلن بطريق ظاهرة، و تسجل في سجلات وتطبع في نشرات مما يمنع من حدوث مضاربات؛
- **تقييم وضع الشركة:** تقوم البورصة بعملية التقييم الدائم لأوضاع الشركة ، فالتغير في قيمة سهم تُعد وسيلة هامة للتنبؤ بأوضاع الشركة المستقبلية و إمكانية تحقيق أرباح إضافية وتنمية مواردها المالية؛(Debboub، 1995، صفحة 159)

- الاستثمار في الأوراق المالية: تعد البورصة مجالاً واسعاً لجميع الشركات التي لها فوائض أو تعاني من عجز مالي، أن تلجأ إلى البورصة لتلبية حاجاتها، سواء بإصدار الأسهم و السندات، أو القيام بشراء القيم المعروضة، وبالتالي تحقيق عائد مالي. (مصطفى، 2005، صفحة 241)
- توجيه مجالات الاستثمار وترشيد الإنفاق الاستثماري. (مستوي، 2012، صفحة 110)
- السوق المالي باستطاعته مساعدة الكثير من المؤسسات على تنويع مصادر تمويلها والسير بها نحو مستقبل أفضل. (Lamiri، 1997، صفحة 47)
- تعزيز الإفصاح والشفافية وحوكمة المؤسسات؛
- تنشر رأسمال الجماعي على الجمهور من خلال الاكتتاب العام. (هوشيار، 2003، صفحة 84)

### المطلب الثاني: مفاهيم عامة حول الاستثمار المالي للمؤسسات

سننطلق في هذا المطلب إلى مفهوم الاستثمار بصفة عامة، يليه التعرف على نوع من أنواع الاستثمار وهو الاستثمار المالي و أدواته.

#### الفرع الأول: مفهوم الاستثمار المالي

قبل التطرق إلى مفهوم الاستثمار المالي يجب علينا التطرق إلى تعريف الاستثمار ككل.

#### أولاً: تعريف الاستثمار

حيث يتجلى في عرض تعريفه اللغوي و الاصطلاحي

#### • تعريف الاستثمار لغة:

الاستثمار هو مصدر لجذر "ثمر" وكل مصدر من الفعل الثلاثي المزاد يكون على وزن استفعل أي استثمر فكان الاستثمار وتعني استخدام المال أو تشغيله بقصد تحقيق ثمرة هذا الاستخدام فيكثر المال وينمو على مدى الزمن. (مزغيش، 2016، صفحة 203)

#### • تعريف الاستثمار اصطلاحاً:

لقد تعددت المراجع التي تعرضت لتعريف الاستثمار نظراً للانتشار الواسع لهذا المفهوم لدى الخبراء الاقتصاديين، ومن هذه التعاريف نذكر أهمها:

أن الاستثمار هو: "سلسلة من المصروفات تليها سلسلة من الإيرادات وذلك في فترات زمنية متعاقبة وهذا الاستثمار قد يكون قد مادي كالأراضي، المباني والآلات، وعلى شكل غير مادي كالنقود تحت الطلب كالسندات و الأسهم" (مسعود، 2010، صفحة 26)



### ثانياً: مفهوم الاستثمار المالي

إن مفهوم الاستثمار المالي لا يمكن إدراكه إلا بالتوقف على محطات تعريفه والأسس التي يقوم عليها.

#### 1. تعريف الاستثمار المالي:

هناك العديد من التعاريف حول الإستثمار المالي منها:

يعرف على أنه هو إمتلاك أصل من الأصول المالية على أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل و الاستثمار المالي قد يكون من خلال عدة مجالات.(حنفي، 2004/2005، صفحة 18) و يعرف كذلك على أنه:"حصيلة إمتلاك المستثمر-طبيعي أو معنوي- أدوات ملكية( الأسهم بأنواعها)، أو أدوات مديونية (السندات بأنواعها ) لتحقيق عائد في ظل مخاطرة محسوبة.(سلام، 2004، صفحة 20) إن الاستثمار في الأوراق المالية ماهو الا تخصيص جزء من الأموال لتوظيفها في اصول مالية لفترة من الزمن، للحصول على تدفقات نقدية مستقبلاً، أي ان المستثمر يخصص جزءا من المال يتاجر به على امل الحصول على عائد في المستقبل، وهذا الاستثمار اما ان يكون استثماراً فردياً أي شراء ورقة اصل مالي واحد فقط، أو استثماراً متعددأ.(حريزي، 2015، الصفحات 135-136)

#### 2. مراحل الاستثمار في الأوراق المالية

يمكن تقسيم مراحل الاستثمار في الأوراق المالية إلى المراحل الخمسة التالية:

- تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية؛
- تحديد مستوى الخطر الملائم؛
- تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدى؛
- تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية؛
- تقييم ما تم تحقيقه.

#### 3. أسس الاستثمار المالي:

نظرا لطبيعة الأوراق المالية وما توفره من مزايا للمستثمر، يجب أن يكون على دراية بشؤون البورصة ومتابعتها، إلى جانب اعتماده على الأسس الآتية لتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية:(سلام، مرجع سبق ذكره، الصفحات 23-24)

- أ. **العائد:** يتضمن المكافئة التي يحصل عليها المستثمر لقاء تخليه عن استهلاكه الحالي أو السيولة النقدية الفائضة، و ينطوي العائد على شقين: الأول سنوي يكون سنوي ثابت مثل فوائد أدوات المديونية أو متغيراً مثل مقسوم الأرباح لأدوات الملكية، أما الثاني رأسمالي قد يكون ربحاً أو خسارة؛
- ب. **المخاطرة:** وهي إحتتمالات تحقق الخسائر المصاحبة للاستثمار، فيحاول المستثمر قدر الإمكان تجنب المخاطر أو الحد من آثارها؛
- ت. **التوقيت:** هو الفترة الزمنية للاحتفاظ بالورقة المالية طبقاً لأهداف المستثمر،فقد يكون الاحتفاظ ضمن فترة زمنية طويلة (التركيز على العائد السنوي) أو لفترة قصيرة(التركيز على الأرباح الرأسمالية).

الفرع الثاني: أدوات الإستثمار المالي

إن الاستثمار المالي لا يتأتى إلا بأدوات تثبت التعامل فيه من أسهم وسندات وغيرها من الأدوات.

2-1- أدوات الملكية ( الأسهم):

2-1-1- تعريف الأسهم : يمكن تقديم عدة تعاريف:

✓ السهم هو حق المساهم في شركة الأموال و هو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري، ويمثل السهم حق مالكه في الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت فيها و حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء.(شمعون، مرجع سبق ذكره، صفحة 21)

✓ تمثل الملكية في شركة ما حيث يتكون رأسمال الشركات المساهمة وحصص التوصية في (شركات التوصية بالاسهم) من عدد الحصص المتساوية يسمى كلا منهما سهما، ويتم الإشارة إليها أحيانا بمصطلح حصة في شركة ما.(حسين، 2010، صفحة 78)

وتتمثل قيمة الأسهم في:(جمال، 2012، صفحة 52)

أ- القيمة السوقية: وهو القيمة التي يتداول بها في السوق بيعا و شراء تختلف في العادة عن القيمة الاسمية تبعا لغرض الطلب و العرض على الأوراق المالية؛

ب- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية : و هي تتمثل في قيمة السهم داخل دفاتر المؤسسة و التي يمكن الحصول عليها من خلال قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة.

2-1-2- أنواع الأسهم: يتم تصنيف الأسهم إلى عدة أنواع نلخص كما يلي :

✓ تصنيف الأسهم من حيث الشكل:

1- الأسهم الاسمية: السهم الاسمي هو ذلك السهم الذي يحمل اسم صاحبه و يقيد فيه البيانات و المعلومات الخاصة بصاحبه(الاسم واللقب، العنوان الشخصي للمساهم، بيان المدفوع من قيمة الأسهم، نوع الأسهم، اسم و نوع شركة المصدرة و كذا عنوانها و رأس مالها، عملية التنازل وتاريخها)

2- الأسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا يكتب فيها اسم المساهم و يذكر أنه لحامله و تتداول الأسهم بطريقة الحياة الفعلية.

3- الأسهم لأمر: يمكن أن تصدر الشركة أسهم لأمر بشرط أن تدفع قيمتها الاسمية كاملة، كما يمكن

تداوله بطريقة التظهير.(جمال، مرجع نفسه، صفحة 54)

✓ تصنيف الأسهم حسب نوع الحصة المدفوعة:

1- الأسهم النقدية ( المالية): السهم النقدي هو السهم الذي يدفع مبلغه نقدا عند الاكتتاب بشرط عدم إمكانية تداوله إلا بعد التأسيس النهائي للشركة.

2- الأسهم العينة: هي التي تمثل حصة عينة من رأس مال شركة المساهمة و تتمثل الحصة العينة في عقار أو مصنع آلات، بضائع تجارية.... الخ كما يجب الوفاء بقيمة الأسهم العينة بالكامل عند الاكتتاب.

✓ تصنيف الأسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

وتنقسم بدورها إلى : (حماد، 2000، صفحة 23)

1- الأسهم العادية: هي أوراق مالية غير محددة الاستحقاق تحمل قيمة اسمية تحدد عند الإصدار وهي ذات عائد متحرك، تصدرها الشركة للحصول على أصول ملكية، ويحدد النظام الأساسي للشركة عادة عدد الأسهم المصرح بها وهو الحد الأقصى الذي يمكن لإدارة الشركة إصداره من دون تعديل هذا النظام

2- الأسهم الممتازة: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية و لكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة وهي:

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا لا يتغير، ولهم الحق في الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية، غير أنهم لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم.  
- كما يعتبر السهم الممتاز كمصدر تمويل دائم لا يتطلب إعادة تسديد قيمة في تاريخ معين كالسند. (بوسحاقي، 2003/2002، صفحة 96)

2-2- أدوات المديونية (السندات):

تعتبر السندات أدوات تمويل تلجأ إليها الدولة و هيئاتها و المؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال و تمويل مشاريعها

2-2-1 تعريف السند: عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل تصدره الشركات أو الحكومة و طبقا لهذا العقد يقبل المقترض " مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع فوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، و يحمل السند قيمته الاسمية و تاريخ إستحقاق معين و معدل فائدة محددة. (بوكساني، 2005/2006، صفحة 61)

2-2-2 أنواع السندات:

2-2-2-أ سندات حسب الجهة المصدرة :

تصنف السندات على أساس هذا المعيار إلى: (بوعالمي، 2010/2009، صفحة 53)

✓ سندات عامة: هي السندات التي تصدرها الدولة و مؤسساتها للاكتتاب العام و تمثل قروضا مرفا على عاتق الحكومة و يتم الحصول عليها من طرف الأفراد أو الهيئات و ذلك بهدف تمويل عمليات الاقتصادية؛

✓ **سندات خاصة:** و هي سندات طويلة الأجل تصدرها مؤسسات الأعمال مع درجة إنتمان قوية جدا و تعد هذه السندات من أدوات الدين التي تساعد مؤسسات الأعمال في الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها.

#### 2-2-2-ب- السندات حسب طريقة السداد:

يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد: (بوكساني، مرجع سبق ذكره، صفحة 62)

1- **سندات تسدد عندا تاريخ إستحقاقها:** حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق؛

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

#### 2-2-2-ت- السندات حسب الحقوق و الامتيازات المقدمة لمالكها:

يمكن أن نميز بين:

✓ **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** هي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك و هي المفضلة لدى المستثمرين خاصة إذا كانت هذه الشركة تحقق معدلات نمو عالية؛

✓ **سندات ذات علاوة:** لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها و المقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرق المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

#### 2-2-2-ث- السندات حسب معدل العائد:

4-1 **سندات ذات المعدل الثابت :** هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة إنخفاض معدلات الفائدة في البنوك، حيث يمكن للمستثمر الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق؛

4-2 **سندات ذات المعدل المتغير:** في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق أو حسب معدل التضخم و في الغالب يكون بمعدلات فائدة تصاعدية. (زويل، 2000، الصفحات 49-50)

#### 2-2-2-ج- السندات حسب الضمانات المقدمة:

✓ **السندات المضمونة:** و هي سندات عادية تتميز عن غيرها من السندات بأنه مضمون بأصل عيني ثابت كالأراضي أو المباني أو الآلات؛

✓ **السندات الغير مضمونة:** و هي سندات غير مضمونة بأصول ثابتة معينة لذلك فالإستثمار فيها يكون بمخاطر كبيرة عندئذ الضمان الوحيد للمستثمر هو سمعة الشركة المصدرة، و مركزها المالي و كافة المتعاملين معها.

2-3 الأوراق المالية الحكومية :

الأوراق المالية الحكومية هي صكوك المديونية المتمثلة في السندات وما يماثلها والتي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، و يكون إصدار الحكومات ( المحلية أو المركزية) للسندات بهدف تجميع الأموال اللازمة لمواجهة إحتياجاتها الجارية أو الاستثمارية، و كذلك التأشير في أسواق رأس المال التدخل لبيع أو شراء السندات في إطار سياسة السوق المفتوحة، و إقبال عليها كثيرا من طرف المستثمرين لأنها أكثر أمانا و أقل مخاطرة.

2-3-1 طرق إصدار السندات الحكومية:

تقوم الحكومات الاكتتاب بسندات القرض العام بأحد الأساليب التالية:

- ✓ **الاكتتاب العام:** و ذلك عن طريق إصدار القرض و شروطه و نظام الإصدار و كل ما يتعلق به و أيضا الجهات المخولة بإتمام المعاملات المتعلقة به، وبالتالي فالعملية تتم مباشرة بين المكتتب والجهة المكلفة بالإصدار دون وجود وسيط و يتميز هذا الأسلوب بالبساطة غير أنه يتطلب الكثير من الخبرة؛
- ✓ **الاكتتاب عن طريق البنوك:** و توكل الحكومة البنوك التجارية الناشطة بالدولة لتقوم بدور الوسيط في عملية الاكتتاب و بالمقابل تدفع لها عمولة عادة ما تكون نسبة من قيمة السندات السابقة .
- ✓ **المزايدات:** حسب هذا الأسلوب تنظيم مزايدات تعرض الحكومة من خلالها سندات للبيع و تتم العملية بناء على أعلى سعر. و هذه الطريقة سهلة و سريعة؛
- ✓ **البيع المباشر في أسواق الأوراق المالية:** حيث تقوم الحكومة ببيع سندات مباشرة في البورصة و تعتبر هذه الطريقة فعالة عندما يكون الهدف من الاكتتاب هو التأشير على العرض النقدي في الاقتصاد .

2-3-2 أنواع أوراق المالية الحكومية:

تأخذ الأوراق المالية الحكومية أشكالا عديدة أهمها: (الداغر، 2007، صفحة 112)

- ✓ **السندات الإدخارية:** وهي صكوك دين إسمية لا يجوز تداولها تصدر من طرف العامة، و لا تحمل هذه السندات معدلاً للفائدة، لأن العائد الذي يحصل عليه صاحبها يتمثل في الفرق بين قيمة الإصدار و القيمة التي يحصل عليها صاحب الورقة عند تاريخ الإستحقاق؛
- ✓ **سندات الخزينة:** و تمثل إستثمار متوسط و طويل الأجل (7-30) سنة وهي قابلة للتداول و لحاملها حق التصرف بها دون إنتظار الاستحقاق و بالمقابل فإن الخزينة تستطيع إستدعاء السندات بقيم و تواريخ محددة سلفا ، كما تتميز في إعلانات الصحف اليومية.

الفرع الثالث: محفزات و أهداف الاستثمار المالي

أولاً: محفزات الاستثمار المالي

إن مجرد توفر فوائض نقدية أو مدخرات لدى الأفراد أو المؤسسات، لا يكفي لكي تنشط حركة الاستثمارات بل يجب أن يرفق ذلك توفر مجموعة من العوامل التي تخلق حافزا لدى المدخرين لتحويلها إلى استثمارات نذكر منها: (جرادي ز.، الصفحات 70-71)

1. توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والمؤسسات، لان مثل هذا الوعي يجعل المدخرين يشعرون بالحس الاستثماري الذي يجعلهم يقدرون الإيرادات المترتبة عن توظيف مدخراتهم في شراء الأصول المنتجة، وليس تمجيدها في شكل أوراق بنكية ربما تتناقص قيمتها الشرائية في المستقبل بفعل عامل التضخم و الأزمات المالية المحتملة؛

2. ينبغي توفير المناخ الاجتماعي والسياسي الملائم لعمليات الاستثمار، وذلك بتوفير الحد الأدنى من الأمان، الذي يشجع المدخرين على تقبل المخاطر المصاحبة للاستثمار، ومن أهم عوامل توفير المناخ المناسب للاستثمار، خلق قوانين وتشريعات تنظم و تشجع عمليات الاستثمار، كما تحفز وتحمي حقوق المستثمرين سواء كانوا محليين أو أجانب، تنظم المعاملات في الأسواق المالية؛(جرادي ز.، مرجع نفسه، صفحة 70)

3. من دوافع الاستثمار توفر سوق مالي كفؤ وفعال، وذلك بتوفير المكان و الزمان المناسبين، حيث يعطي للمدخرين فرصة استثمار أموالهم، وللمقترضين في الحصول على تلك الأموال وبصفة عامة يعطي فرصة لكل واحد منهم في اختيار المجال المناسب، من حيث أداة الاستثمار، و التكلفة والمخاطرة وما يميز السوق المالي من حيث الكفاءة في توفير صيغة ديناميكية، وسرعة الاستجابة للأحداث وتوسيع هذا السوق والتسهيلات المناسبة، إضافة إلى المختصين في المعاملات المالية في مجال الاستثمار.

ثانياً: أهداف الاستثمار المالي

يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك أنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتمثل في ما يلي:

○ **تأمين المستقبل:** عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معيناً، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطرة؛

○ **تحقيق أكبر دخل جاري:** يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى؛

○ **تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول:** يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافاً إليها العائد المحصل، إضافة إلى تحقيق أكبر نمو ممكن

للثروة، حيث يختار المضاربون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها؛

- حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم: إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة؛
- حماية الدخل من الضرائب: يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية؛

### المبحث الثاني: مراجعة الدراسات السابقة

سنحاول في ما يلي أن نقوم بعملية عرض ونقد موجز لأهم الدراسات والأبحاث التي لها علاقة بموضوع الدراسة، حيث تم تقسيم الدراسات المتوصل لها إلى مطلبين فخصص المطلب الأول لدراسات السابقة والمطلب الثاني هو عبارة عن مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية.

#### المطلب الأول: الدراسات الوطنية

##### الفرع الأول: الدراسات الوطنية باللغة العربية أولاً: المجالات العلمية:

1. بن شنهو فريدة، عطار عبد الحفيظ، تطوير فعالية السوق المالي في الجزائر، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، 2019/03/09 حيث تدور إشكالية الدراسة حول: واقع السوق المالي في الجزائر؟ وما آفاق تطوير فعاليتها؟ وقد تهدف الدراسة إلى إبراز أهم العراقيل التي تواجه السوق المالي الجزائري والتي تعيق من تطوره للالتحاق بركب البورصات المتطورة، وعليه أصبح على السلطات الجزائرية العمل على توفير مناخ ملائم لعمل البورصة ( تدعيم بنيتها التشريعية والمؤسسية، وتحفيز جانبي العرض والطلب فيها،...)

2. بلعشي عبد المالك، بن رجم محمد خميسي، أثر فتح رأس المال على قيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة -دراسة تحليلية لمجمع صيدال للصناعة الصيدلانية وفندق الأوراسي، مجلة الدراسات الاقتصادية و المالية، المجلد 11، العدد 1، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، 2018/10/06 حيث هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر فتح رأس مال المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الأوراق المالية على قيمتها السوقية. إذ يعتبر قرار فتح رأس المال من الخيارات المتاحة أمام الإدارة المالية للشركات، من أجل تمويل مختلف أنشطتها الاستثمارية و الاستغلالية، مع إبراز السياسات المنتهجة في تمويل المؤسسة الاقتصادية، لاسيما في ظل اقتصاديات الأسواق المالية بما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين، وقد توصل الباحثان من خلال هذه الدراسة أن تأثير قيمة المؤسسة السوقية بخيار التمويل عن طريق بورصة الأوراق

المالية، غير أن القرار التمويلي بدخول بورصة الأوراق المالية سلاح ذو حدين بتأثيره المباشر على القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة في البورصة، إما إيجاباً بزيادة القيمة نتيجة ارتفاع أسعار الأسهم السوقية وإتباع المؤسسة لسياسة مالية تجعل المستثمر يرغب في شراء قيمها المنقولة و الاستثمار فيها، أو في الاتجاه السلبي بالانخفاض في القيمة السوقية نتيجة ردّة فعل السوق السلبية تجاه القيم المنقولة للمؤسسة أو عدم تحقيق وتوزيع الأرباح مما يجعل المستثمر يعزف عن شراء أسهم المؤسسة، و بالتالي انخفاض قيمها و التأثير المباشر على سمعة المؤسسة و قيمتها السوقية.

