



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
جامعة عبد الحفيظ بوصوف ميله
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

مذكرة مكمله لنيل شهادة الماستر بعنوان:

دور البورصة في التمويل السهمي للشركات : دراسة حالة شركة بيوفارم

المشرف	اعداد الطلبة	
د. ريغي هشام	سحنون هديل	1
	بوشناق فيروز	2

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	جامعة عبد الحفيظ بوصوف ميله	بعلي حسني
مشرفا ومقررا	جامعة عبد الحفيظ بوصوف ميله	ريغي هشام
ممتحنا	جامعة عبد الحفيظ بوصوف ميله	بولعراس سفيان

السنة الجامعية: 2026/2025



شكر وعرفان:

لحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، والصلاة والسلام على أشرف الخلق والمرسلين سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم، وعلى آله وصحبه ومن والاه. وبعد، نتقدم بجزيل الشكر والعرفان، مع فائق الاحترام والتقدير، إلى الأستاذ الدكتور ريغي هشام على قبوله الإشراف على هذا العمل المتواضع، وعلى نصائحه القيّمة وتوجيهاته السديدة التي رافقتنا منذ بداية اختيار الموضوع، والتي كان لها بالغ الأثر في إنجاز هذه المذكرة.

كما لا يفوتنا أن نتقدم بخالص الشكر إلى جميع أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، وخاصة أساتذة تخصص الإدارة المالية، على ما قدموه لنا من علم ومعرفة طيلة مسارنا الدراسي.

ولا ننسى كل من ساعدنا من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل، فإليهم جميعاً نتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير والامتنان.



اهداء:

الحمد لله حمداً كثيراً طيباً مباركاً فيه، الحمد لله على تمام النعمة واكتمال المسيرة، (وَأَخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنْ
الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ).

بعد رحلة علم واجتهاد دامت سنوات، ها أنا اليوم أقف على أعتاب تخرجي من مرحلة الماستر، أحصد ثمرة
التعب والسهر، وأرفع أسماء عبارات الفخر والامتنان لله عز وجل، الذي يسر البداية وبلغني النهاية بفضل
وكرمه.

أهدي هذا النجاح أولاً إلى نفسي، تلك التي صبرت واجتهدت ولم تستسلم رغم الصعوبات، ثم إلى عائلتي
الكريمة التي كانت خير سند وداعم طوال هذه المسيرة.

إلى أبي العزيز، الرجل الذي كان نوري وسندي، من علمني أن النجاح لا يأتي إلا بالصبر والإصرار، ومن بذل
الغالي والنفيس لأجل أن أصل إلى هذا اليوم، أطال الله عمرك وجزاك عني خير الجزاء.

إلى أمي الحبيبة، سر قوتي وطمأنينتي، من سهلت لي الشدائد بدعواتها وحنانها، إلى من كان رضاها
ودعاؤها سبباً في كل نجاح أصل إليه، حفظك الله لي وأدامك تاجاً فوق رأسي.

إلى جدي الغالية، قطعة من القلب ومنبع الحنان، مهما كتبت من كلمات فلن أوفيك حقك، أسأل الله أن
يرزقك الصحة والعافية ويبعد عنك كل حزن وهم.

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى أساتذتي الأفاضل الذين أناروا درب العلم وقدموا لنا كل الدعم
والتوجيه، وعلى رأسهم الأستاذ الدكتور ريغي هشام، وكذلك الأساتذة الأفاضل: الدكتور زيد، والدكتور
الوافي، جزاكم الله عنا كل خير وبارك في علمكم وعطائكم.

إلى إخوتي وأخواتي: هيثم، سلسيل، ندى، أنتم أجمل نعم الحياة وسندي الحقيقي، أسأل الله أن يديمكم
في حياتي ويحفظكم من كل سوء.

ولا أنسى صديقات العمر ورفيقات الدرب: عبير، سارة، نورهان، أمينة، شكراً لكل لحظة دعم ومحبة وصدق،
دتمتم أجمل الرفقة.

- هديل



اهداء:

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، والذي وفقني وأعاني على إتمام هذه المسيرة العلمية، فله الحمد أولاً وآخراً على ما أنعم به عليّ من صبر وقوة وعزيمة حتى وصلت إلى هذه اللحظة التي طالما حلمت بها.

أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع إلى والديّ العزيزين، اللذين كانا نور طريقي وسندي الحقيقي في جميع مراحل حياتي، واللذين غرسا في نفسي حب العلم والإصرار على النجاح، ولم يبخلا عليّ يوماً بالدعم والتشجيع والدعاء الصادق. إلى من كانت تضحياتهما سبباً فيما وصلت إليه اليوم، أعجز عن وصف مقدار الامتنان الذي أحمله لكما، فلكما مني كل الحب والتقدير والعرفان، وأسأل الله أن يحفظكما ويديمكما تاجاً فوق رأسي.

وإلى الزوج الكريم، رفيق الدرب وشريك الرحلة، الذي كان خير داعم وسند طوال هذه السنوات، شكراً لصبرك ووقوفك إلى جانبي في كل الظروف، ولكل كلمة تشجيع منحتني القوة للاستمرار، ولكل موقف كان دافعاً لي لتجاوز الصعوبات وتحقيق هذا الإنجاز. وجودك كان مصدر طمأنينة وأمان، فلك مني كل المحبة والامتنان.

وإلى ولديّ الحبيبين أيوب ويعقوب، أجمل نعم الله وأعظم مصدر للسعادة في حياتي، أهديكما هذا العمل ليكون رسالة بأن الاجتهاد والصبر طريق النجاح وتحقيق الأحلام، أنتما النور الذي يملأ أيامي، والدافع الذي يمنحني القوة للاستمرار، أسأل الله أن يحفظكما ويرزقكما مستقبلاً مليئاً بالتوفيق والنجاح. كما أهدي هذا الإنجاز إلى إخوتي وأخواتي الأعزاء، اللذين كانوا دائماً مصدر دعم ومحبة، ورفقاء الدرب اللذين خففوا عني مشقة الطريق بكلماتهم ومساندتهم الصادقة، فلكم مني كل الشكر والتقدير. ولا أنسى كل من وقف إلى جانبي، وساعدني ولو بكلمة طيبة أو دعاء صادق، فلكم جميعاً أصدق عبارات الامتنان والعرفان.

وفي الختام، أحمّد الله تعالى على توفيقه وفضله، وأسأله أن يجعل هذا النجاح بداية خير وتوفيق فيما هو قادم.

– فيروز



الصفحة	العنوان
I	البسمة
II	الشكر والعرفان
III	الإهداءات
V	فهرس المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال
X	الملخص
أ - هـ	المقدمة
	الفصل الأول: الإطار النظري للتمويل بالاسهم
02	تمهيد
03	المبحث الأول: عموميات حول التمويل
03	المطلب الأول: تعريف، خصائص وأهداف التمويل
03	الفرع الأول: تعريف التمويل
04	الفرع الثاني: خصائص التمويل
05	الفرع الثالث: أهداف التمويل
05	المطلب الثاني: مصادر التمويل
05	الفرع الأول : التمويل الخارجي
09	الفرع الثاني : التمويل الداخلي (الذاتي)
12	المبحث الثاني: أساسيات حول التمويل بالاسهم
12	المطلب الأول: مفهوم الأسهم

12	الفرع الأول : تعريف الأسهم
13	الفرع الثاني: قيم الأسهم
14	الفرع الثالث : خصائص الأسهم
15	المطلب الثاني: أنواع الأسهم
19	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: الإطار النظري لبورصة الأوراق المالية
21	تمهيد:
22	المبحث الأول: مدخل الى بورصة الأوراق المالية
22	المطلب الأول: تعريف ونشأة بورصة الأوراق المالية و خصائصها
22	الفرع الاول: تعريف ونشأة بورصة الأوراق المالية
23	الفرع الثاني: خصائص بورصة الأوراق المالية
25	المطلب الثاني: الدور الإقتصادي لبورصة الأوراق المالية
27	المبحث الثاني: شروط و مقومات قيام و نجاح بورصة الأوراق المالية، المتدخلون فيها وعملياتها
27	المطلب الأول: شروط ومقومات قيام ونجاح بورصة الأوراق المالية
27	الفرع الأول: شروط قيام بورصة الأوراق المالية
28	الفرع الثاني: مقومات نجاح دور بورصة الأوراق المالية
29	المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية وعملياتها
29	الفرع الأول: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية
31	الفرع الثاني:عمليات بورصة الأوراق المالية
33	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في التمويل السهمي لشركة بيو فارم
35	تمهيد:

36	المبحث الأول: تقديم عام لبورصة الجزائر
36	المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر ودوافع انشائها
36	الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر
38	الفرع الثاني: دوافع انشاء بورصة الجزائر
40	المطلب الثاني: الهيئات المنظمة ومعوقات بورصة الجزائر
40	الفرع الأول: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر
41	الفرع الثاني: معوقات بورصة الجزائر
44	المبحث الثاني: تجربة شركة بيوفارم في التمويل السهمي من خلال بورصة الجزائر.
44	المطلب الأول: التعريف بشركة بيوفارم، هيكلها القانوني والتنظيمي وأبرز أنشطتها
44	الفرع الأول: تعريف شركة بيوفارم وهيكلها القانوني والتنظيمي
46	الفرع الثاني: أنشطة شركة بيوفارم
47	المطلب الثاني: حيثيات دخول شركة بيوفارم لبورصة الجزائر وواقع التمويل السهمي من خلالها
47	الفرع الأول: حيثيات دخول شركة بيوفارم إلى بورصة الجزائر
48	الفرع الثاني: واقع التمويل السهمي لشركة بيوفارم من خلال بورصة الجزائر خلال الفترة 2016 - 2025
51	خلاصة الفصل
52	خاتمة
55	قائمة المراجع

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	الفرق بين الأسهم العادية والممتازة	16
02	التطور السنوي لبعض المتغيرات الخاصة بشركة بيوفارم في بورصة الجزائر خلال الفترة 2016-2025	48

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
01	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	38
02	الهيكل القانوني لمجمع بيوفارم	45
03	تطور تغير سعر سهم شركة بيوفارم خلال الفترة من 20-2016-04 إلى 21-4-2026 (تواريخ الجلسات) (الوحدة: دج)	49
04	تطور تغير القيمة السوقية لشركة بيوفارم خلال الفترة من 20-2016-4 إلى 21-4-2026 (تواريخ الجلسات) (الوحدة: دج)	50

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور بورصة الجزائر في التمويل السهمي للشركات من خلال حالة شركة بيوفارم. فعلى الرغم من تعدد مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات الاقتصادية تظل بورصات الأوراق المالية من بين أهم المصادر التي تلجأ إليها هذه المؤسسات في الوقت الحالي خاصة من خلال التمويل بالأسهم بالنظر لما يميز هذا المصدر عن مصادر التمويل الأخرى. وفي الجزائر تم إنشاء بورصة للأوراق المالية مما أتاح أمام العديد من الشركات التي دخلت إلى هذه البورصة مصادر تمويل إضافية ومنها التمويل بالأسهم، وهو الحال بالنسبة لشركة بيوفارم، حيث توصلت الدراسة إلى أن هذه الأخيرة تعد من أبرز الشركات التي لجأت إلى بورصة الجزائر للحصول على التمويل عن طريق أحد أهم الأدوات التمويلية المهمة وهي الأسهم.

الكلمات المفتاحية: التمويل، بورصة الأوراق المالية، بورصة الجزائر، الأسهم، شركة بيوفارم.

Abstract:

This study aims to highlight the role of the Algiers Stock Exchange in equity financing for companies, using "Biopharm" as a case study. Despite the multiplicity of financing sources available to economic enterprises, stock exchanges remain among the most critical avenues currently utilized by these institutions, particularly through equity financing, given the distinct advantages this source offers compared to other financing alternatives. In Algeria, the establishment of a securities market has provided numerous listed companies with additional funding options, including equity financing. This is clearly demonstrated in the case of Biopharm, which stands out as one of the most prominent companies that turned to the Algiers Stock Exchange to secure funding through one of the most vital financial instruments: shares.

Keywords: Financing, Stock Exchange, Algiers Stock Exchange, Shares (Equity), Biopharm Company.



مقدمة



تمهيد:

تعد قضية التمويل حجر الزاوية في نشوء وإستمرار وتوسع المؤسسات الاقتصادية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية المتسارعة. ومع تزايد حدة المنافسة، أصبحت الشركات تبحث عن مصادر تمويلية أكثر كفاءة وأقل تكلفة لتغطية احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية، بعيداً عن أعباء المديونية التقليدية. ومن هنا برز التمويل بالأسهم كواحد من أهم الأدوات المالية التي تتيح للمؤسسات الحصول على رؤوس أموال مستقرة تساهم في تدعيم مركزها المالي لهذا تلجأ مختلف الشركات إلى بورصات الأوراق المالية للاستفادة من هذا المصدر التمويلي المهم.

وفي الجزائر تعتمد العديد من الشركات على الأسهم كمصدر هام للتمويل، ومن بين هذه الشركات شركة بيوفارم، حيث أنشأت السلطات الجزائرية بورصة للأوراق المالية لإتاحة للشركات مصادر إضافية للتمويل، خاصة التمويل السهمي.

أولاً - إشكالية الدراسة:

- على ضوء ما تقدم تتمثل إشكالية الدراسة فيما يلي:
- "ما هو دور بورصة الجزائر في توفير التمويل السهمي لشركة بيوفارم؟"
- من خلال التساؤل الرئيسي يمكننا طرح التساؤلات الفرعية التالية:
- لماذا يُعتبر التمويل بالأسهم مهم بالنسبة للشركات؟
- ما الذي يدفع مختلف الدول للاهتمام ببورصة الأوراق المالية؟
- هل إعتمدت شركة بيوفارم على بورصة الجزائر للحصول على التمويل السهمي؟

ثانياً-فرضيات الدراسة

- للإجابة على التساؤلات الفرعية السابقة وبالتالي على التساؤل الرئيسي نطرح الفرضيات التالية:
- يعتبر التمويل بالأسهم من بين أهم مصادر التمويل بالنسبة للشركات بالنظر لما يميز هذا المصدر؛
 - تعتبر بورصة الأوراق المالية مصدراً هاماً تعتمد عليه الشركات للحصول على التمويل؛
 - لجأت شركة بيوفارم إلى إستخدام أداة التمويل بالأسهم من خلال بورصة الجزائر.



ثالثاً - أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في تسليط الضوء على موضوع تمويل الشركات بالنظر لأهميته بالنسبة لهذه الأخيرة في نشوئها وتوسعها، وركزت الدراسة على أحد أهم المصادر التمويلية التي تعتمد عليها الشركات في وقتنا الحاضر وهو التمويل بالأسهم من خلال دراسة حالة شركة بيوفارم.

رابعاً - أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى:

- تناول بعض الجوانب النظرية المتعلقة بالتمويل بصفة عامة، والتمويل بالأسهم بصفة خاصة؛
- تناول بعض الجوانب النظرية المتعلقة ببورصة الأوراق المالية باعتبارها المكان الذي تلجأ إليه الشركات للحصول على التمويل السهمي؛
- معرفة دور بورصة الجزائر في التمويل السهمي لدى شركة "بيوفارم".

خامساً - منهج الدراسة:

من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة، اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي، حيث تم استخدام المنهج الوصفي في الجانب النظري لعرض مفاهيم التمويل والبورصة، بينما تم اتباع المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي لدراسة حالة شركة "بيوفارم" وتحليل بياناتها المتعلقة بالتمويل السهمي.

سادساً - الدراسات السابقة:

من خلال إعدادنا لهذه الدراسة لم نصادف دراسة تتناول موضوع التمويل السهمي لدى شركة بيوفارم ولكن هذا لم يمنعنا من الاعتماد على بعض الدراسات التي تناولت بعض الجوانب المتعلقة بهذه الدراسة:

- 1 - دراسة بن معاوي سميحة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة في الجزائر - مع الإشارة إلى بعض التجارب الدولية-، اطروحة دكتوراه، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2022/2023.

هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى عرض مختلف مصادر التمويل التقليدية والمستحدثة والوقوف على أبرز الصعوبات التي يمكن مواجهتها في سبيل الحصول على التمويل المناسب وإبراز أهم المزايا والخصائص التي تجعل من سوق الأوراق المالية أحد أهم البدائل التمويلية، وكذا عرض بعض تجارب التعامل بهذا الأسلوب التمويلي في بعض دول العالم المتقدمة والعربية، ومن أهم النتائج المتوصل إليها

أن سوق الأوراق المالية يعد من أهم الميكانيزمات لتعبئة وحشد الموارد المالية وتوظيفها في القنوات الاستثمارية، أصبحت سوق الأوراق المالية البديلة وماتوفره من منتجات مختلفة من اهم مصادر تغطية وتوفير الاحتياجات التمويلية، وتوصلت الباحثة لأهم المعوقات التي تواجهها البورصة في الجزائر سواء ما تعلق بالمشاكل الداخلية للبورصة أو بالظروف المحيطة بها، ومن أهم التوصيات المتوصل اليها من طرف الباحثة؛ العمل على التعريف بأهمية البورصة كألية تمويلية في الحياة الاقتصادية وتوصيل المعلومات الضرورية لمختلف الفاعلين والمتعاملين الاقتصاديين مع التركيز بشكل اكبر على الاستثمار وتوسيع نطاقه على المستوى الوطني بغية تنشيط الطلب على هذه الوسيلة التمويلية فضلا عن وضع سياسة ترويجية أكثر فعالية في سبيل نشر الثقافة المالية عامة والبورصية خاصة وتوعية رجال الاعمال والمؤسسات الجزائرية بأهمية التمويل عبر اصدار الأوراق المالية في البورصة.

2 - دراسة بوغنبوز آمنة، دور سوق الاوراق المالية في تمويل الاستثمارات -دراسة حالة: بورصة الجزائر، اطروحة الدكتوراه، تخصص نقود ومالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03،الجزائر،2024/2023.

تهدف هذه الدراسة إلى البحث عن واقع بورصة القيم المنقولة في الجزائر من خلال تشخيص أهم المعوقات التي تواجهها والوقوف على أوجه القصور التي تعاني منها، والاعتبارات التي انعكست سلباً على أهدافها، والأساليب التي يمكن الاعتماد عليها في تفعيل دور بورصة القيم المنقولة في تمويل الاستثمارات، وزيادة الدعم للقطاعات الاقتصادية المختلفة من أجل استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وهو ما يعزز فرص النمو الاقتصادي والاجتماعي ومواكبة تطورات الاقتصاد العالمي. ومن أهم ما توصلت له الباحثة أن نشاط بورصة الجزائر يتميز بالمحدودية، وذلك وفقاً لما تشير إليه مختلف المؤشرات المعتمدة في تقييم الدور التمويلي لبورصة الجزائر للقيم المنقولة، والتي أظهرت قلة عدد المؤسسات المدرجة، وضعف حجم التداول، وضعف القيمة السوقية. وأدى عجز بورصة الجزائر للقيم المنقولة عن أداء دورها التمويلي إلى انسحاب العديد من المؤسسات المدرجة، وإحجام أخرى عن الإدراج، وكذا افتقار بورصة الجزائر إلى تنوع الأدوات المالية والدرجة الكافية من العمق والسيولة، حيث أدى حجم العمليات المبرمة وضعف السيولة في بورصة الجزائر إلى عدم جذب المستثمر المحلي والأجنبي. ومن أهم التوصيات المقترحة من طرف الباحثة ضرورة وجود إرادة سياسية تعززها الخبرة في مجال الاقتصاد والمال، تعمل على دعم دور بورصة الجزائر، وتحفيز القطاع الخاص نحو اعتماد البورصة

كآلية تمويل من خلال توفير التسهيلات اللازمة قصد توسيع قاعدة الشركات والمؤسسات المدرجة، التي يجب أن تكون موزعة على مختلف القطاعات والعمل على تنويع الأدوات المالية ذات آجال مختلفة لكسب ثقة المستثمرين وتحفيز مختلف المؤسسات المالية والبنكية على الانضمام للبورصة، الأمر الذي قد يساهم في انعاش نشاطها.