إن كل هذا التوجّه لابد له من وجود سوق مالية كفؤة تميزها الشفافية، مصداقية القوائم المالية المنشورة، وكذا سهولة وصول المعلومة لجمهور المستثمرين، في نفس الوقت وبأدنى التكاليف، لذا وجب التركيز أكثر على تفعيل دور بورصة الجزائر في تحريك التنمية الاقتصادية، تمويل مختلف المؤسسات الاقتصادية، تكوين ورسكلة المستثمرين في مجال التمويل برأس المال المخاطر، وهذا في ظل تكنولوجيا المعلومات وعصر الرقمنة الذي يجعل من البدائل الاستثمارية و التمويلية متاحة للجميع وبتكاليف معقولة.

3. هيفاء رشيدة تكاري، شليحي كريمة، الاستثمار عن طريق إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

في البورصة الجزائرية، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، جامعة البلديّة2، العدد الثالث عشر،

جويلية 2018، حيث تم طرح الإشكالية التالية: ما هي الظروف التي جعلت المشرع الجزائري يسمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالاستثمار في البورصة بعد أن كانت حكراً على المؤسسات الكبرى فقط؟ وكيف يمكن إدراج هذه المؤسسات في البورصة من أجل تحقيق الهدف المرجو منها؟

وتهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الوطني باعتبارها قطاع غير مهتم من طرف الدولة، والأهداف التي تحقّقها البورصة من خلال إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما تم التطرق إلى حوافز استثمار هذه الأخيرة في البورصة الجزائرية

4. ديب كمال، لعراب سارة، دور بورصة الجزائر للأوراق المالية في فتح رأس مال المؤسسات

الاقتصادية العمومية- دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة المُدبر، العدد6، جوان 2018، حيث هدفت هاته الدراسة إلى إبراز دور بورصة الأوراق المالية في اتجاهات المؤسسات الاقتصادية لفتح رأس مالها، و دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 1997-2015، لتخلص إلى ضرورة فتح رأس مال المؤسسات العمومية في البورصة نظراً لما لها في تنشيط السوق المال، وكذا تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية.

5. عثمان علام، عز الدين حملة، بورصة الجزائر بين الركود و آليات التفعيل، مجلة الريادة

للاقتصاديات الأعمال، جامعة أكلي محند أولحاج -البويرة، المجلد 04، العدد 02، جوان 2018. وتدور إشكالية الدراسة حول: فيما يكمن واقع بورصة الأوراق المالية الجزائرية، وما مختلف الجهود المبذولة للرقّي بها؟ حيث يهدف الباحثان من هذه الدراسة إلى واقع بورصة الجزائر وتأخرها عن مصاف البورصات العالمية رغم الجهود المبذولة من طرف الحكومة الجزائرية، إلا أنها لم تصل إلى الغاية المراد تحقيقها وهذا راجع لأسباب أهمها:



- التأخر في إصلاح بالسوق المالية بصفة عامة؛
- معوقات سياسية حيث أفتحت البورصة في مناخ سياسي غير مستقر، وغيرها من الأسباب التنظيمية والتشريعية والثقافية.

لتخلص الدراسة أن بورصة الجزائر رغم أهميتها في تنمية الاقتصاد الوطني إلا أنها تواجه عدة عراقيل تجعلها لا تحقق غايتها و تحد من تطورها.

6. محمد عدنان بن الضيف، عبير مزغيش، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين الحوافز

والعوائق، مجلة الحقوق والحريات، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثالث، ديسمبر 2016

حيث تدور إشكالية حول: إلى أي مدى وفقت التجربة الجزائرية في تجربة الاستثمار في البورصة؟ وما مدى نجاحها مقارنة مع التجربة المغربية في الاستثمار في بورصة الدار البيضاء؟ وهدفت هذه الدراسة إلى مقارنة التجربة الجزائرية والمغربية في مجال الاستثمار في البورصة، لتبرز أهم النتائج المستخلصة منها في بورصة الجزائر تعاني من الخمول وقلة الاستثمار فيها رغم السعي لتطويرها، على خلاف بورصة الدار البيضاء التي أعطت المغرب سوقاً نشطاً الذي يعج بالمستثمرين.

7. العربي غويني، عادل مستوي، آلية تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -

حالة بورصة الجزائر، مجلة المناجر، جامعة الجزائر، العدد 01. 2012 حيث طرحت إشكالية كيف يمكن تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟ و قد عالجت هذه الدراسة موضوع إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة الممتدة بين (2001-2012) وآلية تفعيل البورصة الجزائرية لتمويلها، وعلى ضوء هذه الدراسة تم تشخيص واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، لاسيما تطور حجمها و المشاكل التي تعاني منها كما تم تشخيص واقع بورصة الجزائر لاسيما من خلال عرض مختلف المؤسسات المتدخلة في هذه البورصة و أهم معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر. ليتم بعدها اقتراح بعض التوصيات أو المقترحات حول تطوير وتفعيل البورصة في الجزائر منها:

- خلق ثقافة تعامل مع البورصة في الجزائر؛
- زيادة تفعيل وسائل الإعلام للتعامل في سوق الأوراق المالية؛
- توعية المؤسسات والأفراد بأهمية الاكتتاب في البورصة؛
- ترقية نشاط بورصة الجزائر لاسيما من خلال القضاء على المشاكل والمعوقات المختلفة.

8. محفوظ جبار، أداء بورصة الجزائر-الواقع والآفاق، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 12،

العدد 01، جامعة سطيف، سنة 2005، وتمحورت الإشكالية حول ما هي حقيقة وضع بورصة الجزائر وما هي التحديات التي تواجهها آنياً ومستقبلاً؟ حيث هدفت هذه الدراسة إلى التطرق لأهم المشاكل التي تعترض بورصة الجزائر رغم الجهود المبذولة وهي كغيرها من الأسواق الناشئة في الدول العربية. لتتوصل إلى توصيات للمساهمة في إنعاش بورصة الجزائر أهمها:

- تعميق الوعي الاستثماري والتعريف بمزايا الاستثمار المالي في المجتمع الجزائري؛

- تنشيط العرض وذلك بتنويع أدوات الاستثمار المالي لإتاحة المزيد من البدائل أمام المستثمرين؛
  - إنشاء المؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية مثل شركات الاستثمار؛
  - تعزيز طرف الإفصاح المالي وتطوير مهنة المحاسبة والتدقيق وآليات حوكمة الشركات.
9. محفوز جبار ، فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، العدد 01، جامعة سطيف، 2001، وتدور إشكالية الدراسة حول: ما هي فرص الاستثمار في الجزائر بصفة عامة؟ وما هي فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية بصفة خاصة؟ حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تأثير التحول نحو اقتصاد السوق ودوره في جذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية، وهذا من خلال توفير المناخ الاستثماري الملائم لها، لنقوم الجزائر بفتح سوق مالية محاولة منها لجذب أكبر قدر من المستثمرين. فهناك العديد من العوامل الجاذبة للاستثمار في بورصة الجزائر نذكر منها:
- نقص السيولة لان هناك زيادة دائمة في العرض مقابلة بالطلب على الأوراق المالية المتداولة؛
  - إن القطاع البنكي و القطاع المالي بصفة عامة مفتوحان أمام رأس المال الأجنبي، الشيء الذي يوسع من فرص الاستثمار؛
  - الحوافز المتوفرة خاصة انخفاض تكاليف الصفقات و إعفاء الأرباح المحققة من التوظيف في الأدوات المالية.

#### ثانياً: المداخلات

1. دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، جامعة بسكرة، يوم 2017/01/01 وهي مداخلة تم فيها طرح الإشكال التالي: هل استطاعت بورصة الجزائر أن تساهم في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية وتحسن وضعيتها المالية؟ أم أنه كان من الأفضل أن يبقى تمويل المؤسسة الجزائرية عن طريق البنوك والموارد الذاتية فقط؟ وتهدف إلى تبيان مدى مساهمة البورصة في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، وإمكانية استغناء المؤسسات الجزائرية عن مصادر التمويل التقليدية أو على الأقل تقليل اللجوء إليها خاصة مع ظهور البورصة، وقد تم التطرق في هذا الإطار إلى حالة مؤسسة الرياض-سطيف- نموذجاً وكيفية دخولها البورصة.

2. زيدان محمد، نورين، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، مداخلة بعنوان: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، جامعة بسكرة ، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006. و تدور إشكالية الدراسة حول: ما هو دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر؟ حيث خلصت المداخلة إلى أن الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر إنما هو نتاج لعديد من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي و الديني، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام. ومن التوصيات التي يمكن إقترحها في هذا المجال ما يلي:

- الإسراع في عملية خصخصة المؤسسات العمومية بما فيها البنوك من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة؛
- مراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما يتعلق بشروط الإدراج وكذا شركات الوساطة؛
- العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية و الجهوية بهدف الإستفادة منها؛
- العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع عن طريق وسائل الإعلام وكذا شبكة الاتصال العالمية.

### ثالثاً: المذكرات

1. أيت كان عزيزة، بوصفيق فتيحة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة حالة بورصة الجزائر، وهي عبارة عن رسالة ماستر بكلية العلوم الاقتصادية، جامعة البويرة ، 2014-2015. حيث تدور إشكالية الدراسة حول ما مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية ؟ و هدفت هذه الدراسة إلى معرفة فعالية الأسواق المالية في الدول النامية لتلخص إلى النتائج أهمها :
  - تعاني الأسواق المالية النامية من مشاكل متعددة مثل غياب الاستقلال الإداري والمالي لبعض أسواقها وغياب مؤسسات الإيداع المركزي ومؤسسات التسوية المالية وعدم وضوح الأدوات المالية وصغر نطاق الأسواق؛
  - تسريب المعلومات الجوهرية عن أسعار الأسهم والسندات وحركتها، الإشاعات والتسريبات هي آفة أسواق المالية للدول النامية.
  - وخرجت بتوصيات أهمها:
  - على الشركات المدرجة في سوق المالي أن تعمل على الإفصاح عن كافة المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين المتعاملين في السوق وبدون تكاليف؛
  - زيادة الوعي الاستثماري مما يساعد على تشجيع الاستثمارات؛
  - على الدولة التحكم في الاتجاهات التضخمية للأسعار كالحد من التوسع النقدي، انخفض معدل التضخم مع ارتفاع مؤشر السوق قد يساعد على تحسين أداء السوق؛
  - تنويع الأدوات المالية مما يساعد المستثمر في عملية اختيار الاستثمار في الأوراق التي يرغب، مما يساعد هذا على زيادة عدد المستثمرين في السوق.
2. فتيحة بن بوسحاقي، بورصة الجزائر- واقع وآفاق، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2002/2003، حيث تدور إشكالية الدراسة حول بورصة الجزائر واقع وآفاق؟ وتهدف إلى إبراز دور و فعالية بورصة الجزائر ومكانتها في الحياة المالية والاقتصادية، لتصل إلى النتائج التالية:

- حيث أن بورصة الجزائر تلعب دورا هاما في التنمية الاقتصادية من خلال تعبئة الادخار بتقريب الأشخاص ذوي فائض مالي في الأموال والذين هم بحاجة إليها؛
- اقتحمت الشركات المسعرة في بورصة الجزائر مرحلة جديدة من مراحل تاريخ وجودها البورصة، ويتعلق الأمر بالشركات التالية: سوناطراك، الرياض سطيف، مجمع صيدال وفندق الاوراسي وبذلك أصبحت بورصة عملية، لتتوصل الدراسة إلى توصيات أهمها:
- ضمان استقرار سياسي ومعالجة الوضعية الأمنية؛
- مكافحة السوق الموازية التي تتمكن من الحصول على أرباح سهلة، و أسباب التضخم حتى نعيد هذه الظاهرة إلى مستوى يحفز الأعوان الاقتصاديين إلى استثمار إمكانياتهم المالية؛
- زرع الثقافة البورصية بتحسيس مختلف الأعوان الاقتصاديين وخاصة الأسر باستخدام مختلف وسائل الإعلام، وهذا من أجل حثهم للاستثمار في الأصول المالية.

### الفرع الثاني: الدراسات الوطنية باللغة الأجنبية 1. المجالات العلمية

2. Dr/ Gana Brahim·L'impact Du Marché Boursier Sur Le Développement Financier En Algérie : Analyses Et Perspectives· Université de Bejaia ، Revue finance et marchés ، Volume 4 / N°08/2018.

وملخص هذه الدراسة توضيح التنمية المالية في الجزائر من خلال إدخال تنشيط سوق الأوراق المالية كعنصر من عناصر أداء النظام المالي ككل باستعمال مؤشرات القياس الإحصائية التي أظهرت أن مساهمة السوق المالي في الجزائر لازالت متأخرة عن الاقتصاد العالمي وهذا راجع لأسباب عديدة، كما يجب تنويع الاقتصاد الوطني وعدم الاعتماد على العائدات النفطية كسبيل وحيد للحصول على التمويل الكافي.

3. Dr/ Bekada Mohamed et Dr/ Derbal Abdelkader· Le Marché Financier En Algérie état Des Lieux Et Perspectives De Son Développement ،Université d'Oran ، Revue algérienne d'économie et gestion· Dossier10. N°03/2017

و ملخص هذه الدراسة أن تطوير السوق المالي في الجزائر وانتعاشها يتطلب تطهير البيئية الاقتصادية،القانونية، والشفافية، وكذا تبسيط الإجراءات وتحسين مناخ الأعمال، وأن قوة السوق المصرفية المتقدمة والمنظمة، يمكن أن تكون أداة في تسريع تنمية السوق المالية في الجزائر، مما يجعل سوق الأسهم محاورا رئيسيا للتمويل التكميلي والبديل، احتكار البنوك كعمول رئيسي لرؤوس الأموال لا يلبي طلب الشركات الكبيرة التي لديها احتياجات تمويل كبيرة، ومن ثم الحاجة إلى إصلاح وتطوير السوق المالية في الجزائر، فغياب النشاط في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة يعيق تنمية السوق في الجزائر وآفاق التنمية للعديد من الشركات. تنشيط السوق المالية في الجزائر مرهون بخطة الاكتتاب العام للشركات العمومية، التي بادرت

السلطات العامة بها .وأخيرا لا يمكن أن يتم بناء اقتصاد قوي يعتمد عليها إلا عن طريق سوق مالية مستقرة ومنتينة.

4. Dr/ Bradai Abdelkader, **Impact De L'introduction En Bourse Sur La Performance De L'entreprise Algérienne**, Université d'Alger,

حيث تدور إشكالية هذه الدراسة حول: ما هو أثر الاكتتاب على الشركات الجزائرية؟ وتهدف إلى تبيان أسباب فشل السوق المالية الجزائرية وتتبع تطورها ومعالجة أثر أداء المؤسسات الجزائرية وقد تم التطرق إلى حالة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر (روبية وأليانس للتأمينات) و العوامل الداخلية والخارجية في بورصة الجزائر تؤخر إقلاعها من ناحية، سوق الأوراق المالية التي لا تقدم أفضل شروط الاستقبال من ناحية أخرى، وكذا أن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية لم تكن مستعدة بعد من حيث معايير الإدارة ، وشروط لتحقيق النجاح في الاكتتاب العام، والإصلاح التنظيمي والاقتصادي العالمي ومحاولة إدراج عدد أكبر من المؤسسات المؤهلة للقبول، وتخفيف شروط القبول والانفتاح على المستثمرين الأجانب هي عوامل النجاح الرئيسية التي سوف تحتاج إلى بناء الأمل لتطوير بورصة الجزائر.

5. Dr/ Drissi Asma, **L'entreprise Algérienne Et La Bourse :Quel Intérêt ? Aperçu Sur L'expérience Tunisienne Dans Le "Marché Alternatif"**, Université d'Alger 3, Revue Enterprise, N°05/2016

حيث تهدف من خلال هذه الدراسة إلى إبراز المزايا التي تحقها المؤسسات الجزائرية عند دخولها لبورصة الجزائر، هذه الأخيرة لا تشكل حقيقة مصدر لتمويل حيث نجد عدد ضئيل من المؤسسات المدرجة فيها، ولذلك فإن اغلب المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تقوم بالاستدانة عن طريق البنوك حيث تشكل أكثر من 80% ، فالبورصة الجزائرية تعتبر أداة استثمارية وتمويلية فعالة، لكن حجم المؤسسات الجزائرية (الصغيرة والمتوسطة خاصة) لا يزال العامل الأول الذي يشكل عائق أمام دخولها البورصة وبالتالي لا يتيح الفرصة لهذه الأخيرة للقيام بتمويل الاقتصاد وتنويع وسائل التمويل.

6. Dr/ Debboub Youcef , **L'introduction D'une Société En Bourse: Avantages , Modalités Et Inconvénients**, Université d'Alger 3, Revue des Sciences Économiques de Gestion et de Commerce, N° 27 /2013.

حيث تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على أهمية بورصة الجزائر في النشاط الاقتصادي، وأهم الخطوات المتبعة لتحديثها وتطويرها من خلال توضيح مزايا الإدراج في البورصة التي تضمن شفافية للمعلومات للمستثمرين وحمايتهم كما تطرف الباحث إلى معوقات تطورها رغم انتعاش مثلتها في البلدان العربية لينتقح بعدها أسس وخطوات لتفعيل دور البورصة في التنمية الاقتصادية.

## المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

## الفرع الأول: الدراسات الأجنبية باللغة العربية

## أولاً: المجالات العلمية:

1. هياش فارس، مناع ريمة، أثر المعلومات المالية في إتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية و المحاسبة والإدارة، العدد السابع، جوان 2015، حيث تم طرح الإشكالية التالية: ما مدى تأثير وأهمية المعلومات المالية على إتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق المالي لعمان؟ وتهدف هذه الدراسة إلى إعتبار المعلومات هي أساس التي تستند عليه القرارات أيا كان نوعها، و كذا محاولة إظهار الأهمية التي تلعبها المعلومات المالية لإتخاذ القرارات الاستثمارية لعينة من المستثمرين بالسوق المالية الأردنية، و كذلك التعرف على أهم الجوانب النظرية للمعلومات المالية و القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية باعتبار المعلومة المالية من أهم الركائز التي تقوم عليها كل الأسواق. وكان الهدف الرئيسي من هذه الدراسة في التعرف على تأثير و أهمية المعلومات المالية خاصة التي تضمنتها التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي للمستثمرين الأفراد و مدى إعتمادهم عليها في إتخاذ القرارات الاستثمارية بهذه السوق أما الأهداف الرئيسية فتتمثل فيما يلي:

- تحديد كيفية الحصول على أهم المعلومات المالية و الاقتصادية التي يمكن الإعتماد عليها في تقييم أداء الأسواق المالية التي تساعد على إتخاذ القرارات الاستثمارية؛
- تحديد مدى استخدام المعلومات المالية في إتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي.

2. محمد كمال أبو عمشة، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية- دراسة حالة بورصة قطر، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العدد 61-62، سنة 2013 .

حيث تدور إشكالية الدراسة حول: دور بورصة قطر في جذب الاستثمارات الأجنبية؟ وما هي مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي لتعزيز الاقتصاد القطري الكلي والجزئي؟ وتهدف الدراسة إلى تحديد عوامل جذب الاستثمار الخارجي للاقتصاد القطري، وبخاصة المتعلقة ببورصة قطر، بغية الخروج بسياسات وآليات لتفعيل دور البورصة في جذب الاستثمار الخارجي للاقتصاد، فقد أظهرت الدراسة أن بورصة قطر للأوراق المالية في دولة قطر سوق واعدة على الرغم من حدوثها، إلا أنها يمكن أن تسهم في استقطاب نسبة جيدة من الاستثمارات الأجنبية التي تبحث عن فرص استثمارية مناسبة، من حيث العائد والأمان، إذا تمت معالجة بعض المعوقات التي تواجهها. كما أظهرت الدراسة أن بورصة قطر للأوراق المالية قد تطورت بشكل كبير خلال السنوات العشر الماضية، منذ تأسيسها، وأنها استطاعت استقطاب نسبة كبيرة من المدخرات الوطنية والخليجية وتحويلها إلى استثمارات محلية، وذلك للحيلولة دون تسربها إلى الأسواق المالية في الخارج، كما استطاعت أن تجذب نسبة معقولة من الاستثمارات الخارجية وتضعها في البورصة القطرية، لتصب في مصلحة التنمية الاقتصادية، ما يساهم في سد الفجوة المتفاقمة بين الادخار والاستثمار في دولة قطر.

3. مصطفى جعفر عيسى العيسى، تأثير قانون الاستثمار الجديد في سوق العراق للأوراق المالية- دراسة تحليلية، جامعة بغداد، قسم البحوث والدراسات، حيث تمثلت مشكلة الدراسة في ضعف عائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية قياساً في الاستثمارات الأخرى في قطاعات أخرى، وتهدف هذه الدراسة إلى معرفة نقاط القوة في المؤسسات والشركات في سوق الأوراق المالية، وكذا تحديد المشاكل التي يواجهها سوق المال العراقي في تطبيق قانون الاستثمار العراقي والمزايا من الضمانات الممنوحة للمستثمرين وفي الأخير تقييم وتحليل واقع سوق المال العراقي. لتنتهي الدراسة بمجموعة من التوصيات أهمها:

- توفير المناخ الاستثماري الملائم عن طريق الاستقرار القوانين الاقتصادية الداعمة لهذا القانون بحيث تمكن المستثمرين من اتخاذ القرار الاستثماري في السوق العراقي بكل ثقة وطمأنينة.
- نشر الوعي المالي بين الموظفين بالإضافة إلى الوعي القانوني من حيث العمل على تشجيع الاستثمار في السوق المالي والتعريف بأدواته المختلفة ويمكن أن تلعب وسائل الإعلام المختلفة دوراً كبيراً في هذا المجال.

4. محمد أبو العلاء الطحان، درجة أهمية المعلومات المالية في ترشيد قرارات الاستثمار بالتطبيق على سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين الشمس، 1995. حيث هدفت هذه الدراسة إلى تقديم إجابات عن الأسئلة التالية:

- هل المعلومات المحاسبية والمالية تكفي لتحفيز المستثمر بين على التعامل باطمئنان في سوق الأسهم؟ هل يعتمد المستثمرين على البيانات المالية فقط أم هناك بيانات أو معلومات أخرى لا بد من توفرها لهم؟ وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أبرزها أن أهم المعلومات لدى المستثمرين هي محتويات قائمة الأرباح والخسائر وتليها في الأهمية على الأسهم و درجة الاطمئنان و إنخفاض المخاطرة في السوق.

#### ثانياً: التقارير

1. تقرير صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2018، العدد 25 ، حيث تطرق إلى التراجع الملحوظ في أداء الأسواق المال العربية على عكس الفترات السابقة، وذلك لتأثرها بتراجع أسعار النفط إضافة إلى عدد الشركات المدرجة فاعلج البورصات العربية تراجع بسبب عدم الاستقرار السياسي في بعض الدول العربية.

#### ثالثاً: المؤتمرات

1. عبد الحكيم براح، تحسين الحوكمة في أسواق المال العربية، المؤتمر الثاني لأسواق رأس المال العربية، بعنوان "تعزيز الشفافية و الابتكار المالي" الذي نظمته هيئة الأوراق المالية المال العربية، الأردن، يومي 27 و 28 مارس 2019، حيث تطرق إلى أسواق رأس المال العربية والدولية والتحديات التي تواجه الأسواق المالية العربية وتأثير البنية التحتية الإلكترونية على أسواق رأس المال العربية، ليؤكد على أهمية أفضل التطبيقات للمعايير والممارسات الدولية من أجل تعزيز القدرة التنافسية في أسواق رأس المال.

ويهدف المؤتمر إلى الحرص على تعزيز دعم الأسواق العربية ومواكبة آخر المستجدات، إضافة إلى ضرورة تجاوز عراقيل تطور البورصات العربية، من خلال تعزيز الشفافية والإفصاح وحماية المستثمرين ومن أبرز هذه التوصيات هذا المؤتمر:

- تدعيم تنافسية سوق الإصدارات الأولية والثانوية،
- تدعيم الهيكل المؤسسي للسوق المالي،
- تدعيم تنافسية شركات الوساطة المالية،
- توسيع الأدوات الاستثمارية المتاحة،
- توسيع قاعدة المستثمرين لتشمل المؤسسي منه،
- إعادة بناء الثقة والمصداقية في سوق رأس المال.

الفرع الثاني: الدراسات الأجنبية باللغة الأجنبية

المجالات العلمية:

1. Jie Cao, Bing Han, and Qinghai Wang, **Institutional Investment Constraints and Stock Prices**, Journal of Financial and Quantitative, Michael G, Foster School of Business, University of Washington, Seattle, Copyright 2017.

وتهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثيرات قيود استثمار المؤسسات على الطلب الكلي للأسهم والعرض لعوائد الأسهم للفترة الممتدة من 1980-2013 المفروضة بسبب قوانين الدولة، والعوائق التي تواجه المؤسسات لاستثمارها في البورصة لتصل إلى اقتراح حلول لها.

2. Valentina A. Bork, **Shareholder perspective on regulated financial disclosure as a means of reducing information asymmetry and improving corporate governance**: An overview of EU-regulation and a comparative study of the financial disclosure requirements and corporate governance practices in Germany and the United Kingdom, Master Thesis, Aarhus School of Business Department of Accounting, Finance and Logistics, 2005

حيث هدفت هذه الدراسة لتوضيح أهمية و نوع المعلومات التي يحتاجها المستثمر لاتخاذ القرار الاستثماري، وتوضيح أهمية حكومة الشركات والإفصاح المحاسبي في تقليل أثر عدم تماثل المعلومات، من خلال دراسة قوانين الأوربي، ومقارنة متطلبات الإفصاح المالي وتطبيقات حكومة الشركات في كل من ألمانيا والمملكة المتحدة. وقد توصلت الدراسة لعدد من نتائج المتمثلة في ضرورة تحسين جودة الإفصاحات المالية بشكل كبير من أجل تلبية الإحتياجات من المعلومات، ومساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وعلى الهيئات الرقابية والتنظيمية في الإتحاد الأوربي النظر في المصادر البديلة للمعلومات المالية التي



قد يطبقها المستثمرون المحتملون، و بالرغم من جهود الدول محل الدراسة في تعزيز أهمية تطبيق الإفصاح المالي و الحوكمة، إلى أن هناك نقص في المعلومات التي تلبي احتياجات السوق المالية.

### المطلب الثالث: مقارنة بين الدراسات السابقة و دراستنا الحالية:

بعد استعراضنا للدراسات السابقة التي تم إجرائها في مجال الدراسة نجد أن هناك أوجه تشابه وأوجه اختلاف في عدة جوانب بين الدراسات السابقة و دراستنا الحالية أهمها ما يلي:

- ❖ من ناحية الهدف لقد اشتركت جل الدراسات حول هدف رئيسي تقييم أداء الأسواق المالية.
- ❖ أما بالنسبة لعينة الدراسة فوجدنا اختلاف بين الدراسات فالدراسات معظمها تقييم أداء البورصة الجزائر والعراقيل التي تواجهها، لذلك قررنا أن تكون دراستنا على معوقات استثمار المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في بورصة الجزائر.
- ❖ أما بالنسبة إلى فترة الدراسة فدراستنا هي تكملة لبعض الدراسات التي تناولت السوق المالي الجزائري، وذلك من جانب استثمار المؤسسات الاقتصادية فيها.
- ❖ كما اشتركت الدراسات على أن الأسواق المالية هي همزة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز.

رغم كل هذه الاختلافات الموجودة بين هذه الدراسات إلا أنها أجمعت على استنتاج أن البورصات العربية بشكل عام والبورصة الجزائرية بشكل خاص تواجه صعوبات وعراقيل رغم الاختلاف في نشأة هاته البورصات، و في دراستنا نسعى لتشخيص هذه المعوقات ومحاولة إيجاد حلول لتلك الصعوبات استثمار المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في بورصة الجزائر.

## خلاصة الفصل:

لقد سلطنا الضوء من خلال هذا الفصل على الخلفية النظرية لاستثمار المؤسسات في البورصة، فتم التطرق لمجموعة من المفاهيم المتعلقة بمفاهيم عامة للبورصة و الاستثمار المالي للمؤسسات فيها. ويمكن تلخيص أهم النقاط والنتائج التي تم التوصل لها من خلال المبحث الأول فتسرد على الترتيب كما يلي:

✓ البورصة هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) والطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة؛

✓ تسعى المؤسسات للاستثمار للبورصة لما لها من محفزات فهي أداة حديثة لتمويل؛

أما المبحث الثاني فكان بعنوان مراجعة الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا، والذي تم من خلال استعراض لأهم جوانب هذه الدراسات والمتمثلة في الهدف من الدراسة، عينتها، وطريقة المعالجة، وكذا أهم النتائج المتوصل لها وفي نهاية كل دراسة تم إبراز إحدى الجوانب المهمة في الدراسة والتي سيتم تغطيتها في دراستنا، ومن ثم بينا أوجه التشابه وأوجه الاختلاف بين هذه الدراسات مع دراستنا. ولمعرفة معوقات التي تواجه المؤسسات للاستثمار في البورصة خاصة بورصة الجزائر، سوف نتطرق إليها في الفصل الثاني.

## الفصل الثاني:

دراسة حالة مؤسسة الاسمنت

لعين الكبيرة - سطيف -

### تمهيد الفصل:

بعد أن تطرقنا في الفصل السابق إلى المفاهيم المتعلقة بإستثمار المؤسسات في البورصة، والمعوقات التي تعترضها و كذا الدراسات السابقة للموضوع، سنحاول في هذا الفصل تقييم معوقات استثمار للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية خاصة في بورصة الجزائر.

ولإمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

➤ المبحث الأول: نتطرق فيه إلى عموميات حول استثمار المؤسسات في بورصة الجزائر ومعوقات التي حالت دون تفعيل دورها في جذب الاستثمارات خاصة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؛

➤ المبحث الثاني: إسقاط الدراسة على مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة- سطيف و تحليل نتائج المتوصل إليها

## المبحث الأول: عموميات حول استثمار المؤسسات في بورصة الجزائر

قبل الشروع في دراسة معوقات التي تواجه استثمار المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في بورصة الجزائر وجب علينا توضيح بعض جوانب الدراسة والمتمثلة في الطريقة المستخدمة في الدراسة، وكذا أدوات جمع المعلومات، إضافة إلى التطرق لبورصة الجزائر والتعرف على عراقيل التي حالت دون تطورها إلى مصاف البورصات العالمية، كل هذا سيتم التطرق له من خلال هذا المبحث.

### المطلب الأول: الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة

من أجل الإجابة على الإشكالية واختبار الفرضيات، تم تسليط الضوء في هذا المطلب على المنهجية المتبعة، والتطرق إلى مجتمع وعينة الدراسة، وكذا متغيراتها.

#### الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

اعتمدنا في الدراسة على إسقاط دراستنا على مؤسسة اقتصادية جزائرية فشلت في الإدراج لبورصة الجزائر، وهذا لمعرفة العراقيل التي واجهت المؤسسة رغم كونها من المؤسسات الرائدة في السوق الجزائري ولها سمعة كبيرة بين المتعاملين المحليين والدوليين. أما عينة الدراسة فضمنت مؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة بولاية سطيف.

#### الفرع الثاني: مصادر البيانات

##### ✓ المصادر الثانوية:

تم الاعتماد على الأدبيات المختلفة والمتوفرة محلياً ودولياً للإلمام بالجانب النظري من الدراسة، حيث شملت المصادر الثانوية مجموعة من الكتب، المقالات العلمية، الرسائل الجامعية، مجلات عربية وأجنبية، الملتقيات، إضافة إلى القوانين الخاصة ببورصة الجزائر وتنظيمها.

##### ✓ المصادر الأولية:

من أجل تعزيز الجانب النظري إعتدنا في الدراسة التطبيقية على المقابلة الشخصية لمدير المالية والميزانية لمؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة SCAEK-سطيف، وكذا الوثائق المقدمة من طرفه لتدعيم دراستنا.

#### الفرع الثالث: أدوات الدراسة:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المعلومات المقدمة من طرف مدير المالية والميزانية، والتي تتضمن أرقام وتقارير مالية حول الشركة، وكذا الإجراءات المتخذة لتقييم المؤسسة محل الدراسة.

**المطلب الثاني: استثمار المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في بورصة الجزائر**  
في ظل إنتقال الجزائر نحو اقتصاد السوق أصبحت البورصة أداة ضرورية، فهي تعتبر وسيلة جديّة للتمويل، لذا تسعى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية كغيرها من المؤسسات إلى الاستثمار فيها، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب.

### الفرع الأول: نظرة عامة حول بورصة الجزائر أولاً: نشأة بورصة الجزائر

مرت بورصة الجزائر في تأسيسها بمرحلتين أساسيتين هما: (رشيد، الصفحات 227-228)

#### 1. المرحلة الأولى: 1990م - 1992م:

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ، ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M مهمتها تشبه إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية و قدر رأس مالها ب 320000 دج ويديرها مجلس إدارة يتكون من 8 ثمانية أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة .  
وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية :

• مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.

• مرسوم تنفيذي رقم 177-91 يوضح أنواع القيم المنقولة وشروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

#### 2. المرحلة الثانية 1992-1999 م: لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس

مالها الإجتماعي والدور الغير واضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992م تم رفع رأس مالها إلى 932000 دج كما تم تغيير إسمها و أصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة B.V.M

### ثانياً: هيكل و أسواق بورصة الجزائر

#### 1. هيكل بورصة الجزائر:

حسب المادة 03 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل و المتمم بموجب القانون رقم 03-04 فإن بورصة القيم تسهر على ثلاث هيئات هي: (فاتح، 2012، صفحة 142)

#### 1.1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): هي أعلى سلطة لتنظيم سوق القيم المنقولة

الجزائرية، وقد نصبت هذه الهيئة في فيفري 1996م وتتمتع هذه اللجنة بالإستقلالية الإدارية والمالية، وتتولى مهمة تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة من خلال حماية المستثمرين والعمل على السير الحسن للتداولات داخل البورصة وتحقيق الشفافية. (Zouaimia, 2006, p. 31)

وحسب ما نص عليه القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 الذي يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، تتشكل هذه الهيئة من رئيس يعين لمدة 04 سنوات وستة أعضاء غير دائمين وهم: (14، صفحة 2)

• قاض يعينه وزير العدل؛

• عضو يعينه محافظ البنك المركزي؛

• أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي؛

• عضو يقترحه وزير المكلف بالمالية؛

• عضو يتم إختياره من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدريين للقيم المنقولة؛

• عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

وحتى تتمكن من القيام بمهامها فإنه قد خول لهذه اللجنة ممارسة مجموعة من السلطات الأساسية هي:

أ. **السلطة التنظيمية والقانونية:** وتعتبر من أهم سلطات اللجنة حيث تقوم على تحديد الجانب القانوني لتنظيم وسير سوق القيم المتداولة وذلك بإصدار أنظمة تتعلق بسير المعاملات والصفقات داخل البورصة، حيث تقنن اللجنة لتسيير سوق القيم المنقولة بإملاء قوانين متعلقة بها، فالقوانين الصادرة من قبل اللجنة موافق عليها بقرار من وزارة المالية وتنتشر في الجريدة الرسمية مرفقة بنص الموافقة حيث أن المضاربات للوسطاء تغط المستثمرين، حيث أي معلومات خاطئة أو دعائية يمكن كذلك نشرها هدف التأثير على اتجاهات السوق، و تسهر اللجنة على تجنب مثل هذه المحاولات المختلفة الرامية إلى التلاعب بالأسعار كذلك من خلال العناية بالسوق والمراقبة الدائمة لأنشطة المتدخلين .

ب. **سلطة التحقيق:** يقوم أعضاء هذه اللجنة بالإطلاع على جميع الوقائع والأعمال التنظيمية بغية المراقبة والضمان لتنفيذ الأحكام التشريعية وذلك من أجل التأكد من ما يلي:

• إجراءات تنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة ؛

• امتثال الشركات التي تقوم المصدر ة لواجبات الإعلام التي تخضع لها ؛

• التأكد من التصحيحات قد تمت في حالة ملاحظة أي خلل ؛

• بإمكانها فتح تحقيق معني أي مراجعة لحسابات المؤسسة ؛

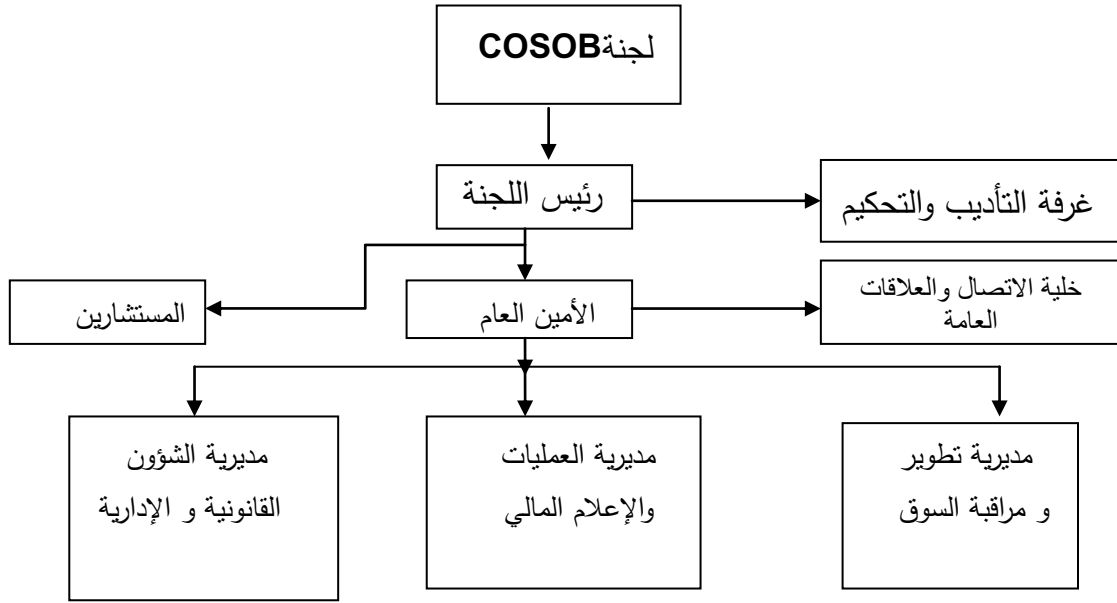
• تحقيق في ملفات المؤسسة التي تريد الإدراج؛

• للجنة الصلاحيات والحق في القيام هذه التحقيقات.

ت. **السلطة التأديبية و التحكيمية:**عندما يحدث أي عمل مخالف القانون أو الإجراءات التشريعية والتنظيمية من شأنه إلحاق ضرر بحقوق المستثمرين، فيطلب وضع حد للمخالفات ولهذا تم إنشاء غرفة تأديب تتلقى الشكاوى، وتعاقب المخالفات في إطار صلاحياتها وتأسس كطرف مدني ، أما العدالة فهي

تمارس هذه السلطة عند إخلال الوطاء في عمليات البورصة بالعمليات المهنية والأخلاقية، أو المخالفات لإجراءات قانونية والتنظيمية، وتمارس سلطة تحكيم عند اللجوء للجنة من أجل حل النزاعات الناشئة بين الوطاء أنفسهم ، بين الوطاء والزبائن ، أو بين الوطاء وبين هيئات المراقبة أو الإدارة.... الخ وخالصة القول أن لهذه اللجنة السلطة في علاج النزاعات التقنية الناتجة عن تأويل القوانين التي تدير سيرالبورصة، تعالج كل إنفاص في الواجبات المهنية والأخلاقية لوططاء عمليات البورصة والمتعاملون معهم.