3 - دراسة لعراق سارة، إتجاهات تطوير بورصة الجزائر للاوراق المالية في ضوء المتغيرات المالية الراهنة، أطروحة دكتوراه في مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2017/2018.

هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى إبراز دور بورصة الأوراق المالية كقناة أساسية للوساطة المالية والجمع بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي، مع تحليل أثر المتغيرات الدولية الراهنة كالعولمة والأزمات المالية على كفاءة الأسواق. وتوصلت الباحثة إلى أن بورصة الجزائر لا تزال تعاني من جملة من المشاكل والمعوقات التي تحول دون نموها وتحد من كفاءتها في استقطاب رؤوس الأموال، مما يستلزم وضع آليات فعالة لتطويرها.

ومن أهم التوصيات والمقترحات التي توصلت إليها الباحثة؛ ضرورة استكمال الإطار التشريعي والتنظيمي و سن قوانين حديثة تتعلق بالشركات والاستثمار، والعمل على تقييد القروض المصرفية لدفع المؤسسات نحو التمويل عبر البورصة، مع تقديم حوافز جبائية لتشجيع الشركات على إدراج أسهمها وإعادة استثمار أرباحها. كما أوصت الباحثة بضرورة تنويع الأدوات المالية، وتحسين سيولة السوق عبر استراتيجيات تقنية كتقسيم الأسهم وزيادة عدد جلسات التداول واعتماد التداول الإلكتروني، فضلاً عن تعزيز الشفافية والإفصاح المالي وتكثيف الحملات الإعلامية لنشر الثقافة البورصية وتعميق الوعي الادخاري لدى الجمهور، وصولاً إلى فتح المجال أمام الاستثمار الأجنبي المباشر لضمان حيوية السوق واندماجها دولياً.

4 - دراسة شطارة نبيلة، دور حوكمة الشركات في تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لدخول سوق الاوراق المالية، أطروحة دكتوراه، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2022/2023.

هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه حوكمة الشركات في تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدخول البورصة، باعتبار أن الالتزام بأساليب الحوكمة السليمة

يساهم في رفع ثقة المستثمرين وخفض تكلفة رأس المال، مما يفتح آفاقاً لجلب مساهمين من خارج العائلة والتحول نحو الانفتاح الخارجي. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الباحثة وجود علاقة ارتباط طردية بين تطبيق نظام الحوكمة وقدرة المؤسسات الجزائرية على التأهل لدخول سوق الأوراق المالية وتحقيق شروط الإدراج، مع الإشارة إلى تجربة شركة "AOM Invest" كنموذج رائد في هذا المسعى.

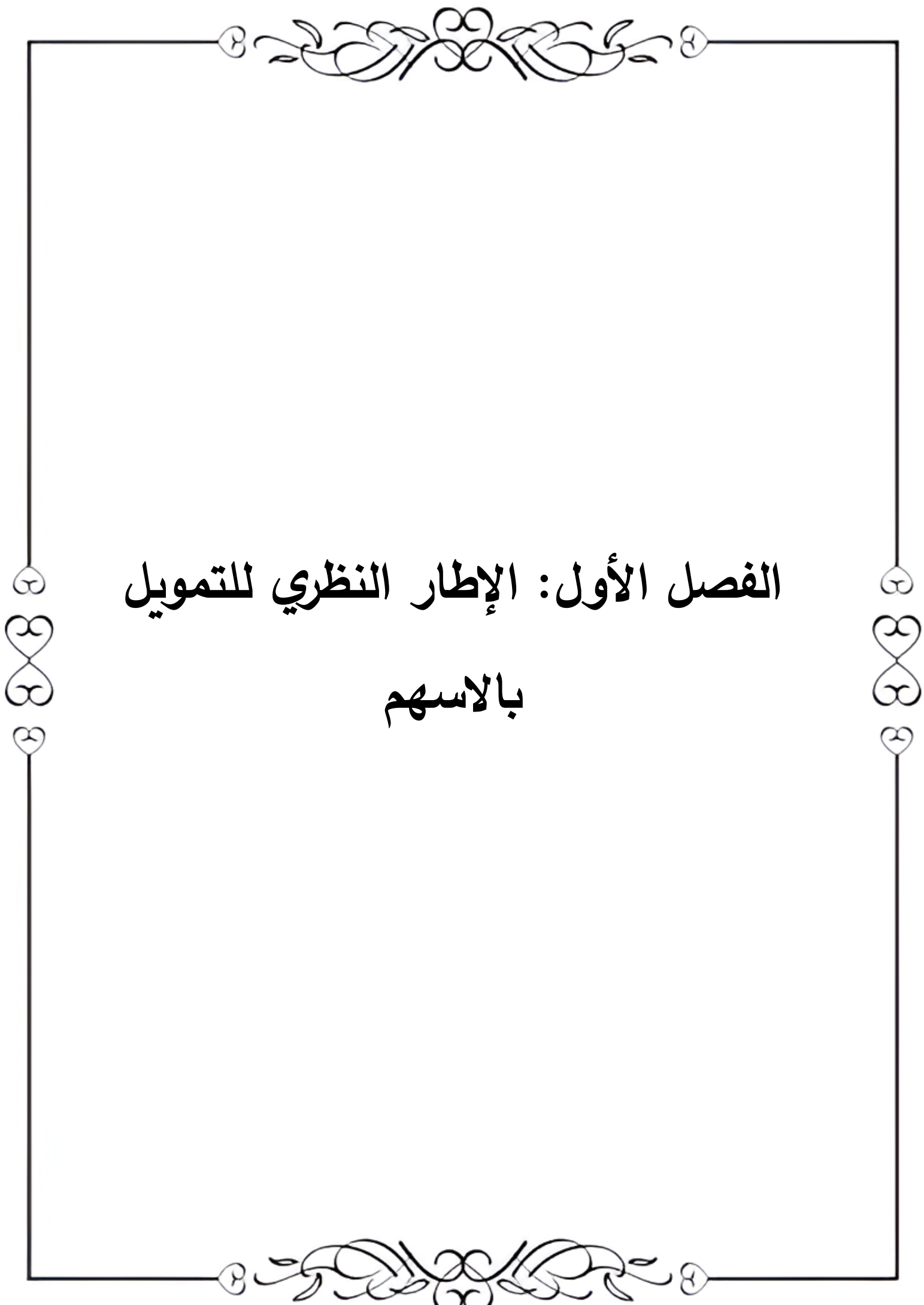
ومن أهم التوصيات والمقترحات التي توصلت إليها الباحثة؛ ضرورة نشر الوعي بمفهوم الحوكمة كطريقة تسيير تضمن بقاء واستمرار المؤسسات، وإصدار قوانين ملزمة تعزز آليات الحوكمة وتتجاوز مجرد الاكتفاء بمواثيق الحكم الراشد الاختيارية. كما أوصت الباحثة بتحفيز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر تدابير جبائية وتأسيس صناديق استثمار متخصصة تدعم رأس مالها لفترات محددة، مع العمل على تخفيف صرامة شروط الإدراج ومتطلبات الإفصاح لهذه الفئة من الشركات لتشجيعها على دخول البورصة. واختتمت التوصيات بضرورة إضفاء المزيد من الشفافية لبناء الثقة مع أصحاب المصالح، وتشجيع المؤسسات على الحصول على شهادات الجودة العالمية (ISO) كخطوة تمهيدية للانفتاح على الأسواق المالية الدولية.

سابعا - هيكل الدراسة:

للإلمام قدر الإمكان بتفاصيل موضوع الدراسة، تم تقسيم هذه الأخيرة إلى ثلاثة فصول كما يلي:

- الفصل الأول: الإطار النظري للتمويل بالأسهم؛
- الفصل الثاني: الإطار النظري لبورصة الأوراق المالية؛
- الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في التمويل السهمي لشركة بيو فارم .





الفصل الأول: الإطار النظري للتمويل بالاسهم

تمهيد:

يُعدّ التمويل من الركائز الأساسية التي تقوم عليها المؤسسات الاقتصادية، إذ يمثل الوسيلة التي تمكّنها من الحصول على الموارد المالية اللازمة لممارسة أنشطتها المختلفة وتحقيق أهدافها التنموية والاستثمارية. فنجاح المؤسسة واستمرارها في بيئة اقتصادية تتسم بالمنافسة والتغير المستمر يرتبط بدرجة كبيرة بقدرتها على توفير مصادر تمويل ملائمة تضمن تلبية احتياجاتها المالية في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة.

ومن بين أهم مصادر التمويل التي يمكن أن تلجأ إليها المؤسسات هو التمويل بالأسهم. وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي:

- **المبحث الأول:** عموميات حول التمويل.
- **المبحث الثاني:** أساسيات حول التمويل بالأسهم.

المبحث الأول: عموميات حول التمويل

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى تعريف التمويل، خصائصه وأهدافه، بالإضافة إلى التعرف على مختلف مصادر التمويل.

المطلب الأول: تعريف، خصائص وأهداف التمويل

الفرع الأول: تعريف التمويل

• **التعريف الأول:** يعرف التمويل على أنه "مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والتجارية وعلى هذا الأساس فإن تحديد مصادر التمويل يعتمد على المصادر المتاحة المتواجدة في البيئة المحيطة بالمؤسسة".¹

• **التعريف الثاني:** التمويل هو "الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها، ويقوم على تحديد وقت الحاجة بدقة، والبحث عن مصادر لتوفير الأموال، مع مراعاة المخاطر المرتبطة بمختلف الأنشطة الاقتصادية. ويشمل التمويل المؤسسات والأفراد والأسر والدول، وينتج عنه تدفقات نقدية داخلية (متحصلات) وتدفقات نقدية خارجية (مدفوعات)، ويؤدي اختلال التوازن بينهما إلى ظهور عجز أو فائض".²

• **التعريف الثالث:** يعرف التمويل على أنه "أحد مجالات المعرفة وهو يتكون من مجموعة من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات".³

من خلال التعاريف السابقة يمكننا استخلاص تعريف للتمويل حيث يمكننا تعريفه على أنه : "التمويل هو مجموعة من الوسائل والأساليب التي تهدف إلى تعبئة الموارد المالية من مصادرها

1 - زنادة ريمة والعبد شريفة، مصادر التمويل في المؤسسة والعوامل المؤثرة فيها - دراسة نظرية -، مجلة المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، المجلد 10، العدد 02، 2023، ص 327.

2 - الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها دراسة حالة مجمع صيدال -، مذكرة ماجستير، فرع مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر - 3، الجزائر، 2012/2011، ص 3.

3 - سمير هربان، صبيغ وأساليب التمويل بالمشاركة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيق التنمية المستدامة دراسة حالة مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف -، الجزائر، 2015/2014، ص 29.

المختلفة في الوقت المناسب، واختيار البدائل التمويلية الأنسب، وتوظيفها بكفاءة في تمويل الأنشطة الاقتصادية وتطويرها، مع مراعاة المخاطر المرتبطة بها وضمان التوازن بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة".

الفرع الثاني: خصائص التمويل

مع اختلاف خصائص التمويل حسب مصادره وأنواعه، يمكن حصرها في أربع نقاط أساسية كما يلي:¹

1 - الاستحقاق: الاستحقاق هو الموعد الذي يلتزم فيه المقترض برد الدين. القروض لها آجال محددة للسداد بغض النظر عن الظروف، وزيادتها ترفع المخاطر المالية وقد تؤدي إلى التصفية عند العجز عن السداد. أما أموال الملكية فهي استثمار دائم، وزيادة رأس المال تخفف المديونية وتحسن المركز الائتماني، ويمكن للمساهم استرداد أمواله ببيع حصته أو عند تصفية المؤسسة، كما قد يُحدد تاريخ لانتهاء بعض المشاريع مع إمكانية تجديده.

2 - الحق على الدخل (العائد): يتميز الاقتراض عن الملكية من حيث الأولوية والتأكد والمقدار؛ فالدائنون لهم أسبقية في الأرباح، وتلتزم الشركة بدفع فائدة ثابتة لهم بغض النظر عن الأرباح. أما الملاك فيحصلون على مسحوبات أو توزيعات تختلف حسب الامتياز، ويتغير مقدار ما يحصلون عليه تبعاً لنتائج المؤسسة.

3 - الحق على الموجودات: عند تصفية المؤسسة تُستخدم أصولها لسداد الحقوق وفق ترتيب محدد:

- الدائنون الممتازون؛
- الدائنون العاديون برهونات؛
- الدائنون العاديون غير المضمونين؛
- حملة الأسهم الممتازة؛
- حملة الأسهم العادية.

4 - الإدارة والسيطرة: لا يشارك الدائنون في الإدارة عادة، لكن قد يفرضون شروطاً في عقد القرض تقيد نشاط الإدارة، مثل الحفاظ على نسب مالية معينة أو سياسة توزيعات تحفظية. وتبقى الإدارة بيد الملاك لأنهم يتحملون أكبر المخاطر، ويستحقون ما يتبقى من الدخل وقيمة الأصول بعد سداد الالتزامات.

¹ - بن قطاف محمد، تمويل المشاريع الصغيرة والمصغرة في الجزائر : دراسة حالة مشاريع الصناعة التقليدية، مذكرة ماجستير، تخصص، تسويق العمليات المالية والمصرفية، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016/2015، ص ص : 5 - 6.

الفرع الثالث: اهداف التمويل

تتمثل الأهداف الأساسية للتمويل في النقاط التالية :

- تحديد المصدر الذي يضيف أقل التكاليف ويؤدي إلى تحقيق إيراد إضافي والذي يكون بشروط تتناسب مع احتياجات المؤسسة وحسب حالتها في الوقت الحاضر والمستقبل؛
- القدرة على اتخاذ القرارات المناسبة في الأوقات المناسبة؛
- تحقيق نظام سليم وأساس جيد لتوجيه الأموال في المؤسسة واستخدامها فيما يحقق الأهداف الطويلة الأجل؛
- استخدام الموارد التي تم الحصول عليها استخداما امثلا والذي يؤدي إلى زيادة فعاليات وإنجازات المؤسسة؛¹
- تحقيق أقصى ثروة للمساهمين من خلال تحقيق المنفعة القصوى لهم والتي تقاس بقيمة أسعار الشركة في الأسواق المالية؛
- تحقيق أقصى ربح مقابل تحقيق أقصى ثروة وذلك بزيادة الربح الإجمالي للشركة وزيادة ربحية السهم؛
- توسيع وتضخيم الشركة وتحقيق القيمة القصوى للشركة من ناحية إجمالية؛
- تحقيق أقصى قيمة حالية للمنشأة ولأصحابها أي تعظيم الربح في الأجل الطويل.²

المطلب الثاني: مصادر التمويل

تتنوع مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسات الاعتماد عليها حسب طبيعة احتياجاتها المالية وهي مصادر يمكن تصنيفها حسب عدد من المعايير، ومن بين هذه المعايير تصنيف مصادر التمويل حسب المصدر: مصادر تمويل خارجية و مصادر تمويل داخلية.

الفرع الأول: مصادر التمويل الخارجية

يمكن تصنيف مصادر التمويل الخارجية كما يلي:

1 - الائتمان التجاري:

¹ - زنادرة ريمة والعيد شريفة، مرجع سبق ذكره، ص 328 - 329.
² - محمد الفاتح محمود بشير المغربي، إدارة التمويل المصرفي، الطبعة الأولى، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، مصر 2019، ص ص : 13 - 14.

هو تمويل قصير الأجل وهو أن يقوم البائع بالبيع لأجل المشتري (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثلاً)، وبالتالي فالبائع مانح ائتماني ضمن رفع مبيعاته وبالتالي زيادة أرباحه والحفاظ على وفاء عملائه، أما المشتري الحاصل على الائتمان فيستمر في مزاوله نشاطاته ويحصل على المزايا التالية:

- عدم تحمل التكاليف التشغيلية للائتمان؛
- السهولة في الحصول على الائتمان التجاري من حيث الإجراءات العملية.¹

2 - الائتمان المصرفي:

يعتبر الائتمان المصرفي أحد أهم مصادر التمويل الخارجي التي تلجأ إليها المؤسسات وخصوصاً المشاريع الصغيرة والمتوسطة، ويتمثل الائتمان المصرفي في تلك الثقة التي يوليها البنك للمؤسسة بوضع تحت تصرفها مبلغ من المال، أو تقديم تعهدا من طرفه لفترة محددة يتفق عليها الطرفين، ويقوم الطرف المقترض نهاية الفترة بالوفاء بجميع التزاماته، وذلك لقاء فائدة يحصل عليها البنك.

ويلجأ أصحاب المشاريع إلى الائتمان المصرفي أين يحصلون على التسهيلات الائتمانية سواء من بنوك تجارية أو المؤسسات المصرفية قصيرة أو طويلة الأجل وذلك حسب طبيعة نشاط المشروع، أين يتعهد صاحب المشروع بسداد القرض والفوائد المستحقة في الآجال المحددة ووفق الشروط المتفق عليها مسبقاً (الضمانات، أسعار الفائدة....)، حيث يخضع حجم الائتمان وشروطه لعمليات تفاوض بين البنك أو المؤسسة المالية وصاحب المشروع، وهناك من يطلق عليه بالتمويل التفاوضي.²

ويتمتع الائتمان المصرفي بالخصائص التالية :

- الثقة بين الطرفين و هي من أهم خصائص الائتمان فلا بد من البنك أن تكون له ثقة في الزبون الذي سوف يقوم بالتسديد في الوقت المحدد؛
- تحديد مدة الاستحقاق: يجب أن تكون فجوة زمنية بين منح الأموال و استحقاقها ؛
- التعهد او المبادرة: يعد البنك الزبون بمنحه الائتمان بعد موافقة هذا الأخير على شروط العقد؛
- الربح أو الفائدة: يجب على الزبون دفع ثمن القيام باستخدام هذه الأموال المتمثل في الفائدة.³

¹ - توكالي وهيبه، سياسات التمويل الأصغر ودورها في تنمية المشاريع الصغيرة والمصغرة : دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2000-2018، أطروحة دكتوراه ، تخصص مالية و اقتصاد محلي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريش، الجزائر، 2023/2022، ص 154.

² - المرجع نفسه، ص ص : 153 – 154.

³ - فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك : مدخل كمي واستراتيجي معاصر، الطبعة 02، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2003، ص 124.