الشكل رقم(1-2):الهيكل التنظيمي لـ COSOB



المصدر: موقع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة(www.cosob.org، 2019)

**2.1. شركة تسيير بورصة القيم SGBV :** تمثل بورصة القيم المنقولة الإطار القانوني للتعامل في الأوراق المالية من طرف المستثمرين داخل الجزائر، وتعمل هذه الشركة تحت إشراف ورقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتتولى هذه الشركة مهمة وضع التنظيم العام وتوفير الآليات الضرورية للبورصة التي تسمح لها بإنجاز مهامها على أحسن وجه وتتولى وضع التدابير العامة لقبول إدراج الشركات في البورصة، كما يعين وزير المالية المدير العام لهذه الشركة والمسيرين الرئيسيين لها بعد استشارة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛

**3.1. المؤتمر المركزي للأوراق المالية:** تم تحديد دوره بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 ويعني المؤتمر المركزي (الجزائر للمقاصة)، وقد أنشئت هذه الهيئة لمسك حسابات مصدري الأوراق المالية سواءاً تعلق الأمر بالدولة والجماعات المحلية أو شركات عمومية أو شركات الأسهم وتتمثل وظائفه في:

- فتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوطاء من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات؛



•نشر المعلومات المتعلقة بالسوق؛

•تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة للأوراق المالية مثل: أرباح الأسهم و زيادة رأس المال، والملاحظ على تنظيم بورصة الجزائر هو هيمنة الدولة على تسييرها وتنظيمها بالشكل الذي أبقى دورها ضعيف رغم وجود طاقات هائلة من شأنها تشغيلها.

## II. أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لرأس المال وسوقاً لسندات الدين: (www.sgbv.dz) (2019)

### II 1. سوق سندات رأس المال: تتكون من :

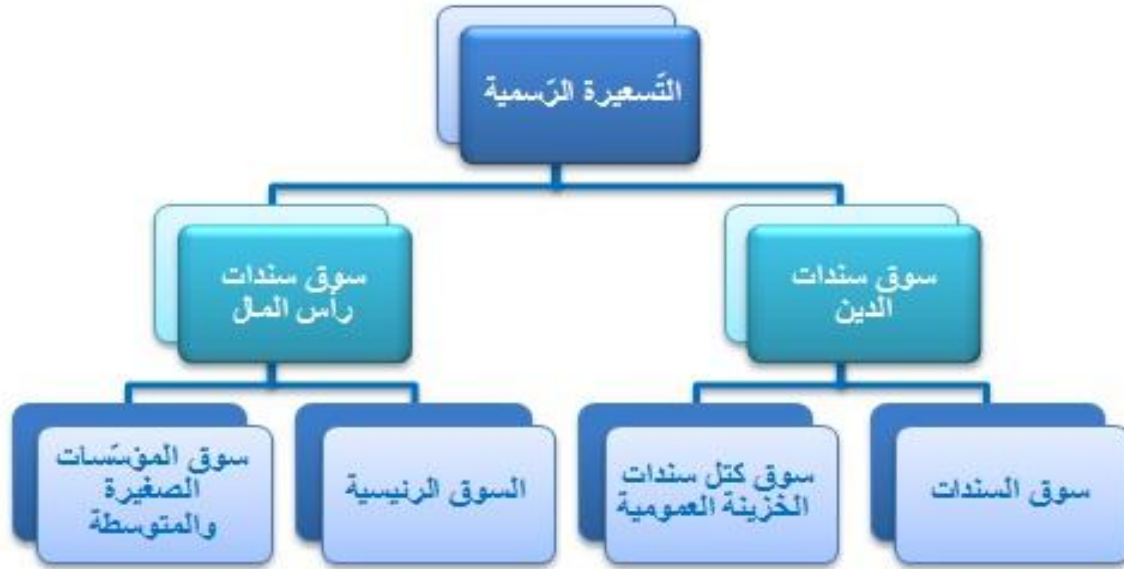
✓ **السوق الرئيسية:** الموجهة للشركات الكبرى، ويوجد حالياً خمسة (05) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني؛
- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة؛
- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات؛
- أن سي -روبية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية؛
- مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني.

✓ **سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:** المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012)، ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم، و الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق هي: AOM Invest في تاريخ 10 أكتوبر 2018 وضعت اللجنة تأشيرية على مذكرة إعلامية المتعلقة بإدراج المؤسسة في البورصة - سوق الشركات الصغيرة و المتوسطة- لشركة أوام أنفست (AOM Invest) .

II 2. سوق سندات الدين: تتكون من:

- ✓ سوق سندات الدين: التي تصدرها الشركات ذات الأسهم و الهيئات الحكومية والدولة؛
  - ✓ سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OTA): المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسست هذه السوق سنة 2008 وتحصي حاليا 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.
- الشكل (2-2): يمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم



المصدر: ([www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz))

ثالثاً: نظام التسعير، الأوامر و مؤشر أسعار أسهم في بورصة الجزائر

### 1. نظام التسعير في بورصة الجزائر

تتم عملية التسجيل التسعير في بورصة الجزائر عن طريق إحدى الجلسات، حيث يتم تسجيل أسعار الأسهم والسندات في لوح التسعيرة، وهذه الأسعار غير ثابتة و تعكس القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع أو شراء الورقة المالية، وبتحديد سعر الورقة عن طريق ثلاث طرق وهي: (شمعون، مرجع سبق ذكره ، صفحة 45)

#### 1.1. طريقة المناذاة: وهي اجتماع ممثلي العروض والطلبات في مقصورة والمناذاة بأعلى أصواتهم على

ماهية العروض والطلبات التي بحوزتهم حتى يتم التوازن؛

2.1. طريقة المعارضة: وهي تدوين العروض و الطلبات في سجل خاص، ويتم التعرف على مقدار طلب وعرض الأسهم و السندات و حدود الأسعار المعروضة و بهذا يتحدد سعر التوازن؛

3.1. طريقة الصندوق: حيث يلجأ الوسطاء إلى وضع عروضهم و طلباتهم داخل صندوق خاص عند تعددها و كثرتها و تحدد لجنة البورصة حسب ما يتضمنه الصندوق.

## 2. الأوامر المتعامل بها في بورصة الجزائر

تعرف الأوامر في البورصة على أنها التعليمات التي يقدمها عميل ما إلى السماسرة أو الوسطاء للقيام بعملية التداول في بورصة الأوراق المالية، و يجب تحديد الأمر مثلاً كتيبان نوع الورقة (سهم عادي أو سند) لنفادي أي إلتباس في المستقبل، ويستطيع صاحب الأمر تحديد السعر الذي يرغب أن تتم به الصفقة بالطرق التالية:(ليندة، مرجع سبق ذكره، الصفحات 58-59)

1.2. الأمر بالسعر الأحسن **Ordre au mieux**: لا يعين صاحب الأمر السعر الذي يجب أن تتم بموجبه الصفقة بل يترك للوسيط أو السماسر لتحديد السعر الملائم؛

2.2. الأمر بالسعر المحدد **Ordre à cours limité**: وفيه يحدد العميل للوسيط السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به،وهو يتضمن الحد الأقصى فيما إذا كان الأمر شراء و الحد الأدنى إذا ما كان الأمر بيعاً.

3. مؤشر أسعار أسهم بورصة الجزائر **DZAIRINDEX**: يقيس هذا المؤشر أداء بورصة الجزائر من خلال أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة.(عمار، 2016، صفحة 14)

## رابعاً: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

### 1. مجمع صيدال: **Groupe SAIDAL**

قام المجمع الصيدلاني صيدال برفع 20% من رأس مال الإجتماعي عن طريق العرض العمومي للبيع ، وهو ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 200000 سهم بقيمة إسمية 250 دج للسهم الواحد أما رأس المال المتبقي أي 80 % فيبقى ملكا للمجمع، وتم تحديد سعر إصدار السهم ب 800 دج في فترة الاكتتاب من 1999/02/15 إلى غاية 1999/03/15 وقد جاءت نتائج هذا العرض كالاتي :

الجدول رقم (2-1): نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال .

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
5.13	102658	المؤسسات المالية
4.48	89615	الأشخاص المعنيون الآخريين
0.83	16514	عمال المجمع
89.56	1791213	الأشخاص الطبيعيين الآخرون

La source : (SAIDAL, 1998, p. 08)

2. فندق الأوراسي (Elawrassi)

تم اتخاذ قرار إدخال جزء من رأسمال الفندق إلى البورصة بهدف تنشيطها بنسبة 20 % من رأسماله الاجتماعي، أي ما يعادل 1200000 سهم في الفترة الممتدة من 15 جوان 1999 إلى غاية 18 جويلية 1999 وقدر السعر الوحدوي للسهم بقيمة 400 دج، وتمت العملية بمساعدة الوسطاء الماليين لتسفر عملية الإصدار عن النتائج التالية:

الجدول رقم (2-2): نتائج العرض العمومي للأسهم مجمع فندق الأوراسي

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
15	180000	المؤسسات المالية
20	240000	الأشخاص المعنويين والتجار
5	60000	عمال المجمع
60	720000	الأشخاص الطبيعيين
100	1200000	المجموع

La source : (AURASSI, 1997, p. 5)

3. مؤسسة أليانس للتأمينات:

تعتبر أليانس أول مؤسسة خاصة تدخل البورصة، حيث قامت برفع رأس مالها بنسبة 175 % لينتقل رأس المال من 800 مليون دج إلى 2.2 مليار جزائري عن طريق طرح 1804525 سهم بقيمة إسمية قدرها 200 دج وسعر الإصدار هو 830 دج للسهم وقد قسمت هذه الأسهم إلى 5 أقسام وخصصت 20 % منها للأشخاص الطبيعيين و 30 % للأشخاص المعنويين و 10 % للأعوان العاملين في قطاع التأمينات 30 % للمؤسسات و 10% للعمال الأجراء في الشركة وفروعها. (ليندة، مرجع سبق ذكره، صفحة 72)

4. شركة nca روية:

قامت شركة روية بطرح 2122988 سهم للبيع بقيمة إسمية تقدر ب 100 دج للسهم وحدد سعر البيع ب 400 دج ليكون المبلغ الإجمالي هو 849195200 دج ، وحددت فترة الإكتتاب من 7 إلى 25 أبريل 2013، وتم تخصيص 4% من الأسهم لموظفي المؤسسة والباقي خصص، للمستثمرين الجزائريين والمقيمين من الأشخاص الطبيعيين والمعنويين.

5. مجمع بيوفارم:

انضمت الشركة إلى البورصة عن طريق عرض عمومي لبيع أسهم تمثل 20% من رأس مال المؤسسة أي 5104375 سهم بقيمة إجمالية قدرها 6.252.859375 دج وتم تحديد ثمن السهم الواحد بقيمة 1225 دج بالنسبة للجمهور العام و 1.102.5 دج بالنسبة للأجراء، وقد كان الإكتتاب في الفترة الممتدة من 13 مارس إلى 23 مارس 2016.

خامساً: الوسطاء في عملية البورصة ( IOB )

حدد المشروع التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 ماي 1993م المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عملية البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة. (www.sgbv.dz، 2019)

ولإرسال أمر إلى البورصة يجب اتصال حتميا بوسيط في عمليات البورصة معتمد من لجنة التنظيم و مراقبة البورصة ( COSOB )، حيث يجمع أوامر البيع و الشراء المتعلقة بورقة مالية مسجلة في نظام التسعيرة بالبورصة، كما يشترط في الوسيط أن يكون الشخص مؤهل، و تختلف أنواع الوسيط باختلاف المهام المسندة إليه، حيث له دورا فعال في تحريك عمليات البورصة، فالوسيط هو شخص طبيعي يقوم بالوساطة بين شخصين لأجل أن يتعاقدا حاصلًا مقابل ذلك على عمولة، غالباً ما تكون نسبة معينة من الصفقة التي أنجزت، إذ ينحصر عمله في بيع و شراء الأوراق المالية لممارسة نشاطه،

وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة كما أنها هي الجهة التي تمنحهم الإعتقاد. ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد والشركات ذات الأسهم الحاصلين على إعتقاد اللجنة.

ويتضمن سوق المال في الجزائر حاليا تسعة وسطاء في عمليات البورصة، ممثلين بالبنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الجزائر الخارجي BEA، والبنك الوطني الجزائري BNA، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP-Banque، والقروض الشعبي الجزائري CPA، والبنكين الخاصين بي انبي باريبا الجزائر BNP Paribas El djazair، Société Générale Algérie، وشركة خاصة Tell Markets.

أنواع الوسطاء الماليين:

أ- تقسيم عام:

يقسم الوسطاء الماليين حسب تقسيم عام إلى: (فتيحة أ.، مرجع سبق ذكره، صفحة 100)

أ-1. الوسيط في عملية البورصة ذي نشاط غير محدود: وهو كل وسيط يمارس إضافة إلى مهنة التفاوض المتعلقة بالقيم المنقولة القابلة للتداول في البورصة و بالمنتجات المالية الأخرى، أحد النشاطات التالية أو العديد منها :

- عملية شراء أو بيع قيم منقولة لصالحه سواء بصفة رئيسية أو ثانوية ؛
- توظيف القيم المنقولة لحساب الغير ؛
- تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل؛
- القيام بسعي مصفقي مرتبط بأحد النشاطات المذكورة؛
- كل نشاط آخر تحدده لجنة التنظيم و مراقبة عملية البورصة.

أ-2. الوسيط في عمليات البورصة ذي نشاط محدود: وهو كل وسيط ينوي تحديد نشاطه على الوساطة في التفاوض في القيم المنقولة ليس لحسابه الخاص بل لحساب الغير فقط دون إمكانية تقديم خدمات في مجال تسيير حافظات القيم المنقولة أو في توظيف أو السعي المصفقي .

ب- تقسيم خاص:

يقسم الوسطاء الماليين حسب تقسيم خاص إلى: (فتيحة أ.، مرجع نفسه، صفحة 101)

لا تتم العمليات المنجزة في البورصة إلا عن طريق وسطاء و نميز بين الوسطاء التاليين

ب.1. وسيط Broker: هو وسيط منفذ للأوامر مقابل عمولة سواء كانت أوامر بالبيع أو الشراء مقابل عمولة ثابتة تحددها COSOB.

ب.2. تاجر Dealer: وهو وسيط ينفذ أوامر بالبيع أو بالشراء و يشتري و يبيع لحسابه الخاص، و يتلقى كمقابل فرق الأسعار عوض العمولة و لقد حددت COSOB نسبة لذلك الفارق حيث لا يستطيع أن يشتري أو يبيع بسعر أعلى أو أدنى من سعر السوق حسب تلك النسبة المحددة.

ب.3. العميل JOber: يعمل لحسابه الخاص فقط، أي لا يتلقى حتى أمر حيث لا يتعامل إلا مع الوسيط الوسيط المعتمدون في بورصة الجزائر.

المهام:

يُكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي

رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993 وهي: (www.sgbv.dz، 2019)

- توظيف القيم المنقولة و المنتجات المالية لجهة المصدرة؛
- التداول في السوق لحساب زبائنهم؛

- تسير حافظة السندات بموجب تفويض؛
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛
- وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين...

### الفرع الثاني: شروط و مراحل إدراج المؤسسات الاقتصادية بورصة الجزائر

#### أولاً: شروط الإدراج المؤسسات الاقتصادية بورصة الجزائر

لكي تتم عملية الإدراج في بورصة الجزائر يجب توفر الشروط التالية: (www.sgbv.dz، 2019)

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA)؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛
- أنتكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول؛
- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة؛
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة .
- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سندات في البورصة؛
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات؛
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20٪ على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

ثانياً: مراحل الإدراج في بورصة الجزائر

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي: مرحلة ما قبل الإدراج، مرحلة الإدراج، مرحلة ما بعد الإدراج كالتالي: (www.sgbv.dz، 2019)

### 1. مرحلة ما قبل الإدراج:

هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبناها المصدر مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج. وتتضمن النقاط التالية:

- **القرار بإجراء العملية:** تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للدخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

- **الإعداد القانوني للشركة والأسهم:** إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

- **تقييم الشركة:** يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة، ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

- **إعداد مشروع المذكرة الإعلامية:** يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني..).

- **إيداع ملف طلب القبول:** يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة على:

- طلب القبول؛

- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار؛

- مشروع المذكرة الإعلامية؛

- مشروع الدليل؛

- معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛

- معلومات عن التمويل؛

- معلومات اقتصادية ومالية؛

- الوثائق القانونية؛

- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.



ويجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها COSOB: تملك لجنة أجل شهرين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة؛

- الانضمام إلى المؤتمر المركزي: قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات؛

- حملة التسويق: سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف... إلخ) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف؛

- بيع السندات: يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية، إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

- كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور وإذا حدث العكس فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة. تسوية العملية: يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

2. مرحلة الإدراج: وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) للقيام بدخولها الفعلي للبورصة.

تتشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند، كما تتشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة؛

3. مرحلة ما بعد الإدراج: وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة و تغيّراته في السوق وتتضمن:

عقد السيولة: يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة، حيث يتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

-نشر المعلومات: ما إن يتمّ تسعيرة السند في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة مُلزّمة بإطلاع الجمهور بأيّ تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات، ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

### الفرع الثالث: مزايا الإدراج في بورصة الجزائر

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا: (www.sgbv.dz، مرجع سبق ذكره)

**1- رفع رأس المال وتعزيز الأموال الخاصة:** مهما كانت طبيعة طموحات الشركة مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى وأيضا زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها، فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل؛

**2- تنوع مصادر التمويل:** تحقق الشركة التنوع في مصادر تمويلها بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة؛

**3- توسيع نطاق المساهمين:** تسهل عملية الدخول في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها؛

**4- تعزيز الشهرة:** تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها وشهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني و الدولي؛

**5- تهمين الموارد البشرية :** فالشركة التي تدرج في البورصة تخصص بشكل عام جزءا من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية؛

**6- التغيير في نظام حوكمة الشركات:** تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة، و تتطوي على حد أوسع للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام حوكمة الشركات حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية و الإحترافية للهيئات الإدارية و التسييرية.

### المطلب الثالث: معوقات استثمار المؤسسات في بورصة الجزائر

بالرغم من مزايا الإدراج للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية في بورصة الجزائر، إلا أنها مازلت تواجه عدة صعوبات في استثمار داخل البورصة، وهذا راجع لعدة عراقيل تواجه تطور و فعالية بورصة الجزائر في تحفيز المؤسسات الجزائرية الكبرى للاستثمار فيها، فامتزجت بين عوائق سياسية، قانونية، ثقافية و دينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة.

الفرع الأول: المعوقات الاقتصادية والتنظيمية  
أولاً: المعوقات الاقتصادية

- يمكن حصر أهم المعوقات الاقتصادية والتنظيمية التي تقف أمام تطور بورصة الجزائر
- ✓ التضخم: هو الارتفاع المستمر في الأسعار مما يؤثر على نشاط البورصة، ويؤدي إلى إضعاف المداخيل للأفراد، مما لا يسمح لهم بشراء الأسهم و الاكتتاب في السندات، وهو ظاهرة صعب التحكم فيها؛
  - ✓ عدم تجزئة البورصة والشروط القاسية في قبول المؤسسات مع فتح جزئي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مؤخراً؛
  - ✓ تكاليف و أعباء الدخول للبورصة: اللجوء العلني للدخار المرتقب من الدخول للبورصة ينجر عنه كثير من تكاليف و أعباء تتحملها المؤسسة، هذه النفقات تحتوي على المصاريف اللازمة للواجبات الإدارية، حقوق مكاتب الدراسات و حقوق الوسطاء في البورصة، إضافة إلى نفقات الاتصال والتسويق، فضخامة تكاليف الدخول للبورصة ستكون حتماً عائقاً أمام المؤسسات التي تفكر الدخول إلى البورصة؛ (فتيحة أ.، مرجع سبق ذكره، صفحة 118)
  - ✓ ضعف الإفصاح والشفافية: يعاني أغلب المستثمرين من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسهم الشركات المدرجة في البورصة، الأمر الذي يمس في الصميم من مصداقية أسواق المالية، ففي بورصة الجزائر المستثمر ينتظر التقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات سطحية عامة مقارنة مع البورصات العالمية، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهمة المحاسبة وتدقيق الحسابات وكذلك إنعدام صناعة التحليل المالي والاستثمار؛ (زكرياء، مرجع سبق ذكره، صفحة 110)
  - ✓ عجز في ميزانية الدولة الضرائب مما يدفع بالدولة إلى القيام بسياسة توسعية في مجال الضرائب والرسوم، التي تُمثل عبئاً ثقيلاً على المؤسسات المصرحة بنشاطها، وبذلك فإن اللجوء إلى السوق الموازية يخفف منها أو يكون منعومة مما يعكس سيطرة السوق الموازية؛ (زكرياء، المرجع نفسه، صفحة 111)
  - ✓ تعاني بورصة الجزائر من نقص في أسهم الشركات التي تتمثل في اربع اسهم مسعرة، وكذا العدد المحدود للسندات المسعرة في بورصة الجزائر، مما يؤثر سلباً على البورصة من حيث التمويل والذي يفقد المستثمر كل الثقة فيما توفره هاته السوق من توظيف وتطور لسيرورته ككل؛
  - ✓ يفضل العديد من المستثمرين التوجه للمشاريع غير المالية كالبناء والأشغال العمومية.
  - ✓ ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة؛
  - ✓ ضعف المنافسة في السوق المالية لقلت الشركات المصدرة بسبب تعثر مسار الخصخصة؛ (عمار، 2016، صفحة 22)
  - ✓ عدم تنوع الأوراق المالية وبالتالي عدم فسح المجال الواسع أمام المؤسسات الاقتصادية الجزائرية لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم؛ (عمار، مرجع سبق ذكره، صفحة 23)

✓ الوضعية الصعبة للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي عرفت إختلالات في توازنها على مستوى هيكلها المالي بسبب عجز الميزانية، وهذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم هذه المؤسسات حيث تعتبر المردودية شرطا أساسيا لجلب المدخرات وتوجيهها نحو الأصول المالية.