3 - الأوراق التجارية:

هي صكوك مكتوبة وفق أشكال حددها القانون تمثل حقا موضوعه مبلغ من النقود يستحق الأداء بمجرد الإطلاع أو بعد أجل معين أو قابل للتعيين وهي قابلة للتداول بالطرق التجارية واستقر العرف على قبولها كأداة وفاء بدلا من النقود.¹

4 - القرض الاجاري:

يمكن تعريف التمويل بالاستئجار على أنه عقد إيجار لأصل منقول أو عقار مرفق بتعهد أحادي الجانب بالبيع بسعر يأخذ في الاعتبار مبالغ الإيجار المحصلة حتى رفع خيار الشراء. أي أنه عبارة عن عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بالاتفاق مع المالك جراء انتفاع المستأجر بمنافع وخدمات أصل معين يعود للمالك بعد فترة محددة.²

ينقسم التمويل بالاستئجار إلى أربعة أنواع رئيسية:

أ. **الاستئجار التشغيلي:** عقد قصير أو متوسط المدة لا يغطي كامل تكلفة الأصل، ويتضمن عادة خدمات الصيانة وإمكانية الإلغاء، ويتحمل فيه المؤجر مخاطر التقادم.

ب. **الاستئجار المالي:** عقد طويل الأجل يمتد غالباً إلى نهاية العمر الافتراضي للأصل، وتغطي أقساطه كامل التكلفة، ولا يتضمن شرط الإلغاء، ويشبه القرض طويل الأجل من حيث الهيكل المالي.

ج. **البيع وإعادة الاستئجار:** تقوم المؤسسة ببيع أصل تملكه ثم استئجاره من جديد للحصول على سيولة مع الاحتفاظ بحق الانتفاع به، ويُستخدم لتحسين الوضع المالي أو تمويل استثمارات جديدة.

د. **التأجير الرافعي:** يتم بمشاركة ثلاثة أطراف (مؤجر، مستأجر، مقرض)، ويُستخدم لتمويل الأصول مرتفعة القيمة عبر مزيج من التمويل الذاتي والاقتراض.

وبوجه عام، يختلف كل نوع بحسب مدة العقد، توزيع المخاطر، وهيكل التمويل والآثار الضريبية.³

¹ - مرول يمينية وصافة خيرة، الأوراق التجارية من التقليدية إلى الإلكترونية قراءة في التشريع الجزائري وبعض التشريعات العربية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة الجلفة، المجلد 15، العدد 01، 2022، ص 331.

² - مليكة زغيب، دور وأهمية قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 01، المجلد 05، العدد 05، 2005، ص 175.

³ - المرجع نفسه، ص ص : 176 - 178.

5 - الأسهم

تعريف السهم*: هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها جزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة .¹

6 - السندات

أ - تعريف السندات : يمثل السند مستند مديونية طويل الأجل تصدره المؤسسات، و يعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه أيضا الحق في سعر فائدة دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية، و للسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي القيمة الاسمية، و قد تشترط المؤسسة المصدرة للسندات أن يكون لها الحق في استدعاء السندات أي إعادة شرائها، وعادة ما يحصل صاحب السند في مقابل ذلك على قيمة عند الاستدعاء تفوق قيمته الاسمية، ويطلق على مقدار هذه الزيادة بعلاوة الاستدعاء.²

ب - خصائص السندات : يتميز السند بجملة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية ، سنجملها فيما يلي:³

- **السند قرض جماعي :** عندما تقوم الشركة بالاقتراض عن طريق إصدار سندات فإنها لا تقوم بالاقتراض من كل مكتب على حدى، بل تكون قد أبرمت عقدا واحدا مع جميع المكتتبين، وبذلك تتساوى حقوق أصحاب السندات ذات الإصدار الواحد تجاه الشركة ؛
- **عدم قابلية السند للتجزئة :** حيث يكون السند مسجلا بإسم شخص واحد ، إذ لا يجوز أن يملكه أكثر من شخص إلا إذا آل إليهم عبر طريقة من طرق إنتقال الملكية ، فهنا يجب عليهم إختيار واحد منهم لتسجيل السند بإسمه، وليس لأي منهم حق مطالبة الشركة بصك خاص يبين حصته في السند المشترك، أو مطالبة الشركة بإعطائه نصيب حصته في الفوائد؛

1 - أحمد عبد الحفيظي و سلماني عادل، كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال، مجلة البديل الاقتصادي، جامعة زيان عاشور الجلفة ، المجلد 01 ، العدد 02، 2014 ، ص 213.

* إكتفينا هنا فقط بتعريف السهم لأن المبحث الثاني سنتناول فيه بنوع من التفصيل هذه الأداة التمويلية.
2 - دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال -دراسة أكثر عمقا - : دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين (2007-2010) ، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011/2012، ص 11.

3 - دينة سلسيل وبوغرارة جموعي، النظام القانوني لعمليات التداول في البورصة، مذكرة ماستر، التخصص: قانون أعمال، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2022/2023 ، ص 22 - 23.

- **السند قابل للتداول:** يعتبر السند من قبيل الأوراق المالية القابلة للتداول بالطرق التجارية وذلك وفقا للشكل الذي يتخذه السند ، فإذا كان إسميا ، انتقل بالقيود في دفاتر الشركة ، وإذا كان لحامله، فإنه ينتقل بالتسليم ، وفي القانون الفرنسي يتم تداول السندات سواءا كانت إسمية أو لحاملها عن طريق التحويل من حساب إلى آخر دون النظر إلى شكل السند؛
- **الإستحقاق :** تستحق السندات بحلول أجل محدد سابقا ويكون مذكورا في شهادة السند وهذا على خلاف الأسهم.

الفرع الثاني: مصادر التمويل الداخلية (الذاتية)

التمويل الذاتي هو قدرة المشروع الاستثماري على تغطية احتياجاته المالية اللازمة لتنفيذ الاستثمارات الرأسمالية وسداد الديون، وكذلك زيادة رأس المال العامل من الأموال الذاتية للمشروع. كما يمكن القول أن التمويل الذاتي هو تحقيق الاستثمارات بفضل الموارد الداخلية للمشروع الاستثماري، والتي عادة ما تكون من الأرباح المحققة.¹

ومن بين أشكال التمويل الذاتي مايلي :

1. **الأرباح المحتجزة:** وهي عبارة عن ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع والذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية أو السنوات السابقة وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم المصادر الداخلية للتمويل حيث تقوم المؤسسات بتمويل جزء كبير من إحتياجاتها المالية بواسطة الأرباح المحققة.²
2. **الاهتلاكات:** الاهتلاك مصطلح محاسبي يعني ما تفقده الأصول الثابتة من تكلفتها خلال العمر الانتاجي فهو تخصيص التكلفة على الفترات المحاسبية التي تستفاد منها، تقدير الخسارة الناتجة عن قيمة الأصل الثابت، التي تهتك عبر الزمن أي عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول، ناتج عن استعماله أو عن الزمن أو عن تطور التكنولوجيا أو آثار أخرى.³

1 - الطاهر نواصر وعبد الكريم بن رمضان، النظام القانوني لمؤسسات تمويل الاستثمار في التشريع الجزائري، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 08، العدد 05، المركز الجامعي لتنامنست الجزائر، 2019، ص 301.

2 - رامي حريد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ، 2014/2015 ص 34

3 - محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، الجزائر، 2016، ص 102.

3. **المؤونات:** المؤونات هي مبالغ مالية تقوم المؤسسة الاقتصادية بتكوينها بغض النظر عن إذا كانت هذه المؤسسة قد حققت ربحاً أو خسارة، فهي تتركز على فكرة الاحتمالات فيما يخص قيمتها ووقت حدوثها. والمؤونات تعتبر تجسيدا لمبدأ من المبادئ الأساسية للمحاسبة، ألا وهو مبدأ الحيطة والحذر، ومن ثم فهي ليست توزيعاً للربح وإنما هي تحميل عليه، وتحسب المؤونات من الربح الخاضع للضريبة ما يجعلها تساهم في تحقيق وفورات ضريبية للمؤسسة.¹
4. **الاحتياطات:** تقضي الحكمة وحسن التبصر بعدم توزيع الأرباح كلها على المساهمين واقتطاع نسبة معينة منها كل سنة لتكوين مال احتياطي يخصص لتحمل الخسارة التي قد تصيب المؤسسة في إحدى السنوات أو لقضاء الحاجات التي قد تبدو في المستقبل أو لتقوية ائتمان المؤسسة، ومواجهة الأخطار التي يمكن أن تهدد استمرارها في المستقبل، مثل ارتفاع التكاليف الاستثمارية في المستقبل عما هو مخطط ومقدر أثناء فترة الإنشاء.²
5. **التنازل عن الأصول الثابتة:** يعتبر التدفق النقدي الناتج عن عملية تنازل المؤسسة عن أصل من أصولها الثابتة بمثابة مورد داخلي يضاف إلى التمويل الذاتي لتشكيل مجموعة الموارد الداخلية للمؤسسة، كما تدخل عملية التنازل عن الأصول الثابتة حسب النظام المحاسبي المالي ضمن النشاطات الاستثمارية للمؤسسة.³

¹ - شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة أمحمد بوقرة يومرداس، الجزائر، 2010، ص 10.

² - سليمان بن الشريف المفاضلة بين البدائل التمويلية دراسة قانونية واقتصادية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 16، جامعة العربي التبسي، تبسة الجزائر 2018، ص 381.

³ - سليمان بن الشريف، تأثيرات التمويل بالمستحقات على استمرارية المؤسسة وانقضائها، مجلة دفاتر السياسة والقانون، المجلد 10، العدد 18، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2018، ص 321.

المبحث الثاني: اساسيات حول التمويل بالاسهم

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى مفهوم الأسهم بمختلف جوانبها، والتعرف على أنواع الأسهم المتداولة.

المطلب الأول: مفهوم الاسهم

الفرع الأول: تعريف الاسهم

- **التعريف الأول:** السهم هو عبارة عن صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم.¹
 - **التعريف الثاني:** هي الحصة التي يقدمها الشريك في شركة المساهمة، وهي تمثل جزءا من رأس مال الشركة، حيث يكون الصك الذي يُعطى للمساهم يمثل سهماً، ويكون وسيلة إلى إثبات حقوقه في الشركة.²
 - **التعريف الثالث:** عرفت الأسهم بأنها جزء من رأس مال شركة مساهمة تمثل حق المساهم مقدراً من النقود لتحديد مسؤوليته من نصيبه من أرباح هذه الشركة أو خسارتها.³
 - **التعريف الرابع:** كما تعرف بأنها "نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، أو الجزء الذي ينقسم على قيمته مجموع رأس مال الشركة المثبت في صك له قيمة اسمية، حيث تمثل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة وتكون متساوية القيمة".⁴
- من خلال التعاريف السابقة يمكننا تعريف السهم على انه : " صك مالي يمثل حصة شائعة في رأس مال شركة مساهمة أو توصية بالأسهم، يثبت لحامله صفة الشريك ويؤوله حق الحصول على

1 - نبيل بهوري، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية وسبل تنشيطها - دراسة حالة الدول العربية -، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور - الجلفة، المجلد 13 ، العدد 37، 2019 ، ص 320.

2 - محمد بن سعد بن هليل العصيمي، الأسهم ، حقيقتها ، وأحكامها، المجلة العلمية، كلية الشريعة والقانون بأسبوط، جامعة الأزهر، العدد الثاني والثلاثون الإصدار الثاني، 2020 ، ص 724.

3 - إسماعيل عكله عبد اللطيف، الأوراق المالية في السوق وحكمها في الشريعة الإسلامية، مجلة ديالى للبحوث الانسانية، جامعة ديالى - العراق، المجلد الأول ، العدد الرابع والاربعون، 2010 ، ص 123.

4 - العمري صفية، سبل تفعيل كفاءة أسواق الأوراق المالية لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية - دراسة حالة أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي - ، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد مالي وتقنيات كمية ، قسم علوم اقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر 03 ، الجزائر، 2017/2018، ص 72.

نصيب من أرباح الشركة بنسبة ما يملكه من أسهم، مع تحمّل الخسائر في حدود قيمة مساهمته فقط.

الفرع الثاني: قيم الاسهم

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي: ¹

- 1- **القيمة الاسمية:** هي القيمة التي صدر بها السهم، وتسجل في دفاتر المؤسسة وعلى ذلك فإن القيمة الاسمية للسهم تعادل قيمته في دفاتر المؤسسة وقت إصداره. وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.
- 2- **القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية:** وهي قيمة السهم بالدفاتر علماً أن القيمة الدفترية للسهم في بداية عمل المؤسسة تساوي قيمته الاسمية وتحسب بالنسبة التالية:

حقوق المساهمين

عدد الأسهم

وتتكون حقوق المساهمين من رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة وتتغير القيمة الدفترية من عام لآخر بسبب تغير حقوق المساهمين أو عدد الأسهم أو كليهما، وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للمؤسسة، وكقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشراً ضعيفاً لقيمة السهم وذلك للأسباب التالية:

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

3 - **القيمة السوقية:** هي القيمة التي يتم تداول السهم بها في البورصة وتتغير طبقاً لمعدلات أرباح المؤسسة وظروف العرض والطلب ونمط تداول الأوراق المالية في البورصة، وعليه قد تكون قيمة السهم السوقية أكبر من أو أقل من القيمة الدفترية أو القيمة الاسمية.

¹ - الجوزي غنية، مرجع سبق ذكره، ص ص : 34 - 35.

4 - القيمة النظرية: هي القيمة التي يستحقها السهم فعلا، ويتم تحديدها باستخدام عدد من طرق التقييم أهمها طريقة التدفقات النقدية المخصومة حيث يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من السهم باستخدام معدل خصم مناسب وصولا إلى القيمة العادلة للسهم.

الفرع الثالث: خصائص الأسهم

وتتمثل الخصائص الأساسية للأسهم فيما يلي:¹

- السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في المؤسسة؛
- يسمح السهم لصاحبه بالاستفادة من عائد هو ربح السهم أو الحصة وكذلك يتحمل جزء من الخسارة في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر؛
- الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير وهو مرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة وبالأفق الاقتصادي لهذه المؤسسة؛
- السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل، وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها وبالتالي فالسهم يعتبر بالنسبة للمؤسسة مصدر تمويل دائم؛
- صاحب السهم له الحق في المشاركة في تسيير المؤسسة، وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت على القرارات المتخذة الخاصة بأمر مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، تعديل النظام الداخلي للمؤسسة أو تعديل رأس المال؛
- يشكل السهم موضوعا للمضاربة في البورصة وتتحدد قيمته الجارية أو السوقية على أساس العائد المحقق وسعر الفائدة؛
- في حالة تصفية المؤسسة، أصحاب الأسهم هم آخر من يستوفي حقوقهم باعتبارهم شركاء؛
- عدم قابلية السهم للتجزئة ومن ثم لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد فإذا آلت ملكيته لأكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو غير ذلك فهذه التجزئة أن كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة لذا ينبغي عليهم تحديد أحدهم لتمثيلهم أمام الشركة؛
- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح وخسارة، وذلك تبعا للظروف المحيطة بالشركة .

¹ - سلماني عادل، آليات تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات داخل سوق رأس المال، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة الجلفة، المجلد 09، العدد 01، 2023، ص ص: 261 - 262.

المطلب الثاني: أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم حسب عدد من المعايير:

1 - الأسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها:

تنقسم إلى:¹

أ - **الأسهم العادية:** هي النوع السائد والمألوف من الأسهم، والتي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين في أرباح الشركة خلال حياتها أو في أصولها عند تصفيتها، كما يعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالشركة إستفادة في حالة نجاح الشركة ، و في نفس الوقت أكثر الأطراف التي تتحمل الضرر و المخاطر في حالة فشل الشركة.

ب - **الأسهم الممتازة:** تعتبر الأسهم الممتازة النوع الآخر من الأسهم التي يتم التعامل بها في البورصة لكنها أقل إستخداما كأداة تمويل مقارنة بالأسهم العادية حيث أن شركات المساهمة لا يمكن أن تنشأ و تقوم و تستمر في عملها بدون إصدارها للأسهم العادية بينما الأسهم الممتازة تعتبر مصدرا مكملًا للتمويل.

تمنح الأسهم الممتازة إمتيازات إضافية لحاملها تجعلهم مفضلين على أصحاب الأسهم العادية ، و سبب هذا التفضيل يعود إلى رغبة المؤسسة في جذب المستثمر و إغرائه بالمساهمة في رأس المال في حالات الزيادة في رأس المال، أو في حالة تحويل السندات إلى أسهم ممتازة عند العجز عن الوفاء بالتزاماتها إتجاه حاملي السندات.

الأسهم الممتازة لها حق الأولوية قبل الأسهم العادية على دخل الشركة و أصولها ، و لذلك سميت بالأسهم الممتازة . وتعتبر الأسهم الممتازة من الأوراق المالية المهجنة كونها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، حيث أنها تشبه السندات في حصولها على عائد محدد يسمى التوزيعات ، و يحدد بنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم أو بمبلغ محدد، و تشبه الأسهم العادية من حيث عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تحقق الشركة أرباح، أو إذا قررت الجمعية العامة عدم توزيع أرباح، كما أن الأرباح الموزعة للأسهم الممتازة لا تحقق وفورات ضريبية.

وفي مايلي جدول يبين الفرق بين هذين النوعين من الأسهم :

1 - عدنان فائزة، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة : دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013 باستخدام نماذج بانل -، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016/2017، ص ص 70 - 71.

الجدول 01: الفرق بين الأسهم العادية والممتازة

معيار المقارنة	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	أداة هجينة تجمع بين الدين و الملكية.	أداة ملكية.
مستوى الدخل	حصة السهم الممتاز من الربح ثابتة تحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم أو بمبلغ محدد.	يتحدد وفق سياسة توزيع الأرباح على المساهمين في الشركة.
الإستحقاق	قد تكون قابلة للإستدعاء أو التحويل إلى أسهم عادية .	يكون السهم قائماً طالما الشركة قائمة أي أنه ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه.
تراكم الأرباح	يمكن أن تتراكم أرباح السهم .	لا يمكن أن تتراكم أرباح السهم
المشاركة في الإدارة	لا يحق لحملتها المشاركة في الإدارة.	يحق لحملتها المشاركة في الإدارة.
الأولوية عند التصفية	بعد تسديد مستحقات الدائنين و حملة السندات تأتي حقوق أصحاب الأسهم الممتازة مباشرة.	حملة الأسهم العادية هم آخر المستفيدين
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة و غير نشطة .	أسواق تتصف بالعمق و الإتساع إضافة إلى كونها نشطة .
القيمة السوقية	القيمة السوقية مستقرة عادة	القيمة السوقية متغيرة و يمكن أن تولد أرباحاً أو خسائر كبيرة.

المصدر: عدمان فائزة، مرجع سبق ذكره، ص ص : 71 - 72.

2 - من حين الشكل: تنقسم إلى : ¹

أ. أسهم اسمية: وهي الأسهم التي يُدَوَّن عليها اسم مالكيها، وتثبت ملكية السهم بقيد اسم المساهم في سجل الشركة، ولا تنتقل هذه الملكية إلا عن طريق التسجيل في دفاترها، مما يسمح للشركة بالتعرف على هوية المساهمين وتتبع انتقال الأسهم بينهم، كما يحقق قدراً أكبر من الشفافية والاستقرار في التعامل، ويحدّ من المنازعات المرتبطة بملكية السهم.