#### ثانياً: المعوقات التنظيمية:

إن الممارسة الميدانية لنشاط البورصة تشترط تكويناً مالياً و إقتصادياً عالياً لقراءة المعطيات المتاحة و تفسيرها و تحليلها واتخاذ القرارات المناسبة، وهذه الكفاءات يجب أن تتوفر في كل العاملين في البورصة و حتى لدى باقي المتدخلين، وحتى لو إعتدت البورصة في المرحلة الأولى من الإنطلاق على إطارات البنوك و المؤسسات المالية و إطارات الشركات المساهمة في إدارتها فهذا غير كافي. و بعد غياب المتخصصين أكبر عائق لعملية سير البورصة فعمل البورصة يتوقف على وجود الوسطاء الذين ينفقون التحكم في بيع وشراء الأسهم والسندات ويكون لهم من الناحية القانونية الأولوية في ممارسة هذه العملية وهذا رغم كل الجهود المبذولة في هذا المجال.

#### الفرع الثاني: المعوقات السياسية والقانونية

##### أولاً: المعوقات السياسية

يضم الميدان السياسي كذلك عقبات تحول دون قيام البورصة بدورها العام والفعال في التنمية، فأمام الأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر ولازالت، لا يمكن ضمان فعالية السوق في تحقيق التنمية بحكم أن المستثمرين يبحثون دائماً على عامل الأمان و المردودية، حيث أن هذه الأوضاع كانت سببا لامتناع العديد من المستثمرين الأجانب عن الاستثمار في بلادنا.

##### ثانياً: المعوقات القانونية:

✓ من شروط قبول قيد المؤسسة في البورصة وجوب إصدار القيم المنقولة من الشركات ذات الأسهم، طبقاً للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر،(البورصة ا.، 1997، صفحة المادة30)، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد؛

✓ غياب المؤسسات القانونية والتشريعية التي تحكم أصول وقواعد العمل في بورصة الجزائر مع غياب تام لبعض القواعد الضرورية لتنظيم الأسواق وتطوراتها المالية لتطورات البورصات العالمية؛

✓ شروط قبول المؤسسات قاسية وخاصة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستديمة، بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة.

#### الفرع الثالث: المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية

✓ إن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من

الثقة و الأمان، وهذا مما يؤدي إلى قلة الطلب على الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات الاقتصادية المدرجة و إعاقة عمل البورصة في الجزائر؛

✓ غياب ثقافة الاستثمار في البورصة لدى أفراد المجتمع وذلك لجهلهم بماهية البورصة وأهميتها، حيث يمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل الاستثمار في البورصة، إضافة إلى هيمنة ثقافة الاكتناز؛

✓ ضآلة الطلب على الأوراق المالية الذي قد يعود إلى انعدام الثقة؛(مزغيش، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين الحوافز والعوائق، 2016، صفحة 227)

✓ ضعف الجهاز الإعلامي مع غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص، الهادف لتشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالبورصة و آليات الاستثمار فيها.(مزغيش، المرجع نفسه، صفحة 228)

✓ أما العائق الديني: فإن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية.

## المبحث الثاني: إسقاط الدراسة على مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف

بعد أن حددنا طريقة وأدوات الدراسة في المبحث الأول، وكذا نظرة عامة حول بورصة الجزائر والعراقيل التي توجهها هاته الأخيرة، سنحاول في هذا المبحث إسقاط الدراسة على مؤسسة الإسمنت لعين الكبيرة كعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي فشلت في الإدراج لبورصة الجزائر، ومن ثم إستخلاص الأسباب التي أدت لذلك.

### المطلب الأول: تقديم مؤسسة الإسمنت لعين الكبيرة- سطيف-

من خلال هذا المطلب سنتطرق إلى التعريف بالمؤسسة، حيث تعتبر صناعة الإسمنت من الصناعات الإستراتيجية لأنها ترتبط مباشرة بأعمال الإنشاء والتعمير للبنية التحتية، وتمثل مؤسسة عين الكبيرة لصناعة الإسمنت SCAEK واحدة من المؤسسات الرائدة في هذا المجال لما تملكه من خبرة وممارسة في الصناعة

### الفرع الأول: بطاقة تقديمية حول مؤسسة الإسمنت لعين الكبيرة -سطيف-

مؤسسة الإسمنت لعين الكبيرة هي فرع من الفروع الإثنى عشر للمجمع الصناعي والتجاري لمؤسسات الإسمنت الجزائرية GICA وهي شركة ذات أسهم ينحصر نشاطها في إنتاج وتسويق الإسمنت .

- التسمية : مؤسسة الإسمنت لعين الكبيرة .
- الهيئة القانونية : شركة ذات أسهم SPA.
- المساهم الرئيسي: GICA ب 100% ( المجمع الصناعي لإسمنت الجزائر ).

- الموقع : بلدية أولاد عدوان ،دائرة عين الكبيرة ، ولاية سطيف ،الجزائر .
- مساحة المصنع : 60 هكتار .
- الرأس مال الإجتماعي : 220000000000 دج .
- النشاط الرئيسي : إنتاج وتسويق الإسمنت .
- الطاقة الإنتاجية : 1 مليون طن سنويا .
- عدد العمال : 490 عامل .

### الفرع الثاني: المديرية المكونة للمؤسسة

نظرا لضخامة المؤسسة وتنوع أعمالها ومهامها ولإنجاز هذه الأخيرة الأعمال بأسرع وقت ممكن وبأكمل وجه تم تقسيم الوحدة إلى عدة مديريات والمديرية إلى عدة مصالح.

#### 3-1. مديرية الموارد البشرية:

هي الأساس في الوحدة إذ أن لها دور فعال خاصة فيما يتعلق بالتوجيه الإداري حيث تعمل على تنظيم وإدارة العنصر البشري وتسيير المستخدمين من خلال متابعة أدائهم ومراقبة نشاطاتهم وتقصي أحوالهم الإجتماعية وأجورهم وتقديم الإعانات لهم بمساعدة المصالح التالية :

- تعمل على تكوين وتأهيل العمال في مختلف الميادين؛
- متابعة ملفات العمال من تاريخ تنصيبهم إلى غاية إما تقاعدهم إذا كان عاملا مثبت في عمله أو إنتهاء العقد بالنسبة للعامل محدد المدة؛
- التكفل بالخدمات الإجتماعية التي تقدم للعمال سواءا بالعطل المرضية أو حوادث العمل أو الإنجازات من خلال مصلحة الشؤون الإجتماعية .

#### 3-2. مديرية الإنتاج

و هي عبارة عن مديرية مكونة من عدة دوائر هي:

##### أ- دائرة المواد الأولية:

تكمن أهمية هذه الدائرة في:

- توفر للوحدة المادة الأولية من الصلصال و الكلس من خلال مصلحة المواد الأولية؛
- تفتت المواد الأولية بواسطة مواد كيميائية ليسهل نقلها للمحجرة المتواجدة بالقرب من المصنع.

##### ب- دائرة الميكانيك :

تقوم هذه الدائرة بالمهام التالية:

- إصلاح الآلات المعطلة على مستوى الوحدة؛
- الإشراف على صيانة وعمل الآلات .

ت- دائرة الإنتاج :

تتكون من 150 عامل هم الأكثر عرضة للمخاطر خاصة من خلال غبار الإسمنت إذ قامت المؤسسة بمنحهم علاوات إضافية أكثر من عمال الإدارة وتقوم بالمهام التالية :

- متابعة ومراقبة عملية التصنيع في الوحدة من خلال مصلحة التصنيع؛
- صيانة الآلات الضخمة على مستوى المنطقة الصناعية ووضع برامج محددة بالتنسيق مع مصلحة الكهرباء وذلك للقيام بدورات إستطلاعية إلى المنطقة الإنتاجية كما تعمل على برمجة أيام خاصة بتنظيف المنطقة الإنتاجية كل هذا من خلال مصلحة الصيانة.

3-3. مديرية التموين:

هي المديرية التي تربط المؤسسة بالعالم الخارجي من خلال الأسواق التي تتعامل فيها سواء المحلية أو الدولية، وهي تهتم بتموين الشركة بكل ما تحتاج إليه من أبسط الأشياء من أقلام و أوراق إلى أضخمها كقطع غيار الآلات وتقوم بالمهام التالية:

- تزويد الوحدة بكل ما تحتاج إليه وذلك بتوليدها عملية شراء المنتجات المطلوبة وغير المتوفرة في المؤسسة من خلال مصلحة الشراء؛
- إستقبال وتخزين وتسيير كل اللوازم الواردة للوحدة من خلال مصلحة تسيير المستخدمين.

3-4. مديرية التسويق :

وتقوم بالمهام التالية:

- السهر على الإستقبال الجيد للزبائن والسير الحسن لمختلف الإجراءات القانونية التجارية كما تهتم ببرمجة الزبائن على أساس برنامج توزيع مسطر من خلال مصلحة البرمجة؛
- فتح ملفات خاصة بالزبائن الذين استلموا المنتج ولم يقوموا بتسديد ما عليهم اتجاه الوحدة ومتابعة قضيتهم من خلال مصلحة التغطية.

3-5. مديرية المحاسبة والمالية:

يتكون قسم المحاسبة من ثلاثة مصالح وهي :

1- المحاسبة العامة: تقوم بجمع وتحليل عمليات النشاط الممكن التعبير عنها ماليا وتزويد المصلحة التحليلية بمعلومات اللازمة والمراد الاستفسار عنها وهي التي تنشأ الميزانية الإفتتاحية والميزانية الختامية وعملية الجرد؛

2- المحاسبة الميزانية: تقوم بجمع الخزينة العامة ومراقبة عمليات الشراء المطابقة للميزانية المالية وكل عمليات التحصيل أو الضرائب المسجلة ثم ترسل السجلات في نهاية كل شهر إلى مصلحة المحاسبة العامة.

3- المحاسبة التحليلية: تتكفل بكل ما يتعلق بالسلع والمشتريات والخدمات من خلال تحديد ثمن البيع ومراقبة أرباح الشركة وتنقسم إلى:

### أ- قسم محاسبة المواد

من بين مهامه :

- حساب تكلفة الشراء وتكلفة الإنتاج،
- فوترة المبيعات الإستثنائية غير الإسمنت،
- متابعة حركة المخزونات .

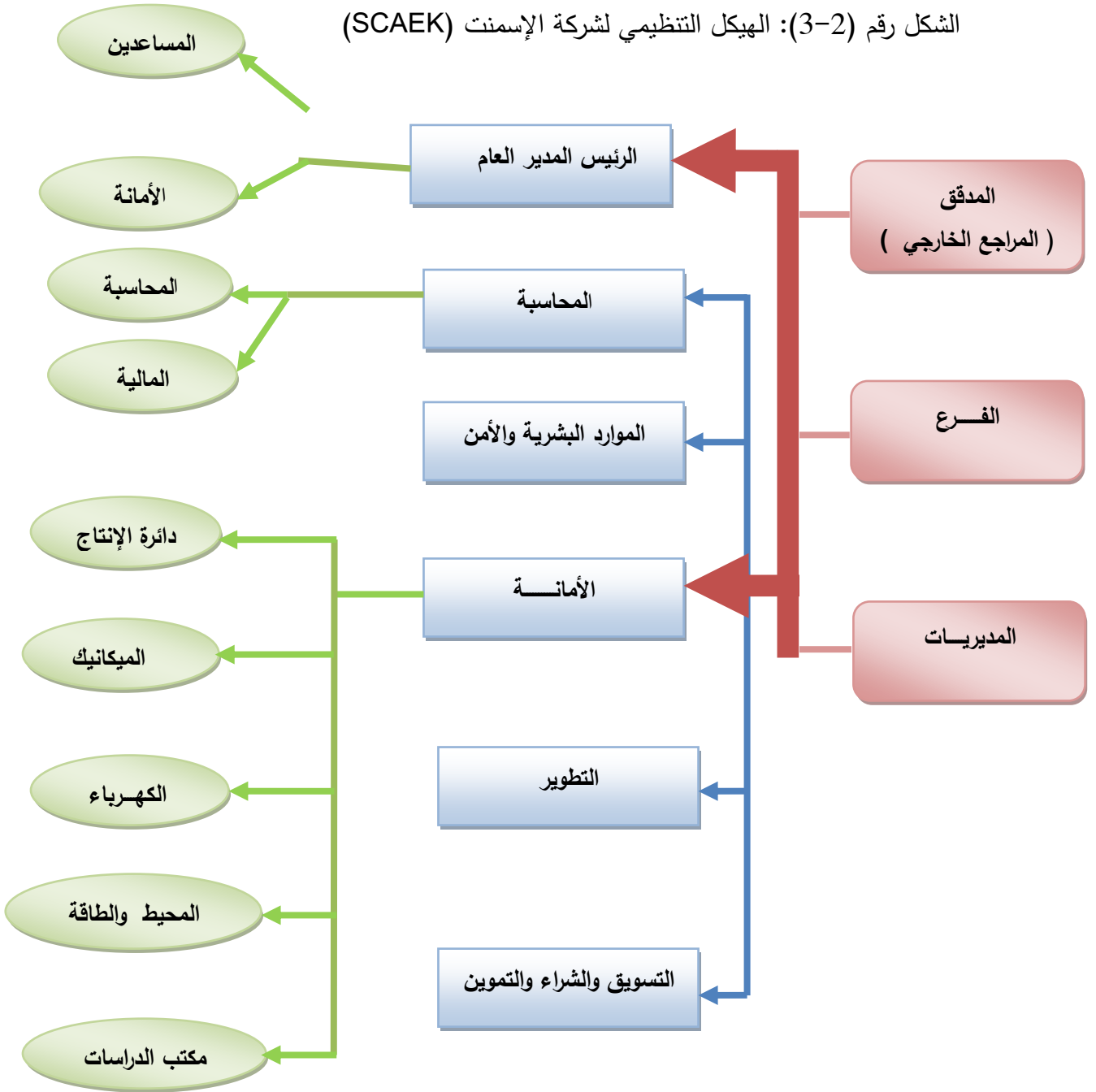
### ب- قسم محاسبة الإستثمارات:

من مهامه :

- متابعة بطاقة الإستثمارات في حالة البيع التنازل التحويل؛
- تسجيل الفواتير الخاصة بالإستثمار .



الشكل رقم (2-3): الهيكل التنظيمي لشركة الإسمنت (SCAEK)



المصدر: ملخص معلومات صادرة عن شركة الإسمنت scaek ص 39

## المطلب الثاني: قرار دخول المؤسسة إلى البورصة والإجراءات المتخذة

### الفرع الأول: قرار دخول المؤسسة إلى البورصة

تتمثل أهم محطات دخول مؤسسة الاسمنت للبورصة في التالي (حرفوش محند، 2019):

رغبة منها في تلبية إحتياجات السوق الوطنية من الإسمنت دعمت شركة الإسمنت لعين الكبيرة خط الإنتاج الأول التي تبلغ طاقته الإنتاجية 1 مليون طن سنويا بخط إنتاج ثاني تبلغ طاقته 2.2 مليون طن سنويا وقد بلغت تكلفته التقديرية حوالي 4000 مليار سنتيم (أي 40 مليار دينار جزائري)، وهو مبلغ ضخم لا تستطيع الشركة تمويله ذاتيا دون اللجوء إلى المصادر الخارجية ورغبة منها في مواكبة التطورات الاقتصادية إختارت الشركة السوق المالي من أجل توفير التمويل اللازم لإنجاز خط الإنتاج الثاني، حيث قامت الشركة برفع رأس مالها بنسبة 35 % بقيمة إجمالية قدرت ب 18953600000 دج أي أكثر من 18 مليار دينار جزائري عن طريق طرح 11846000 سهم عادي للإكتتاب بقيمة 1600 دج للسهم الواحد. ليصبح رأس مال المؤسسة يقدر بـ 3384600000 دج ويتكون إجمالا من 33846000 سهم بإعتبار أن رأس المال القديم كان يقدر بـ 2200000000 دج، و متكون من 2.2 مليون سهم بقيمة إسمية تقدر بـ 100 دج للسهم.

ومن منطلق أن مؤسسة الإسمنت لعين الكبيرة (SCAEK) هي شركة عمومية تابعة للمجمع الصناعي لإسمنت الجزائر GICA، فإن قرار الدخول إلى البورصة لم ينبع من الشركة، حيث أن عملية الإدراج تقررت تطبيقاً لقرار مجلس مساهمات الدولة CPE المصادقة عليه في القرار رقم 140/12 المؤرخ في 21 جانفي 2014، و المتعلق بدخول ثمانية مؤسسات عمومية إقتصادية لبورصة الجزائر وتطبيقاً لهذه التعليمات تم إتخاذ قرار الدخول إلى بورصة الجزائر من قبل الجمعية العامة الإستثنائية للشركة، وعليه تم الشروع في تنفيذ الإجراءات اللازمة التي تفرضها عملية الدخول إلى بورصة الجزائر حيث قامت المؤسسة بتغيير هيكل رأس المال مثلما ذكرنا سابقا واتبعت مجموعة من الإجراءات الإدارية والقانونية التي تسبق عملية الإدراج .

### الفرع الثاني: الإجراءات المتخذة

#### أولاً: تقييم شركة الإسمنت:

وهناك عملية أساسية تسبق عملية الإدراج وهي تقييم الشركة حيث يفرض القانون على الشركات تقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين من غير محافظ حسابات الشركة ويعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار إصدار الأسهم.

وقام بعملية التقييم مركز تقنيات المعلومة و الإتصال CETYC الكائن مقره ببومرداس حيث قام CETYC بتقييم مختلف أصول الشركة و إستناداً إلى دراسته المعمقة لمختلف أصول الشركة.

و قد توصل إلى أن قيمة السهم هي 1600 دج، وهي قيمة وسطية حيث أنها وجدت قيم أكبر من 1600 دج وقيم أقل، و هذا الإختلاف راجع إلى تنوع طرق التقييم المستعملة حيث كانت نتائج التقييم كالتالي :

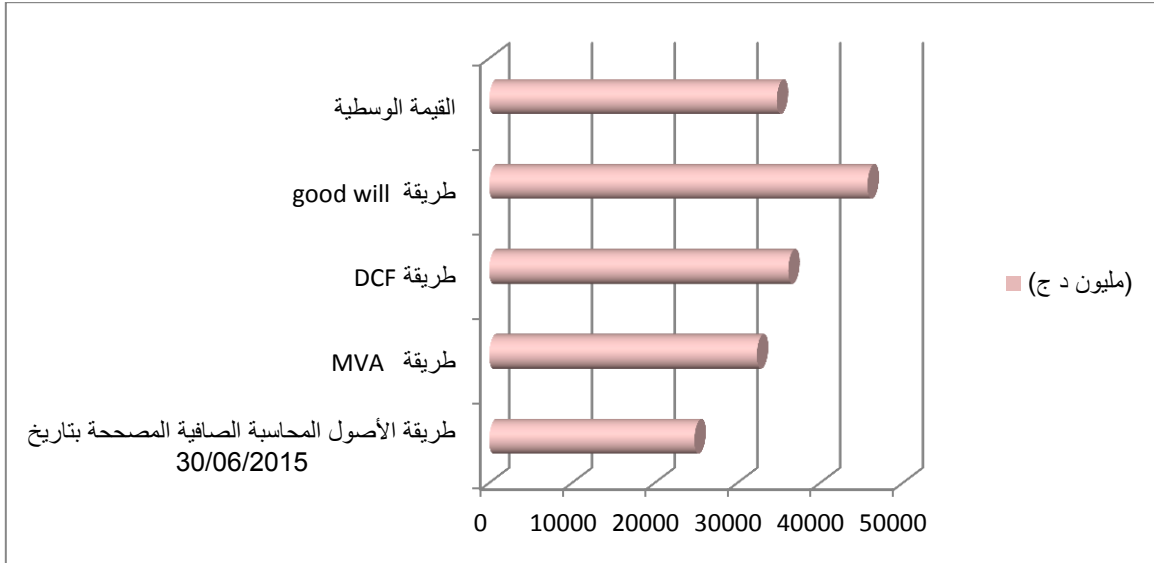
الجدول رقم (2-3) : ملخص لمختلف طرق التقييم المتحصل عليها ( الوحدة مليون دج)

الطريقة المستعملة	القيمة
طريقة الأصول المحاسبية الصافية المصححة (ANCC) بتاريخ 2015/06/30	24813
طريقة القيمة السوقية المضافة (MVA)	32360
طريقة التدفق النقدي المتاح (DCF)	36161
طريقة good will	45735
القيمة الوسطية	34767

المصدر:مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 28

والرسم البياني التالي يترجم الجدول رقم (2-3)

الشكل رقم(2-4): ملخص لمختلف طرق التقييم المتحصل عليها



المصدر: من إعداد الطالبتين

الشرح: أستعملت أربع طرق لتقييم وضع شركة الاسمنت عين الكبيرة وهي طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC) بغرض إعادة تقييم مختلف عناصر الأصول والخصوم في مؤسسة لتقريبها من القيم الحقيقية، كما استعملت طريقة القيمة السوقية للسهم (MVA) و طريقة التدفق النقدي المتاح (DCF)، إضافة إلى طريقة القيم المرتكزة على فائض القيمة good will حيث أنها أداة تصحيح لقيمة الذمة المالية للمؤسسة، لنستخرج بعدها القيمة الوسطية.

فبعد تقسيم القيمة الوسطية على عدد أسهم الشركة أي 22 مليون سهم نجد أن قيمة السهم هي 1580 دج

$$\text{كما يلي: قيمة السهم} = \frac{34767}{22} = 1580 \text{ دج}$$

و الجدولين التاليين يوضحان طريقتين التدفق النقدي المتاح (DCF) و good will بالتفصيل  
الجدول رقم (2-4) : تطبيق طريقة DCF (مليون دج)

	2020	2019	2018	2017	2016	2015	تقديرات 2014	SCAEK
	18374	17667	16988	15654	6544	6861	8239	رقم الأعمال
	919	883	849	327	327	57	-332	احتياجات FDR
	35	34	67	270	270	389	-	تغيرات BFR
	5718	5411	5088	2097	2097	2080		النتيجة الصافية
	4286	4269	4255	500	500	500		+ الإهلاكات
	420	420	420	420	420	420		+ أعباء مالية
	80	80	80	80	80	97		-ضرائب إضافية
	10344	10020	9684	8829	2937	2904		تدفقات الاستغلال
	500	500	500	2400	10702	19847		-استثمارات
	35	34	67	455	270	389		-تغيرات BFR
	9809	9486	9117	5973	-8035	-17333		+ التدفقات النقدية المحيطة
السنة	2020	2019	2018	2017	2016	2015		
الفترة	6	5	4	3	2	1		
معامل التحيين	0.55	0.62	0.70	0.49	0.89	1.00		
التدفقات النقدية المحيطة	5419	5901	6386	4711	-7136	-17333		
القيمة النهائية	43008							
							-2051	القيمة الإجمالية للتدفقات النقدية
							43008	+ القيمة النهائية المستقبلية
							12000	- قرض الصندوق الوطني للاستثمار
							7203	رصيد الخزينة إلى غاية 2015/06/30
							36161	قيمة مؤسسة SCAEK بمعدل تحيين 12.6 %

المصدر:مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 24

من خلال الجدول أعلاه نجد أن التدفقات النقدية المخصومة بطريقة DCF بمعدل 12.60 تُظهر قيمة 36.161 مليون دج، وقيمة السهم قُدرت بـ 1643 دج كالتالي:

$$\text{قيمة السهم} = \frac{36161}{22} = 1643 \text{ دج}$$

الجدول رقم (2-5) : تطبيق طريقة GOOD WILL (مليون دج )

2020	2019	2018	2017	2016	2015	SCAEK
6192	5877	5541	4684	2699	2873	النتيجة قبل الضريبة
5718	5411	5088	4243	2097	2080	النتيجة بعد الضريبة
43733	38321	33233	28990	26893	24813	أصول صافية مصححة (N - 1)
1531	1341	1163	1015	941	868	الربح الخالي من المخاطر
4187	4070	3925	3228	1156	1212	أقصريح
0.49	0.55	0.62	0.70	0.79	0.89	معامل التحيين 12.6%
2055	2249	2442	2261	912	1076	الربح الأعلى المحين
					10994	القيمة المحينة لأعلى ربح
					14675	القيمة المحينة للربح النهائي
					25669	إجمالي GOOD WILL
					20066	رأس المال
					0	تغيرات رأس المال
					45735	قيمة المؤسسة

المصدر: مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 25

أما تقييم حصص مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة من خلال GOOD WILL فقدرت بـ 45.735 مليار دج وقيمة السهم قُدرت بـ 2078 دج كالتالي:

$$\text{قيمة السهم} = \frac{45735}{22} = 2078 \text{ دج}$$

إضافة إلى الطريقتين: طريقة الأصول المحاسبية الصافية المصححة (ANCC) بتاريخ 2015/06/30 (انظر الملحق رقم 04)، وطريقة القيمة السوقية للسهم MVA (انظر الملحق رقم 05)

ثانياً: الترويج الإعلامي:

ونظرا للقيمة الكبيرة للمبلغ الواجب توفيره فإن المؤسسة أعطت أهمية بالغة للجانب الإعلامي والتسويقي للعملية من أجل إنجاز العملية ووصول صداها إلى أكبر فئة من المجتمع و المتعاملين الإقتصاديين و نشر ثقافة البورصة حيث خصصت لها غلاف مالي قدر ب 10 مليون دج حيث استعملت العديد من الوسائل منها إعلانات في مختلف الإذاعات والجرائد ، مواقع التواصل الإجتماعي، إرسال رسائل نصية عن طريق متعاملين الهاتف النقال وقد كان الترويج الإعلامي جد فعال والدليل أن عملية الإكتتاب مست 37 ولاية على المستوى الوطني .

إضافة إلى تنظيم ملتقيات في أنحاء الوطن لتعريف بالمؤسسة والهدف من دخولها للبورصة مست كل من بسكرة، وهران، سطيف، الشلف. (أولحسين، اسباب فشل انضمام مؤسسة عين الكبيرة لبورصة الجزائر، 2019)

ثالثاً: وسطاء العملية

ومثلما تنص عليه قوانين الإدراج في البورصة فقد تم إختيار الوسيط في عمليات البورصة ليشراف على عملية الإكتتاب وقد اختارت المؤسسة البنك الخارجي الجزائري BEA ليكون الوسيط الرئيسي في العملية، بالإضافة إلى مجموعة من الوسطاء الثانويين وهم :

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR؛
- بنك التنمية المحلية BDL؛
- البنك الوطني الجزائري BNA؛
- الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط CNEP؛
- القرض الشعبي الجزائري CPA؛
- البنك الخاص بي أن بي باريبا الجزائر (BNP PARIBAS EL DJAZAYR) ؛
- البنك الخاص GENERAL ALGERIE؛
- شركة خاصة TELL MERKETS؛

وكان العدد الإجمالي لفروع الوسطاء حوالي 2000 وكالة بنكية مست كل التراب الوطني.

الفرع الثالث: معلومات وأرقام خاصة بالعملية

1. تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها COSOB :

طبقاً للمادتين 41-42 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993م المتمم والمعدل المتعلق بسوق القيم المتداولة، تم منح تأشيرة القبول للدخول المبدئي للبورصة رقم 01/2016 المؤرخ في 20 جانفي 2016 ، وتم نشر هذه التأشيرة في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية (B.O.A.L) بتاريخ 28 أبريل 2016. (انظر الملحق رقم 01)

2. تقديم العملية:

كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-6): جدول يبين معلومات خاصة بعملية الإدراج

التعيين	معلومات خاص بالعملية
طبيعة العملية	الرفع من رأس المال باللجوء العلني للإدراج
فترة الإكتتاب	الفترة الممتدة من 15 ماي 2016 إلى 13 جوان 2016
قيمة الإصدار	18.956.000.000 دج
عدد الأسهم	11846000 سهم
فئة الأسهم	أسهم عادية
سعر الإصدار	1.600 دج للسهم
توظيف عائدات العملية	لتمويل الخط الثاني للإنتاج

3. الأعباء المرتبطة بالعملية (المقدرة):

كما يوضحه الجدول التالي:

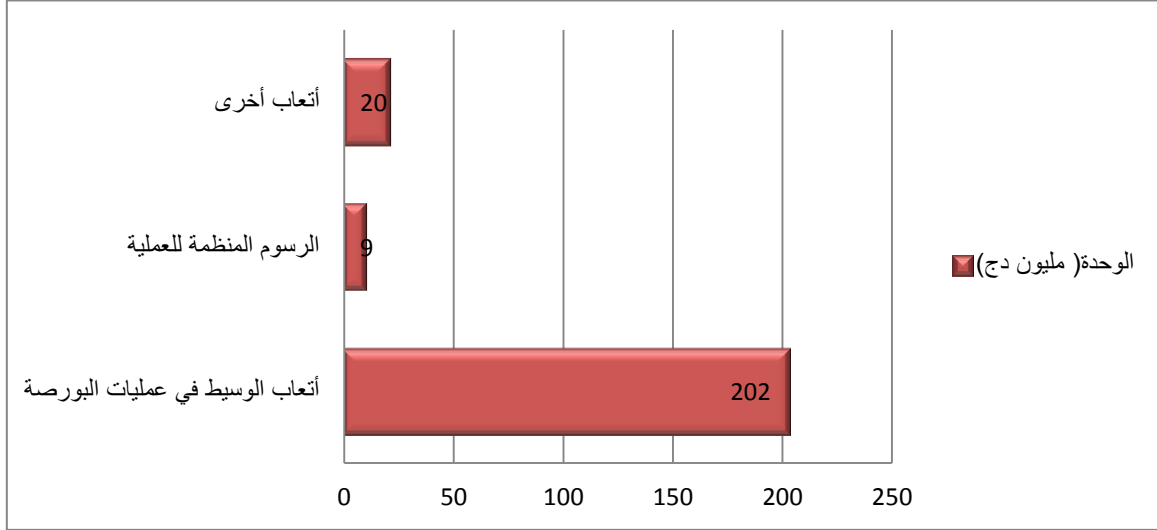
الجدول رقم (2-7): النفقات المتعلقة بعملية إدراج مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة (الوحدة دج)

أتعاب	المبالغ (دج)
رسوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها	5000.000
تأدية أتعاب الجزائرية للتسوية	4.100.000
أتعاب بورصة الجزائر	200.000
<b>المجموع</b>	<b>9.300.000</b>
<b>أتعاب تعاقدية أخرى</b>	
أتعاب الوسيط في عمليات البورصة (لم تدفع بسبب فشل الإكتتاب).	202.177.500
تكلفة الإتصال والتسويق	10.000.000
تكلفة دراسة التقييم	4.750.200
مصاريف قانونية و إدارية	5.000.000
<b>المجموع</b>	<b>221.927.700</b>
<b>المجموع الكلي</b>	<b>231.227.700</b>

المصدر: مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 14

ويمكن توضيح النفقات المتعلقة بعملية إدراج مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة -سطيف بالرسم البياني التالي:

الشكل (2-5): رسم بياني يمثل النفقات المتعلقة بعملية الإدراج



المصدر: من إعداد الطالبتين

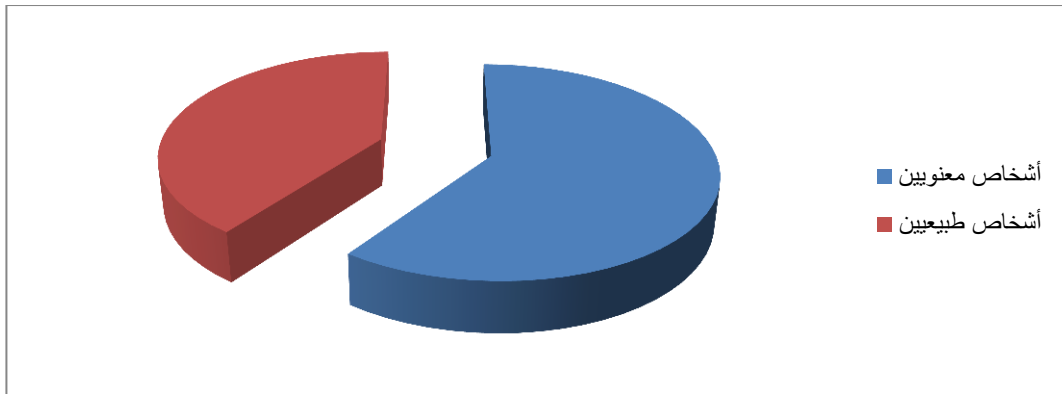
وقسم عرض الأسهم المطروحة للإكتتاب كما يوضحه الجدول التالي :  
الجدول رقم (2-8): تقسيم عرض الأسهم المطروحة للاكتتاب

عدد الأسهم	المعدل	القسم
7107600	60 %	أشخاص معنويين
4738400	40 %	أشخاص طبيعيين
11846000	100 %	المجموع

المصدر:مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 15.

ونوضحه بالرسم البياني التالي:

الشكل (2-6): رسم بياني يمثل معدل عدد الأسهم للمكتتبين



المصدر : من إعداد الطالبتين



حيث خصص 60 % من الأسهم المطروحة للاكتتاب للمستثمرين المؤسساتيين، من بنوك ومؤسسات مالية وشركات عمومية، ونسبة 40 % من الأسهم لعموم المواطنين. فإذا كان الطلب التراكمي في أحد القطاعات أقل من عدد الأسهم المحجوزة، سيتم تخصيص الباقي للقطاع الآخر، وهذا التقسيم ليس نهائياً ويمكن أن يخضع أثناء التشغيل ووفقاً لاتجاه السوق.

4. الحد الأدنى و الحد الأقصى لطلب الاشتراك: يجب أن يكون أي طلب اشتراك وفقاً للتقسيم التالي:

الجدول رقم (2-9): يمثل حدود الطلب على السهم

القسم	الحد الأدنى للسهم	الحد الأقصى للسهم
أشخاص معنويين	100	1690000
أشخاص طبيعيين	5	1690000

المصدر: مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 16

5. النشاط والنتائج المالية للمؤسسة:

حيث كانت هناك تقارير مالية لخمس السنوات قبل إدراج المؤسسة (2010-2014) انظر الملاحق (03,02)

أ. المعلومات المالية: أنظر الملاحق رقم (02) و (03) والذي يحتويان على كل من أصول وخصوم

للمؤسسة وكذا جدول حسابات النتائج للخمس السنوات السابقة للإدراج (2010-2014)

ب. المعلومات الإحصائية:

اعتمد التقييم على الاستثمارات المنجزة إضافة إلى عدد العمال للفترة (2011 إلى غاية 2014 كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (2-10): الاستثمارات المنجزة وعدد العمال للفترة (2011-2014)

التعيين	2011	2012	2013	2014
الاستثمارات المنجزة (بالمليون)	306	696	7466	7834
عدد العمال	373	403	407	405

المصدر: ملخص معلومات صادرة عن شركة الإسمنت scaek ص 02

من خلال الجدول السابق نلاحظ ارتفاع عدد الاستثمارات المنجزة من طرف الشركة مما يعكس قوتها والذي يستلزم يد عاملة أكثر، وهذا ما نلاحظه من خلال الجدول من ارتفاع توظيف عدد العمال بها.

ت. المنازعات:

حسب تقرير رئيس مجلس الإدارة فان المؤسسة لا تواجه أي منازعات معتبرة، من أي طبيعة كانت بإمكانها أن تؤثر على الوضعية المالية للشركة أو نشاطها أو النتائج التي تحققها (الأهداف و التوجهات المستقبلية للشركة).

6. الهدف من الإدراج في بورصة الجزائر:

ويتمثل هدف مؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة كالتالي:

6-1. العملية تستهدف تحقيق الأغراض التالية:

أ- من أجل تحقيق أهداف الدولة التالية :

• تنشيط السوق المالي،

• زيادة عدد المؤسسات المدرجة.

ب- من أجل تحقيق أهداف الشركة التالية :

• تحصيل أموال تسمح بإستكمال تمويل برنامجها التطويري خاصة الإستثمار المتعلق بخط الإنتاج

الثاني

• فتح قناة جديدة للتمويل والتنويع في مصدر التمويل .

• تعبئة إطارات ومستخدمي الشركة .

• تقوية سمعة الشركة .

6-2. التوجهات الإستراتيجية:

التوجهات الإستراتيجية الرئيسية المسطرة من طرف الشركة هي:

• الرفع من القدرة الإنتاجية للشركة من أجل تلبية الطلب المرتفع على الاسمنت؛

• تحقيق تكلفة إنتاج مثلى؛

• التنويع في منتجات الشركة.

المطلب الثالث: نتيجة عملية إدراج المؤسسة و معوقات فشلها:

سنقوم من خلال هذا المطلب بالتطرق إلى نتيجة عملية إدراج مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة بسطيف ببورصة الجزائر، وتفسير أسباب فشل عملية الإدراج.

الفرع الأول: نتيجة عملية الإدراج

بالرغم من كل الإمكانيات المستعملة والحملة الإعلامية الكبيرة وكذا السمعة الجيدة للشركة ووضعيتها المالية المريحة، إلا أن نتيجة العملية كانت صادمة و مخيبة للآمال فبعد مرور 15 يوم على بدأ الإكتتاب لم تتمكن مؤسسة الإسمنت من جمع سوى 0.9 % من المبلغ المستهدف، وهي نتيجة أعطت إنطباعاً لدى مسؤولي البورصة و شركة الإسمنت بأن عملية الإكتتاب ستفشل لا محالة، إلا إذا قامت الحكومة بإعطاء

أوامر للبنوك العمومية أو شركات التأمين العمومية أو مجمع الإسمنت الجزائر GICA بشراء 20 % من المبلغ المطلوب على الأقل لمنع فشل العملية وهو ما لم يحدث.

• ورغم أن النصف الثاني من فترة الإكتتاب كان أفضل من الأول إلا أن النتيجة النهائية لعملية الإكتتاب كانت في حدود 5 % من المبلغ الإجمالي المستهدف، وهو معدل لا يسمح للجنة عمليات مراقبة البورصة بالموافقة على عملية الإدراج.

• وقد أعلنت بورصة الجزائر في بيان رسمي لها يوم 16 جوان 2016 أن عملية رفع رأس مال شركة الإسمنت عين الكبيرة عملية غير ناجحة وهي المرة الأولى منذ عام 1999 أي بداية عمل البورصة التي تفشل فيها عملية إدراج لشركة الجزائرية .

• وتعتبر حصيلة العملية الهزيلة جدا بمثابة موت مبرمج لبورصة الجزائر وتعكس العملية بصدق مدى التردد الحكومي في إصلاح البورصة بطريقة جادة والعمل بجد على ضمان سيولة الأسهم المطروحة من أجل تشجيع المدخرين عن المشاركة في عملية الإدراج.

### الفرع الثاني: معوقات فشل إدراج مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة في بورصة الجزائر:

إن فشل عملية الإدراج مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة بسطيف تفسر بالعراقيل التي واجهتها و التي تتمثل فيما يلي:(أولحسين،، 2019)

#### 1. توقيت العملية:

الحكومة إختارت توقيتا سيئا للغاية لإدراج المؤسسة في البورصة، على إعتبار أن البنوك والمؤسسات المالية تحت ضغط كبير من الحكومة لإنجاح القرض الوطني للنمو، الذي أطلق في ظل أزمة مالية خانقة هذا من جهة.

ومن جهة ثانية تزامن العملية مع شهر رمضان وفصل العطل السنوية الذي يعني أيضا شح السيولة لدى صغار المستثمرين المتقلين بتراجع القدرة الشرائية .

رغم أن القرض الوطني للنمو يبدو سبب رئيسياً في فشل العملية، إلا أنه في الحقيقة سبب ثانوي لأن قيمة القرض كانت حوالي 1000 مليار دينار جزائري و المبلغ المستهدف لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة في عملية الاكتتاب كان قرابة 19 مليار دينار أي لا يتجاوز 1.9 % من قيمة القرض.