ب. أسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا يُذكر فيها اسم مالكيها، بل يُعدّ حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، وتكون حيازته دليلاً كافياً على ملكيته، ويتم تداولها بمجرد التسليم من شخص إلى آخر دون

¹ - نادية أبو العزم السيد حسن، أنواع الأسهم وأحكام التعامل بها، مجلة البحوث القانونية والإقتصادية، جامعة المنصورة - مصر، المجلد 02، العدد 51، 2012، ص ص: 303 - 305.

الحاجة إلى تسجيل أو إجراءات شكلية، وهو ما يجعل تداولها يتميز بالسرعة والبساطة، مع صعوبة تتبع انتقالها بين الأشخاص.

ج. أسهم للأمر أو الإذن: وهي الأسهم التي تتضمن عبارة (لأمر)، ويُذكر فيها اسم المستفيد، وتنتقل ملكيتها عن طريق التظهير، وفقاً للقواعد المطبقة على السندات القابلة للتداول، حيث يتم نقل الحق فيها من شخص إلى آخر عن طريق توقيع المالك على السهم، مما يتيح سهولة تداولها مع إمكانية تحديد المستفيد منها.

3 - أسهم من حيث الحصة التي تُدفع:

تنقسم إلى:¹

أ. الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي تُمنح للمساهم مقابل تقديم حصة نقدية، حيث يقوم المساهم بدفع قيمة السهم نقدًا إما دفعة واحدة عند الاكتتاب أو على أقساط وفقاً لما يحدده القانون أو النظام الأساسي للشركة. ويُعد هذا النوع من الأسهم الأكثر انتشاراً في الشركات المساهمة لسهولة تحديد قيمته وعدم الحاجة إلى إجراءات خاصة لتقييمه.

ب. الأسهم العينية: وهي الأسهم التي يحصل عليها المساهم مقابل تقديم حصة عينية بدلاً من الحصة النقدية، كالعقارات أو الأراضي أو الآلات أو غيرها من الأصول المادية أو المعنوية. ولا تُدفع قيمة هذه الأسهم نقدًا، بل تمثل قيمة الأصول المقدمة إلى الشركة. ويشترط في هذا النوع من الأسهم أن يتم الوفاء بقيمتها كاملة عند تأسيس الشركة، كما يجب تقدير هذه الحصص وفق إجراءات قانونية محددة لضمان سلامة التقييم ومنع إساءة استعمالها أو المبالغة في تقدير قيمتها.

ج. الأسهم المختلطة: وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم من خلال تقديم حصة مختلطة تجمع بين النقد والعين، أي أن جزءاً من قيمة السهم يُدفع نقدًا والجزء الآخر يُقدم في شكل حصة عينية. ويترتب على ذلك أن يخضع الجزء العيني من الحصة لإجراءات التقييم والمصادقة المقررة قانوناً، في حين يُعامل الجزء النقدي وفق القواعد المطبقة على الأسهم النقدية.

¹ - عتروس سهيلة، الأسهم كأداة استثمار في سوق رأس المال والموقف الشرعي منها، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة محمد خيضر بسكرة، المجلد 08 ، العدد 11 ، 2016 ، ص 120.

خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل إلى تعريف التمويل حيث رأينا بأنه يتمثل في مجموعة الوسائل والأساليب التي تهدف إلى الحصول على الأموال واستخدامها بكفاءة لتطوير الأنشطة الاقتصادية، ثم تطرقنا إلى خصائص التمويل من ناحية الإستحقاق، الحق على الدخل، الحق على الموجودات والإدارة والسيطرة، وتناولنا أيضاً أهداف التمويل ومن بينها تعظيم ثروة المساهمين، تحقيق الأرباح وإدارة المخاطر والسيولة، وبعدها تطرقنا إلى مصادر التمويل حسب المصدر: مصادر تمويل خارجية مثل الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، ومصادر تمويل داخلية مثل الأرباح المحتجزة والمؤونات. وتطرقنا إلى الأسهم باعتبارها مصدراً تمويلياً حيث يعرف السهم بأنه صك مالي يمثل حصة شائعة في رأس مال شركة مساهمة أو توصية بالأسهم، يثبت لحامله صفة الشريك ويخوله حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة بنسبة ما يملكه من أسهم، مع تحمل الخسائر في حدود قيمة مساهمته فقط، وبعدها ثم التطرق إلى مختلف قيم الأسهم مثل القيمة الاسمية والقيمة الدفترية، وأيضاً ثم التطرق إلى خصائص الأسهم مثل كونها غير محددة الأجل والحق في المشاركة في تسيير الشركة من طرف حاملها، وأخيراً تناولنا مختلف أنواع الأسهم حسب عدد من المعايير: من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها، من حيث الشكل ومن حيث الحصة التي تُدفع.



الفصل الثاني: الإطار النظري

لبورصة الأوراق المالية

تمهيد:

تلعب بورصة الأوراق المالية دورا هاما في الحياة الاقتصادية تبعا لدورها الهام في تكوين حلقة وصل بين الوحدات ذات الفائض و الوحدات ذات العجز, حيث تسمح بتوجيه المدخرات نحو إستغلال الفرص الإستثمارية المربحة و توفير التمويل اللازم لها ما يضمن تحقيق مصالح جميع الأطراف المتعامل معها وفي هذا الفصل سيتم تناول مفهوم بورصة الأوراق المالية و أهميتها و دورها الإقتصادي ثم نتطرق إلى أهم شروط قيامها و مقومات نجاحها و كذا المتدخلون فيها و عملياتها و ذلك من خلال مبحثين:

- المبحث الأول: مدخل الى بورصة الأوراق المالية
- المبحث الثاني: شروط و مقومات قيام و نجاح بورصة الأوراق المالية، المتدخلون فيها و عملياتها

المبحث الأول: مدخل الى بورصة الأوراق المالية

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى مفهوم ونشأة بورصة الأوراق المالية، مع تبيان أهميتها ودورها في النشاط الاقتصادي.

المطلب الأول: تعريف ونشأة بورصة الأوراق المالية وخصائصها

الفرع الأول: تعريف ونشأة بورصة الأوراق المالية

أولاً: تعريف بورصة الأوراق المالية

للبورصة عدة تعريفات وهذا لاعتبارات مختلفة ومن هذا المنطلق نتناول أهمها:

- **التعريف الأول:** هي السوق التي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة ولذلك تسمى بسوق التداول حيث يتم إدراج مختلف الأوراق المالية للشركات ويسمح بتداولها داخل السوق المالي.¹
 - **التعريف الثاني:** سوق تتداول فيها الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، سواء في شكلها التقليدي، أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة، وهي بذلك توفر المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بأعمال التبادل وإتمام المبادلات والمعاملات بيعاً وشراءً بسهولة وسرعة وببسر. حيث أن فعالية البورصة تقاس بعدة مقاييس، أهمها مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات، مقياس الدقة والصحة وعدم حدوث الخطأ، مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري.²
 - **التعريف الثالث:** سوق تتداول فيها الأوراق المالية كأية بورصة للقيم المنقولة، إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص من القانون العام والشركات ذات أسهم.³
- من خلال التعريفات السابقة يمكن استخلاص تعريفاً للبورصة على أنها : " سوق مالي تتداول فيه الأوراق المالية بحيث يلتقي فيها مختلف الفاعلون من أفراد وشركات وسماسرة وآخرون لإبرام صفقات بيع و شراء الأوراق المالية".

¹ - آيت بشير ليندة ، التحليل الفني ودوره في التنبؤ بحركة بورصة الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2018/2017، ص 03.

² - قاسمي الرزقي، نظام الوساطة في بورصة الأوراق المالية - دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه في القانون، تخصص قانون خاص، فرع قانون الأعمال، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، السنة 2021/2020، ص ص : 83 - 84.

³ - المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 34 المادة 01.

ثانيا نشأة بورصة الأوراق المالية

يصعب من الناحية التاريخية ، تحديد اللحظة التي أنشأت فيها البورصات ، و يمكن القول بأن البورصات وليدة الأسواق التي كانت تعقد منذ القدم لتبادل السلع و المنتجات، و التي كانت تقام في مدن أثينا القديمة و في روما إعتبارا من القرن الخامس قبل الميلاد.¹

إلا أنه أصل كلمة بورصة يعود إلى اسم العائلة البلجيكية ' فاندربورص ' التي كانت تعمل في المجال البنكي بمدينة (بروج)، حيث اشتهرت أفراد عائلتها بتوارث أعمال الصرافة و الوساطة و السمسرة لنزلاء فندقها وذلك في القرن الرابع عشرة و حتى منتصف القرن الخامس عشرة.²

وقد كان أول بناء للبورصة في مدينة ANVERS في بلجيكا عام 1940 و بعدها تم إنشاء بورصات في كل من لندن عام 1773، نيويورك 1893 وليفربول 1873 .

ومع القرن العشرين أصبحت البورصة هي السوق الرئيسية في الأسواق المالية حيث تتيح للمتعاملين إمكانية التعامل بالأوراق المالية على مختلف أشكالها ويوفر قدرا من السيولة و الأرباح.³

الفرع الثاني: خصائص بورصة الأوراق المالية

تتسم بورصة الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن باقي الأسواق تتمثل فيما يلي:

- بورصة الأوراق المالية تتضمن سوقين الأولى للإصدار والثانية للتداول، حيث أن التداول في هذه الأخيرة يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية. كما تتميز بورصة الأوراق المالية بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات مما يكسبها خاصية التميز عن غيرها من أسواق السلع من حيث الاتساع، إذ تتم فيها صفقات كبيرة وذات امتداد قد يتسع نطاقها ليشمل عدة دول وفي نفس الوقت؛⁴
- ترتبط بورصة الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشاريع الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل، كما يعتبر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ذو عائد مرتفع نسبياً وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين يكون نحو العائد أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة؛⁵

¹ - بلعزام مبروك، مطبوعة بيداغوجية، مقياس نظام البورصة. موجهة لطلبة سنة أولى ماستر السداسي الثاني. تخصص قانون المؤسسات المالية، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة محمد لمين دباغين سطيف 2، 2020/2019، ص 02.