#### 2. مشكلة الثقة:

هناك فقدان شبه كامل للثقة بين المتعاملين وجمهور المستثمرين عموما والسلطات وغياب الثقة في البورصة أصلا بسبب تجارب سابقة.

3. عدم سيولة الأسهم: ويتمثل فيما يلي:

- عدم تدخل المؤسساتيين ومحدودية نشاط وسطاء البورصة؛
- عدم وجود طالبين للأوراق المالية في السوق الثانوية .

4. محدودية نشاط الوسطاء:

يعتبر الوسيط المحرك الأساسي في عمليات البورصة لكن الواقع عكس ذلك تماما، فالوسطاء كان لهم دورا هامشي في العملية بسبب قلة الخبرة والتجربة.

5. الرغبة في إنجاح القرض الوطني للنمو وعدم إعطاء أهمية لإدراج شركة الإسمنت في البورصة.

6. قيمة الإصدار:

يعد المبلغ الكبير للإصدار أحد العوائق الرئيسية التي تسببت في فشل العملية، فمبلغ العملية قارب 200 مليون دولار وهو مبلغ ضخم يصعب على السوق المالي الجزائري إستيعابه، كما يصعب جمعه في مدة شهر في ظل الوضعية الصعبة للبورصة و الإقتصاد الجزائري ككل.

7. قصر فترة الإكتتاب:

كما سبق ذكره تم حصر فترة الإكتتاب في شهر واحد(01) ولم يتم تجديدها، رغم أن القانون التجاري يسمح لها تجديد هذه الفترة خمس مرات، أي كان يمكن أن تكون فترة الإكتتاب ممتدة لسنة(06) أشهر .

8. غياب الثقافة المالية عامة والثقافة البورصية خاصة لدى غالبية الأعوان الإقتصاديين

وكما سبق الإشارة إليه بعد شهر من الإكتتاب كان المبلغ الإجمالي المحقق هو 978.368.000 دج أي تقريبا 1 مليار دج بنسبة لا تتجاوز 5.16 % من المبلغ الإجمالي، ومعظم المكتبيين كانوا أفراد عاديين، أما المؤسسات المالية والبنكية فكانت مشاركتها جد ضعيفة، وكانت شركة التأمين caat هي المؤسسة الوحيدة التي إقتنت أسهم الشركة حيث إكتتبت في 100000 سهم بقيمة 160.000.000 دج .

9. تخوف المستثمرين الخواص من المؤسسات العمومية نظراً لسيطرة الدولة عليها.(أولحسين، مرجع سبق ذكره، 2019)

10. عدم وجود شركات وساطة مالية خاصة تدعم السيولة بالبورصة على غرار البنوك؛

11. ضيق المجال الجغرافي للمؤسسة ( فمؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة تمول أربع فروع في الشرق الجزائري) كان سبباً في عدم معرفة أغلبية المستثمرين لها.

12. وجود الاستثمارات البديلة كالعقارات التي يميل أكثر المستثمرين للاستثمار فيها، فالاستثمار في البورصة به مخاطر أكثر؛

13. عدم مواكبة تطور التعاملات الالكترونية داخل بورصة الجزائر في قراءة المعلومات، مما يُبْطِئ في وصول المعلومات للمستثمر .

14. أما في الجانب الإعلامي خاصة الصحف فلم يتم النشر في الصحف الوطنية المعروفة لدى المواطن(الخبر، الشروق ...)، مما عرقل انتشار عملية الإدراج في كثير من الولايات .

خلاصة الفصل:

لقد خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي من دارستنا، وكان الهدف منه تطبيق ما تم التوصل له في الجانب النظري واختبار مدى تطبه مع الواقع العملي، فبدأنا أولاً بوضع الجوانب الأساسية للدراسة والمتمثلة في كل من الطريقة والأدوات جمع المعلومات، التي تمكن من خلالها التوصل للمعطيات وتلخيصها، وكذا تحديد عينة الدراسة، وبعد هذه الخطوة قمنا بالتطرق لبورصة الجزائر و العراقيل التي تعيق تطورها سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني، أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة، أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي و الديني، هاته العراقيل وغيرها تؤثر في جذب الاستثمارات خاصة المحلية والمتمثلة في المؤسسات الاقتصادية الكبرى في الدولة، و هو ما تم التطرق إليه خلال هذا الفصل، فكانت مؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة بسطيف كنموذج لمؤسسة لها سمعتها في السوق الوطنية إلا أنها واجهت عدة عراقيل منعتها من الإدراج للبورصة، ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها في هذا الفصل كالتالي:

1. انخفاض سيولة الأوراق المالية: بسبب الأزمة المالية وتراجع الموارد المالية الداخلية والخارجية لإدراج مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة بسطيف في البورصة، إضافة إلى عزم الدولة لإنجاح القرض الوطني للنمو؛
2. عدم وجود مستثمرين مؤسستيين يساهمون في حركية السوق من خلال تدخلات مباشرة و قوية على غرار البنوك وهذا ما حصل مع مؤسسة الاسمنت؛
3. إشكالية الثقة في السوق المالية الجزائرية؛
4. ضعف أداء بورصة الجزائر في إتمام عملية الإدراج لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة بصفتها مؤسسة رائدة في السوق الجزائري، سيؤثر سلباً على وجهتها في إستقطاب المستثمرين سواء المؤسسات أو أفراد.
5. قلة عدد الشركات المسجلة مما لا يشجع المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خاصة بالاستثمار في البورصة الجزائر؛

خاتمة

لقد تناولنا في موضوعنا هذا العراقيل التي تواجه استثمار المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في بورصة الجزائر كإشكالية عامة، ومجموعة من الفرضيات وللإجابة عليها قمنا بتقديم شرح من حيث مفاهيم البورصة والاستثمار فيها، وأبرزنا دور البورصة بالنسبة لاستثمار المؤسسات الاقتصادية خاصة الجزائرية والعراقيل التي تواجهها هاته الأخيرة للإدراج في البورصة الجزائرية، ثم قمنا بإسقاط الدراسة النظرية على الواقع من خلال إعدادنا لدراسة تطبيقية تتمثل في دراسة حالة مجمع الاسمنت عين الكبيرة بولاية سطيف الذي فشل في الدخول في البورصة الجزائر بسبب العراقيل التي واجهتها والتي تناولناها من خلال هاته الدراسة.

### إختبار الفرضيات:

مكنتنا هذه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي من إختبار الفرضيات و إستخلاص ما يلي:

✓ **الفرضية الأولى:** نصت الفرضية الأولى على أن: "إن عدم استثمار المؤسسات في البورصة راجع لغياب الثقافة البورصية لديهم"، واستخلصنا صحة الفرضية لأنه من الناحية العملية أثبتت أن فشل إدراج مؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة رغم كونها نموذج من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الرائدة في السوق الوطنية، والتي سعت للاستثمار في بورصة الجزائر بهدف تنشيطها هو غياب ثقافة البورصة لدى الأعوان الاقتصاديين رغم المجهودات المبذولة من طرف المؤسسة والترويج الإعلامي لهاته العملية، إضافة إلى عدم وجود مستثمرين مؤسساتيين يساهمون في حركية السوق من خلال تدخلات مباشرة وقوية على غرار البنوك كما هو معمول به في كل بورصات العالم.

✓ **الفرضية الثانية:** بورصة الجزائر تسعى للمساهمة في تنمية الاقتصاد الوطني عن طريق تشجيع استثمار المؤسسات و الأفراد على حد سواء، واستخلصنا نفي صحة الفرضية، فالفشل الذريع الذي جنته شركة الإسمنت عين الكبيرة يعكس عدم حرص بورصة الجزائر على تفعيل دورها في تنشيط السوق المالي الجزائري، مما يؤدي إلى عدم المخاطرة من طرف المستثمرين إلى الاستثمار فيها، ويتضح من خلال العدد القليل للمؤسسات المدرجة.

### نتائج الدراسة:

من خلال إعدادنا لهذه المذكرة قد توصلنا إلى النتائج التالية:

- من أسباب ضعف بورصة الجزائر قلة خبرة الوسطاء، وعزوف الشركات الخاصة الانضمام للبورصة بسبب شروط و إجراءات الإدراج المعقدة؛
- محدودية شركات الوساطة المالية، التي تقوم بترويج وتسويق الإصدارات الجديدة، حيث عجزت البنوك وشركات التأمين بالسيولة المطلوبة لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة، فهي تعيش تحت ضغط قوي من الحكومة لإنجاح القرض الوطني للنمو، ناهيك عن تراجع مثير للاهتمام للقدرة الشرائية للأسر منذ 2015 بسبب الأزمة وتراجع الضغوط التضخمية،



- عدم تنوع الأوراق المالية؛
- قلة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر و أغلبها تابعة للقطاع العام التي تتميز بقدراتها المحدودة في توليد الأرباح؛
- غياب ثقافة البورصة لدى المجتمع الجزائري كانت من أبرز أسباب فشل عملية الاكتتاب على أسهم مؤسسة الاسمنت عني الكبيرة (SCAEK)؛
- عدم تقبل المستثمرين لفكرة الاكتتاب في أسهم شركات، تكون الدولة المالك الأكبر لأسهم هذه الشركات؛
- الاعتقاد السائد بضرورة امتلاك الدولة لرأس مال الشركات، وعدم فتح المجال للخصوصية، أدى إلى عزوف الشركات عن الانضمام لبورصة الجزائر.

#### التوصيات المقترحة:

- على ضوء النتائج السابقة وباعتبار أن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية لهذه السوق، خاصة السوق المالي الجزائري، لذا يمكن أن نخلص إلى التوصيات التالية:
- مراجعة الجانب التشريعي للبورصة خاصة فيما يتعلق بشروط الإدراج، وكذا شركات الوساطة المالية؛
- تبسيط إجراءات الإدراج في بورصة الجزائر، وتخفيض الحد الأدنى من نسبة الإدراج؛
- العمل على إرساء ثقافة البورصة لدى الأعران الاقتصاديين سواء كانوا طالبين أو عارضين من خلال وضع سياسات تختص بالتسويق البورصي، يكون الغرض منها التعريف بأهمية البورصة و فائدة السوق المالية، باستعمال مختلف وسائل الإعلام و مختلف شبكات الاتصال مع الجمهور، من ذلك إيجاد صحافة مختصة في الشؤون المالية، إضافة إلى تقديم النصح للمدخرين بخصوص الاستثمار المالي للقيم المتداولة بتوضيح أحسن الفرص للاستثمار
- تنويع الأوراق المالية في السوق المالي الجزائري حتى تتماشى مع متطلبات المستثمرين؛
- حديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، وذلك بإدخال خدمة التداول عن طريق الانترنت؛
- منح المزيد من الامتيازات و الإعفاءات الضريبية للشركات لتحفيزها للاستثمار في بورصة الجزائر.
- إصلاح السوق المالية من خلال إعطاء ضمانات للبنوك والمؤسسات المالية والسماح لهم بالتدخل الحقيقي والفعال في بورصة الجزائر.

### آفاق الدراسة:

بعد تناولنا لهذا الموضوع والتوصل إلى النتائج المذكورة، وكذا مجموعة من التوصيات التي قمنا بتقديمها لا يمكن أن تكون قطعية ونهائية، لكن أملنا فيها أن تكون فاتحة لدراسات جديدة، وعليه من خلال دراستنا السابقة للموضوع نقترح آفاق للدراسة تتمثل في:

- ✓ أسباب فتور و ضعف الوسطاء في بورصة الجزائر؛
- ✓ دور الإعلام في نشر الوعي الاستثماري في السوق المالية الجزائرية؛
- ✓ آليات تحفيز الاستثمار في بورصة الجزائر للأفراد والمؤسسات.

# قائمة المصادر والمراجع

أولاً: باللغة العربية

أ. الكتب:

- 1) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية-تحليل وإدارة، دار المسيرة، الأردن، 2004.
- 2) رابح حريزي، البورصة والادوات محل التداول فيها، دار بلقيس، الجزائر، 2015
- 3) شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، أطلس للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 1993.
- 4) ضياء مجيد، البورصات أسواق المال و أدواتها، الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية-مصر، 2008.
- 5) طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق،الدارالجامعية،الاسكندرية،2000
- 6) عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم\_سندات\_وثائق استثمار\_خيارات)، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر، 2004/2005.
- 7) عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2010.
- 8) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010
- 9) محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية- موقعها من الأسواق،أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء للطباعة، الاسكندرية، مصر، 2000.
- 10) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية(مؤسسات\_أوراق\_بورصات)، دار الشروق للنشر و التوزيع، الطبعة الاولى، عمان، الأردن، 2007
- 11) معروف هوشيار، الاستثمار و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 12) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003 .
- 13) ناجي جمال، مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، الطبعة الأولى، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع- الحمرا، بيروت، 2012.
- 14) نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها-تاريخها-مستقبلها) ومدى تأثر التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، 2012.

### ب. الرسائل الجامعية:

- 15) آيت أكان عزيزة ، بوصيعة فتيحة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة ماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة ألكلي محند لحاج البويرة، الجزائر، 2015.
- 16) آيت مولود فاتح، حماية إيدار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه- تخصص قانون، جامعة مولود معمري، تيزي وزو-الجزائر، 2012.
- 17) بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007
- 18) بوعاملي ياسين، الخصوصية ودور السوق المالي في تفعيلها -دراسة بعض التجارب المغربية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، جامعة قسنطينة، 2010/2009.
- 19) بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبيل تفعيلها، مذكرة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005.
- 20) رفيق بن مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات -دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2007/2006.
- 21) زكريا جرادي، دور الاسواق المالية في تمويل الاستثمارات-دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016-2015.
- 22) سيوان ليندة، واقع وآفاق بورصة الجزائر في ظل التحديات الاقتصادية-دراسة حالة بورصة الجزائر (1999-2011)، مذكرة ماستر-تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، السنة الجامعة 2012/2011.
- 23) فتيحة بن بوسحاقي، بورصة الجزائر-واقع وآفاق، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2003/2002.
- 24) فيصل حمدي، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، السنة الجامعة 2006.
- 25) نصر الدين مسعود، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية-دراسة حالة شركة الاسمنت ببني صاف، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2010.

### ت. المجالات العلمية:

- 26) شمام عبد الوهاب، زودة عمار، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية ومقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي ميله، العدد الرابع، ديسمبر 2016.

- 27) العربي غويني ، عادل مستوي ، آلية تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - حالة بورصة الجزائر، جامعة الجزائر، مجلة المناجر ، العدد 01. 2012.
- 28) محمد عدنان بن الضيف ، عبير مزغيش ، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة بين الحوافز والعوائق، جامعة محمد خيضر بسكرة، مجلة الحقوق والحريات، العدد الثالث، ديسمبر 2016
- 29) مفتاح صالح، بوعبد الله علي، واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة أبحاث إقتصادية و إدارية، العدد14، ديسمبر 2013.

### ث. الملتقيات:

- 30) أمل مصطفى، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى حول بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، 2005.

### ج. منشورات المؤسسات و الجهات الحكومية:

#### ❖ الجرائد الرسمية:

#### ➤ القوانين و الأوامر:

- 31) القانون رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (29/12/1997)، المادة 30، 87.
- 32) المادتين (14،13)، القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 الذي يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم
- 33) نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03/07/1996 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم لاسيما المواد 5،6،7
- 34) Notice d'information , Groupe SAIDAL ,1998,
- 35) Marché première, Analyse de L'OPV EGH EL AURASSI, SGBV , 1997.

### ح. المقابلات الشفهية:

- 36) حرفوش محند أولحسين، مدير المالية و الميزانية، أسباب فشل انضمام مؤسسة الاسمنت لبورصة الجزائر، مؤسسة الاسمنت لعين الكبيرة-سطيف، الجزائر، 24 أبريل 2019

### خ. المواقع الإلكترونية

- 37) الموقع الرسمي لبورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) تاريخ الاطلاع: 2019/01/02 الساعة 10.50
- 38) موقع [www.cosob.org](http://www.cosob.org) ، تاريخ الاطلاع: 2019/04/28، الساعة 08.30

ثانيا: باللغة الأجنبية

**a. –les Ouvrages**

- 39) Abdelhak Lamiri, Gérer l'entreprise algérienne en économie de marché, Prestcomm éditions, 1997.
- 40) Josette peyrard, La Bourse, Vuibert entreprise, Paris, France, 1998 .
- 41) Rachid Zouaimia, droit régulation économique, Alger, 2006.
- 42) Youcef Debboub, Le nouveau mécanisme économique en Algérie, O.P.U, 1995.

الملاحق




الملحق رقم (01): تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

**7.1 SIGNATURE ET FONCTION DES PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTICE D'INFORMATION**

« A notre connaissance, les données de la présente notice d'information sont conformes à la réalité. Elles comprennent toutes les informations nécessaires aux souscripteurs pour fonder leur jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de la société. Elles ne comportent pas d'omissions de nature à en altérer la portée ».

Le Président Directeur Général/KHABER Laid




**7.2. SIGNATURE DU COMMISSAIRE AUX COMPTES**

« Nous avons procédé à la vérification des informations financières et comptables fournies dans la présente notice d'informations en effectuant les diligences nécessaires selon les normes de la profession. Nous n'avons pas d'observations à formuler sur la sincérité et la régularité des informations financières et comptables présentées ».


« Aussi, nous avons effectué un audit des comptes intermédiaires semestriels, couvrant la période du 01 janvier 2015 au 30 juin 2015. Dans ce cadre, nous avons vérifié le caractère approprié des méthodes comptables, des informations fournies par la direction et nous nous sommes assurés de leur correcte application. Pour l'arrêté des états financiers intermédiaires du 1er semestre 2015, la société a appliqué les mêmes méthodes et principes utilisés lors de la présentation des états financiers du dernier exercice. Aucune réserve ni observation n'est à formuler »

Le commissaire aux comptes/BOUDJEBBA Djahid



**7.3. VISA DE LA COMMISSION D'ORGANISATION ET DE SURVEILLANCE DES OPERATIONS DE BOURSE**

Par application des articles 41 et 42 du décret législatif numéro 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la bourse de valeurs mobilières, la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse a apposé sur la présente notice le visa n° 2016/01 en date du 20/01/2016. La notice légale a été publiée au Bulletin Officiel des Annonces Légales (B.O.A.L) du 28/04/2016.



**شهادة الأشخاص الذين يتحملون مسؤولية التثمين:**

**امضاء رئيس مجلس الإدارة:**

حسب علمنا، معطيات هذه التثمين مطابقة للواقع ولا تشوبها نقائص من شأنها أن تشوه أبعاد المعلومات.

السيد خابر العيد / الرئيس المدير العام



**امضاء محافظ الحسابات:**

بعد النظر والتدقيق فيما يتعلق بالمعطيات الرقمية المستخرجة من حسابات الشركة.

الاستاذ بوجيت جهيد / محافظ الحسابات



تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم: 01/2016 بتاريخ: 20 جانفي 2016



مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 93

الملحق رقم (02): جدول الأصول والخصوم لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة لخمس السنوات السابقة لتاريخ الإدراج (2010-2014)

4.2.2 Bilans des cinq derniers exercices

Tableau numéro 28 : Bilan actif

(Milliers DZD)

Années	ACTIF				
	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Immobilisations incorporelles	2 447	2 450	1 634	1 065	718
Immobilisations corporelles :	3 957 514	3 557 707	3 450 888	3 440 251	3 165 616
Terrains	43 479	43 479	43 479	43 479	43 479
Bâtiments	150 784	132 906	182 729	167 364	170 078
Autres Immobilisations corporelles	3 763 250	3 381 322	3 224 680	3 229 407	2 952 059
Immobilisations en cours	282 838	328 288	484 550	6 963 031	9 116 852
Immobilisations financières :	2 015 235	1 626 324	6 029 308	5 430 384	5 426 991
Autres actifs financiers non courants	2 015 235	1 626 324	6 029 308	5 430 384	5 426 991
Impôts différés actif	126 987	120 651	129 895	168 277	168 671
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>6 385 021</b>	<b>5 635 420</b>	<b>10 096 275</b>	<b>16 003 008</b>	<b>17 878 848</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
Stocks et encours	1 656 941	1 824 427	1 763 304	2 135 770	2 222 078
Créances et emplois assimilés :	1 209 374	155 314	137 299	165 407	60 775
Clients	41 346	51 082	9 785	3 462	7 041
Autres débiteurs	1 095 372	21 754	23 733	5 031	4 180
Impôts et assimilés	72 656	82 478	103 780	156 914	49 554
Disponibilités et assimilés :	2 675 122	6 143 041	3 997 716	2 718 916	3 278 236
Placements et autres actifs financiers	0	200 000	0	600 000	0
Trésorerie	2 675 122	5 943 041	3 997 716	2 118 916	3 278 236
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>5 541 437</b>	<b>8 122 782</b>	<b>5 898 320</b>	<b>5 020 093</b>	<b>5 561 089</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>11 926 458</b>	<b>13 758 202</b>	<b>15 994 595</b>	<b>21 023 101</b>	<b>23 439 937</b>

Tableau numéro 29 : Bilan passif

(Milliers DZD)

Années	PASSIF				
	2010	2011	2012	2013	2014
<b>CAPITAUX PROPRES</b>					
Capital émis	2 200 000	2 200 000	2 200 000	2 200 000	2 200 000
Primes et réserves	5 565 033	6 562 315	8 356 602	11 197 889	13 803 844
Résultat net	1 751 916	2 365 213	3 343 215	3 290 396	3 305 138
Report à nouveau	-528 284	-9 027	9 423	-173 091	-208 278
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES</b>	<b>8 988 665</b>	<b>11 118 502</b>	<b>13 909 239</b>	<b>16 515 194</b>	<b>19 100 704</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>					
Emprunts et dettes financières	129 695	2 429	1 429	1 429	666 254
Impôts (différés et provisionnés)	23 686	8 599	13 629	13 629	0
Provisions et produits constatés d'avance	623 055	609 765	620 424	878 197	937 011
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS</b>	<b>776 436</b>	<b>620 793</b>	<b>635 483</b>	<b>893 255</b>	<b>1 603 266</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>					
Fournisseurs et comptes rattachés	378 669	300 655	356 008	1 405 466	725 332
Impôts	200 770	147 153	201 306	229 937	146 072
Autres dettes	1 463 108	1 571 100	892 560	1 638 788	1 864 564
Trésorerie au passif	118 810	0	0	340 461	0
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS</b>	<b>2 161 357</b>	<b>2 018 908</b>	<b>1 449 873</b>	<b>3 614 651</b>	<b>2 735 968</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>11 926 458</b>	<b>13 758 202</b>	<b>15 994 595</b>	<b>21 023 101</b>	<b>23 439 937</b>

مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 52

الملحق رقم (03): جدول حسابات النتائج لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف لخمس السنوات السابقة لتاريخ الإدراج (2010-2014)

Tableau numéro 27 : Comptes de résultats		(Milliers DZD)				
Désignation/exercices	2010	2011	2012	2013	2014	
Chiffre d'affaires	5 929 217	6 135 834	6 897 429	7 457 639	8 198 405	
Variation stocks produits finis et en cours	126 641	4 623	-104 295	40 925	39 351	
Production immobilisée	0	0	0	0	0	
Subventions d'exploitation	1 264 208	659	0	1 077	1 618	
<b>I - Production de l'exercice</b>	<b>7 320 066</b>	<b>6 141 116</b>	<b>6 793 134</b>	<b>7 499 641</b>	<b>8 239 374</b>	
Achats consommés	3 675 843	1 476 336	1 539 308	1 612 778	1 814 202	
Services extérieurs et autres consommations	547 434	585 768	465 088	549 811	589 863	
<b>II - Consommation de l'exercice</b>	<b>4 223 277</b>	<b>2 062 104</b>	<b>2 004 396</b>	<b>2 162 589</b>	<b>2 404 065</b>	
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>3 096 789</b>	<b>4 079 012</b>	<b>4 788 738</b>	<b>5 337 052</b>	<b>5 835 309</b>	
Charges de personnel	547 315	589 082	672 526	1 078 786	1 097 440	
Impôts, taxes et versements assimilés	134 371	127 209	150 390	127 191	138 208	
<b>IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>2 415 103</b>	<b>3 362 721</b>	<b>3 965 822</b>	<b>4 131 075</b>	<b>4 599 661</b>	
Autres produits opérationnels	227 734	55 888	255 982	141 926	70 870	
Autres charges opérationnelles	12 222	9 617	31 495	38 845	36 384	
Dotations aux amortissements et aux provisions	550 742	536 048	522 047	607 496	687 955	
Reprise sur pertes de valeur et provisions	1 373	6 181	2 488	448	21 075	
<b>V- RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 081 246</b>	<b>2 879 125</b>	<b>3 670 750</b>	<b>3 627 108</b>	<b>3 967 267</b>	
Produits financiers	88 950	80 231	167 820	197 212	181 429	
Charges financières	12 139	24 925	783	202	15	
<b>VI- RESULTAT FINANCIER</b>	<b>76 811</b>	<b>55 306</b>	<b>167 037</b>	<b>197 010</b>	<b>181 414</b>	
<b>VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)</b>	<b>2 158 057</b>	<b>2 934 431</b>	<b>3 837 787</b>	<b>3 824 118</b>	<b>4 148 681</b>	
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	403 972	557 791	507 962	531 502	676 007	
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	2 169	11 427	-13 389	2 220	28 935	
Participation des travailleurs aux bénéfices de la société	0	0	0	0	138 600	
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>7 638 123</b>	<b>6 283 416</b>	<b>7 219 424</b>	<b>7 839 227</b>	<b>8 512 748</b>	
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>5 886 207</b>	<b>3 918 203</b>	<b>3 876 210</b>	<b>4 548 831</b>	<b>5 207 610</b>	
<b>VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 751 916</b>	<b>2 365 212</b>	<b>3 343 214</b>	<b>3 290 396</b>	<b>3 305 138</b>	
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0	0	0	0	0	
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0	0	0	0	0	
<b>IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 751 916</b>	<b>2 365 212</b>	<b>3 343 214</b>	<b>3 290 396</b>	<b>3 305 138</b>	

مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 51

الملحق رقم (04): طريقة الأصول المحاسبية الصافية المصححة (ANCC) بتاريخ 30 جوان 2015

Approche par l'actif

Tableau numéro 06 : Valorisation de la société par l'ANCC - F2

(Millions DZD)

Valorisation par l'ANCC de la SCAEK	Valeur nette Comptable	Valeur réévaluée au 30 06 2015	Plus ou moins value
mobilisations incorporelles	1	1	0
Terrains	46	1 823	1 777
Bâtiments	162	968	806
Equipements de production	2 767	4 476	1 709
Investissements en cours dont 8 6 41 Milliers de DZD 2 <sup>ème</sup> Ligne	16 186	16 186	0
Immobilisations financières	5 544	5 544	0
Immobilisations	24 706	28 998	4 292
Stocks	2 117	1 905	-212
Créances et emplois assimilés	235	235	0
Disponible	1 761	1 761	0
Actifs courants	4 113	3 901	-212
<b>TOTAL ACTIFS</b>	<b>28 819</b>	<b>32 899</b>	<b>4 080</b>
A déduire le montant de l'endettement			
<b>TOTAL DES DETTES</b>	<b>7 926</b>	<b>7 926</b>	
à réintégrer la provision pour retraite	667	667	
A déduire la provision pour IBS (S1-2015)	428	428	
A déduire les dividendes et participation	400	400	
<b>ACTIF NET COMPTABLE CORRIGE</b>	<b>20 733</b>	<b>24 813</b>	

L'évaluation de la SCAEK Spa par la méthode de l'actif net comptable corrigé « formule I » a permis de dégager une valeur de 24,813 milliards de DZD au 30 juin 2015.

مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 21

الملحق رقم (05): طريقة القيمة السوقية المضافة (MVA)

SCAEEK	
Taux de croissance infini	2,0%
<b>EVA 2020 (1+g) / (WACC-g)</b>	
Valeur terminale actualisée	13 360
<b>Détermination du MVA</b>	
Somme des EVA actualisés	-1 883
+Valeur terminale actualisée	13 360
<b>=MVA</b>	<b>11 477</b>
<b>Détermination de la capitalisation théorique</b>	
Actif économique net 2015	32 883
+MVA	11 477
-Dettes financières	-12 000
+Actif immobilisé hors exploitation	0
<b>Capitalisation théorique</b>	<b>32 360</b>

مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 26

الملحق رقم (06):الوسطاء الماليين في عملية إدراج مؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف ببورصة الجزائر



ملخص معلومات صادرة عن شركة الإسمنت scaek

الملحق رقم (07): جدول حسابات النتائج التوقعي لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف  
للفترة (2020-2015)

Désignation / Années	Rap 2014	Budget 15	2016	2017	2018	2019	2020
(Millions DZD)							
<b>CHIFFRE D'AFFAIRES en MDZD</b>							
Production de l'exercice	8 239	6 861	6 544	15 654	16 988	17 667	18 374
Croissance en %	-	-17%	-5%	139%	9%	4%	4%
<b>VALEUR AJOUTEE</b>							
Achats consommés	1 814	1 699	1 505	3 600	3 907	4 063	4 226
en % du chiffre d'affaires	22%	25%	23%	23%	23%	23%	23%
Services extérieurs	590	556	458	1 096	1 189	1 237	1 286
en % du chiffre d'affaires	7%	8%	7%	7%	7%	7%	7%
= Valeur ajoutée	5 835	4 606	4 581	10 958	11 891	12 367	12 862
en % de la production	71%	67%	70%	70%	70%	70%	70%
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>							
Charges de personnel de personnel	1 097	672	736	1 385	1 513	1 644	1 800
Impôts et taxes (TAP)	138	140	65	54	57	59	61
= EBE	4 600	3 794	3 780	9 518	10 321	10 664	11 000
en % de la production	56%	55%	58%	61%	61%	60%	60%
<b>EXCEDENT NET D'EXPLOITATION</b>							
- Dotations Amortissements	506	500	500	4 056	4 065	4 079	4 096
- Dotations antérieures	506	500	450	405	365	328	295
- Dotations nouvelles	0	0	50	3 651	3 701	3 751	3 801
- Dotations sur imprévus	0	0	0	190	190	190	190
- Dotations provisions	182	0	200	160	128	102	82
= ENE	3 912	3 294	3 080	5 112	5 938	6 293	6 632
en % de la production	47%	48%	47%	33%	35%	36%	36%
<b>RESULTAT ORDINAIRE</b>							
+/- Autres charges et produits	56	0	0	0	0	0	0
+ Produits financiers	181	100	150	200	250	250	250
- Charges financières	0	420	420	420	420	420	420
= Résultat ordinaire	4 149	2 974	2 810	4 892	5 768	6 123	6 462
en % de la production	50%	43%	43%	31%	34%	35%	35%
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>							
- Participation des salariés	139	101	110	208	227	247	270
- Impôts sur les bénéfices	705	793	602	441	453	465	474
= Résultat net	3 305	2 080	2 097	4 243	5 088	5 411	5 718
en % de la production	40%	30%	32%	27%	30%	31%	31%
<b>MARGE BRUTE D'AUTOFINANCEMENT</b>							
Résultat net	3 305	2 080	2 097	4 243	5 088	5 411	5 718
+ Dotations Amort et Prov	688	500	700	4 406	4 383	4 371	4 368
= Marge brute d'autofinancement	3 993	2 580	2 797	8 648	9 471	9 782	10 086
en % de la production	48%	38%	43%	55%	56%	55%	55%

مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 86

الملحق رقم (08): الميزانية المالية التوقعية لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف للفترة (2015-2020)

Tableau numéro 67 : Bilans financiers prévisionnels 2015-2020

(Millions DZD)

Désignation / Années	Rap 2014	Budget 15	2016	2017	2018	2019	2020
<b>LES EMPLOIS (I)</b>							
<b>EMPLOIS STABLES</b>	<b>13 479</b>	<b>32 826</b>	<b>42 828</b>	<b>40 822</b>	<b>36 939</b>	<b>33 068</b>	<b>29 200</b>
Immobilisations incorporelles nettes	0	0	0	0	0	0	0
immobilisations brutes	24	24	24	24	24	24	24
amortissements	24	24	24	24	24	24	24
Immobilisations corporelles nettes	12 283	31 630	41 832	38 276	34 711	31 133	27 537
immobilisations brutes	22 110	41 957	52 659	53 159	53 659	54 159	54 659
amortissements	9 827	10 327	10 827	14 883	18 948	23 027	27 122
Imprévus (5%)	0	0	0	1 710	1 520	1 330	1 140
immobilisations brutes	0	0	0	1 900	1 900	1 900	1 900
amortissements	0	0	0	190	380	570	760
Immobilisations financières	196	196	196	196	196	196	196
Stocks à rotation lente	1 000	1 000	800	640	512	410	328
<b>LES RESSOURCES (II)</b>							
<b>RESSOURCES STABLES</b>	<b>21 802</b>	<b>33 620</b>	<b>53 820</b>	<b>56 356</b>	<b>59 409</b>	<b>62 655</b>	<b>66 086</b>
Capital	2 200	2 200	3 385	3 385	3 385	3 385	3 385
Prime d'émission	0	0	17 769	17 769	17 769	17 769	17 769
Réserves	16 479	16 479	16 479	16 479	16 479	16 479	16 479
Report à nouveau	0	-520	931	1 543	3 751	6 674	9 799
Résultat de l'exercice	0	2 080	2 097	4 243	5 088	5 411	5 718
<b>= Capitaux propres</b>	<b>18 679</b>	<b>20 239</b>	<b>40 661</b>	<b>43 419</b>	<b>46 472</b>	<b>49 718</b>	<b>53 149</b>
Provisions pour retraite	937	937	937	937	937	937	937
Emprunts bancaires	666	12 444	12 222	12 000	12 000	12 000	12 000
Dettes envers Groupe GICA	1 520	0	0	0	0	0	0
Fournisseurs d'immobilisations	0	0	0	0	0	0	0
<b>Passifs non courants</b>	<b>3 123</b>	<b>13 381</b>	<b>13 159</b>	<b>12 937</b>	<b>12 937</b>	<b>12 937</b>	<b>12 937</b>
en % DT/R. Stables	14%	40%	24%	23%	22%	21%	20%
<b>LE FONDS DE ROULEMENT (II-I=A)</b>							
FONDS DE ROULEMENT	8 323	794	10 992	15 533	22 469	29 587	36 886
% du CA	101%	12%	168%	99%	132%	167%	201%
<b>LE BESOIN EN FDR (B)</b>							
Stocks	1 222	858	818	1 957	2 123	2 208	2 297
Créances et comptes rattachés	61	57	55	130	142	147	153
Fournisseurs et autres	1 615	858	545	1 304	1 416	1 472	1 531
<b>BESOINS EN FDR</b>	<b>-332</b>	<b>57</b>	<b>327</b>	<b>783</b>	<b>849</b>	<b>883</b>	<b>919</b>
en mois de chiffre d'affaires	0,00	0,10	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
<b>LA TRESORERIE (C=A-B)</b>							
Trésorerie active	8 656	737	10 665	14 751	21 620	28 704	35 967
Trésorerie passive	0	0	0	0	0	0	0
<b>TRESORERIE NETTE</b>	<b>8 656</b>	<b>737</b>	<b>10 665</b>	<b>14 751</b>	<b>21 620</b>	<b>28 704</b>	<b>35 967</b>
<b>CHIFFRE D'AFFAIRES</b>	<b>8 239</b>	<b>6 861</b>	<b>6 544</b>	<b>15 654</b>	<b>16 988</b>	<b>17 667</b>	<b>18 374</b>

مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 87



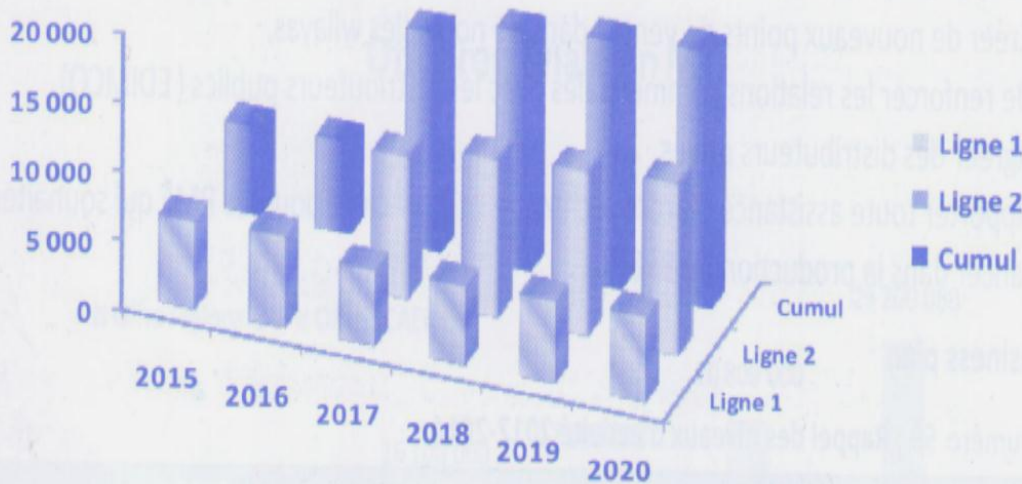
الملحق رقم (09): التوقعي لخطي الإنتاج لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف للفترة (2015-2020)

Tableau numéro 60 : Projection des niveaux d'activité 2015-2020

CONSOLIDE (Ligne n°01 et Ligne n°02)						
Désignation	Budget 15	2016	2017	2018	2019	2020
<b>LES VENTES PHYSIQUES EN TONNES</b>						
Ligne n°01	1 100 000	1 100 000	880 000	880 000	880 000	880 000
Ligne n° 02			1 650 000	1 760 000	1 760 000	1 760 000
Total (équivalent ciment)	1 100 000	1 100 000	2 530 000	2 640 000	2 640 000	2 640 000
<b>CHIFFRE D'AFFAIRES en Millions DZD</b>						
Ligne n°01	6 292	6 544	5 445	5 663	5 889	6 125
Ligne n° 02			10 209	11 325	11 778	12 249
Total en MDZD	6 292	6 544	15 654	16 988	17 667	18 374

Graphique 12 : Evolution des niveaux d'activité 2015-2020

Evolution du chiffres d'affaires 2015-2020 en millions DZD



مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 82

الملحق رقم (10): جدول التوقعي لتعداد العمال (2020/2015)

Tableau numéro 62 : Les charges de personnel 2015 - 2020 (Millions DZD)

Désignation	Rappel 2014	Budget 15	2016	2017	2018	2019	2020
<b>LES INDICATEURS SOCIAUX</b>							
Effectif initial	405	402	501	699	698	693	684
Recrutement nouvelle ligne		100	200	0	0	0	0
Départs retraite légale	3	1	2	1	5	9	3
Effectif fin	402	501	699	698	693	684	681
Salaire par agent (milliers DZD)	2 709	1 672	1 468	1 982	2 168	2 372	2 632
Frais de personnel	1 097	672	736	1 385	1 513	1 644	1 800
Valeur ajoutée	5 835	4 606	4 581	10 958	11 891	12 367	12 862
<b>REMUNERATION DU FACTEUR TRAVAIL PAR LA VALEUR AJOUTEE</b>							
FP/VA en %	19%	15%	16%	13%	13%	13%	14%
<b>RATIO DE PRODUCTIVITE</b>							
VA/agent (milliers DZD)	14 407	11 458	9 144	15 676	17 036	17 846	18 804
<b>EFFECTIF GLOBAL</b>							
Participation	139	101	110	208	227	247	270
En % de la masse salariale	13%	15%	15%	15%	15%	15%	15%

مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 84

الملحق رقم (11): الهيكل الإداري لمؤسسة الاسمنت عين الكبيرة-سطيف

Tableau numéro 48 : Membres du Conseil d'Administration

Noms et prénoms	Fonction dans la société	Fonction exercée en dehors de la société	Mandats d'administrateurs dans d'autres sociétés
KHABER Laïd	P-DG Filiale SCAEK	Président du conseil d'administration de la Société des Ciments de Hadjar Soud	Administrateur GRANU-EST et EDIMCO Bejaia
KEBBOUS Mostefa	Administrateur	P-DG SCHB et PCA SCMI	Administrateur Saoura Cement Company (cimenterie Béchar)
OUMMAD Amar	Administrateur	Sous Directeur Groupe GICA	
BENHADNA Nadia	Administrateur	Assistante P-DG Groupe GICA	Administrateur GRANU-Centre
BENABBES Abdelghani	Administrateur	Cadre administratif Entreprise Nationale de l'Or	
BOUMEKHOUF Mabrouk (administrateur de droit)	Chef de section Process		
LEKDIM Abderezak (administrateur de droit)	Gestionnaire des stocks		

مجلة خاصة بعملية إدراج مؤسسة الإسمنت scaek في بورصة الجزائر ص 67