² - قاسمي الرزقي، مرجع سبق ذكره، ص ص : 39 - 40.

³ - آيت بشير ليندة، مرجع سبق ذكره، ص 03.

⁴ - قاسمي الرزقي، مرجع سبق ذكره، ص 59.

⁵ - آيت بشير ليندة، مرجع سبق ذكره، ص 05.

- أسواق الأوراق المالية أسواق واسعة مقارنة بغيرها من الأسواق مثل أسواق السلع، حيث تبرم فيها الصفقات الكبيرة، كما تتسم بأنها متطورة مما يتيح مجالاً واسعاً للاستثمارات من طرف فئات المستثمرين من مختلف أرجاء العالم؛¹
- أهم ما يميز سوق الأوراق المالية هو أن الأدوات المالية المتداولة فيها ما هي إلا تمثيل وتصوير للأصول الحقيقية التي مولت عن طريقها، فالتعامل في هذه السوق لا يجري على الثروة ذاتها، وإنما تجري على الحقوق دون المساس بأصل الثروة، وعليه فإن قيمة الأصول المالية المتداول بها في سوق الأوراق المالية تتحدد بناءً على قيمة الأصول العينية أو الحقيقية، فالتغيرات الحاصلة في سوق السلع والخدمات التي تتضمن الثروة الحقيقية لها انعكاس مباشر على قيمة الأصول المالية؛²
- تتميز أسواق الأوراق المالية مقارنة بالأسواق الأخرى بمرونة كبيرة وقدرة على التكيف مع المتغيرات، فالتغير في كمية النقود في الاقتصاد مع رفع أسعار الفائدة يمكن أن يؤدي إلى إجتذاب رؤوس الأموال من الخارج بسرعة كبيرة و بالتالي تحسن سعر صرف العملة بشكل فوري، بينما قد يتأخر في المراكز التنافسية في الأسواق السلعية الدولية يتطلب وقتاً طويلاً (يمتد إلى سنوات) لتظهر نتائجه كاملة لأن المنتجين يحتاجون إلى فترة من الوقت لدراسة أسواق جديدة وتوسيع طاقاتهم الإنتاجية؛³
- تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها من خلال أدوات مالية معينة كالأسهم والسندات بأنواعها وتعد هذه الأخيرة ذات أهمية كبيرة بالنسبة لسوق الأوراق المالية وبالنسبة للاقتصاد ككل، فإن عبر ذلك بيانياً سيتضح أن هناك تشابه كبير بين نوع حركة أسعار الأسهم وبين حجم الأداء الاقتصادي القومي ككل، فمؤشر أسعار الأسهم سيبدأ بالهبوط قبل ظهور الكساد ويبدأ بالمقابل في الارتفاع قبل بدأ مرحلة الانتعاش؛⁴
- السلع المتداولة بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية هي قيم منقولة متجانسة. وتباع وتشتري كأشياء مثالية عن طريق تحديد كميتها مالياً. حيث أن المشتري يدفع النقود مقابل صكوك تمثل أوراقاً مالية. وأن هذه الأخيرة عبارة عن حقوق ملكية أو ديون على الشركات المصدرة أو المؤسسات.⁵

1 - العمري صفية، مرجع سبق ذكره ، ص 12.

2 - المرجع نفسه، ص 13.

3 - بلبقرة عيلة، واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر وسبل تطويرها - دراسة تحليلية لسوق القرض السندي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد مالي وتقنيات كمية، كلية الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2021/2020، ص 22.

4 - قاسمي الرزقي ، مرجع سبق ذكره ، ص 60.

5 - المرجع نفسه ، نفس الصفحة.

المطلب الثاني: الدور الاقتصادي لبورصة الأوراق المالية

تؤدي سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية حيث وجدت من أجل الربط بأفضل صورة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، ويمكن الإشارة إلى هذا الدور فيما يلي:

- **إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحرّة:** تعتبر بورصة الأوراق المالية سوقاً مستمرة يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين شراء وبيع الأوراق المالية، طلباً للربح أو تغييراً للاستثمار...، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المالية، ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال وتحقيق في هذه السوق المنافسة الحرة إذ تتحدد فيها الأسعار وفقاً لقانون الطلب والعرض، وتكون هذه السوق مفتوحة للمستثمرين دون النظر إلى مراكزهم المالية؛¹
- **تنمية الادخار وتوفير التمويل الاستثماري:** تعمل سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار من خلال تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية خاصة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع استثمارية مستقلة، كما تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير التمويل اللازم للاستثمار والتوسع باعتبارها قطاعاً طويلاً الأجل من خلال إصدار الأوراق المالية أو الاقتراض بصورة غير مباشرة عند رفع القيمة السوقية للأوراق المصدرة. كما أن وجود وعي استثماري يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع وتوفير المؤسسات الوسيطة يؤدي إلى زيادة في الاستثمارات؛²
- **تعبئة وتخصيص الموارد:** تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في تعبئة المدخرات من خلال تجميع الموارد التي يمتلكها الأعوان الاقتصاديون وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية خاصة العمومية في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية مما يتطلب ترشيد أساليب التعامل مع هذه السوق والعمل على تنشيطها واستقرارها بالطريقة التي تكفل سلامة المعاملات ودقتها وتوفير الحماية للمتعاملين فيها كما تساعد هذه السوق على جذب رؤوس الأموال الآجلة وتوجيه تلك الموارد نحو قنوات الاستثمار المناسبة؛³
- **المحافظة على الثروة وتنميتها:** تولد الأوراق المالية خلال فترة الاحتفاظ بها دخلاً من خلال زيادة قدرة السوق على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية، وبالتالي زيادة الثروة في الاقتصاد الوطني والذي بالضرورة يؤدي إلى زيادة الاستثمار. الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية تعد أداة

¹ - عبد الله غلام وعبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية - نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، وأقسامها، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، جامعة محمد خيضر - بسكرة، المجلد 08، العدد 11، 2016، ص 75.

² - بوغنيوز أمّنة، دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات - دراسة حالة: بورصة الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2024/2023، ص 17.

³ - المرجع نفسه، نفس الصفحة.

حفظ القيمة إلى موعد الحاجة إليها في المستقبل ببيعها خاصة وأن الأوراق المالية لا تستهلك مع مرور الزمن بل تولد أرباحاً. كما أن عرض مختلف الأوراق المالية في مختلف الأسواق المالية يساهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين عند الطلب على هذه الأوراق والتخلي عن السيولة المدخرة؛¹

• **أداة لتقييم الأداء الاقتصادي للشركات:** تخضع الشركات والمؤسسات المدرجة في بورصة الأوراق المالية للشروط المحددة في التنظيمات والقوانين الساري العمل بها، نذكر منها إفصاح هذه الشركات عن نشاطها وقوائمها المالية وأعمالها دورياً وغيرها من المعلومات التي تمكن من تقييم أدائها والحكم على نجاحها أو فشلها. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي وخصوصاً قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في إدارتها وفي سياستها أملاً في تحسين مركزها؛²

• **مؤشر الأحوال الاقتصادية:** تعد بورصة الأوراق المالية المرآة العاكسة للأرضية الاقتصادية لأن حركة السوق ونشاطه ما هو إلا انعكاس لحركة ذلك الاقتصاد³، مما يمنح المسؤولين الاقتصاديين القدرة على إدخال التصحيحات الفورية لمواجهة أي خلل اقتصادي. فمثلاً انخفاض الأسعار هو دلالة على احتمال التعرض للكساد، فيبيدي المحللون الاقتصاديون آرائهم بشأن الوضع ويقدمون اقتراحاتهم التي تسمح لمواجهة. كما أنه من خلال نشاط السوق يمكننا الاطلاع على معدلات الأسعار والادخار التي تساعد الدولة على تطبيق السياسة النقدية والمالية المناسبة؛

• **التحوط ضد المخاطر الاستثمارية:** تتطوي عمليات التداول في سوق الأوراق المالية على مخاطر تتعلق بأسعار بيع وشراء الأوراق المالية والذي يعود إلى التقلبات الاقتصادية والدورات التجارية والموسمية المعتادة، ويبرز هذا الدور على وجه الخصوص بالنسبة لسوق الأوراق المالية التي تبني معاملاتها على التوقعات المستقبلية ما يؤثر على العرض والطلب تبعاً لسلوك وتصرفات المتعاملين حسب المعلومات التي ترد لهم، حتى لو كانت مجرد شائعات، وبالتالي التأثير على ارتفاع أو انخفاض الأسعار بشكل سليم. ويساهم حسن أداء سوق الأوراق المالية لهذه الوظيفة في تحقيق استقرار المعاملات وإعادة الثقة للمتعاملين وبالتالي زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية.⁴

1 - بوغنيوز آمنة، مرجع سبق ذكره، ص 18.

2 - عبد الله غلام وعبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص 76.

3 - المرجع نفسه، نفس الصفحة.

4 - بوغنيوز آمنة، مرجع سبق ذكره، ص 19.

المبحث الثاني: شروط و مقومات قيام و نجاح بورصة الأوراق المالية، المتدخلون فيها وعملياتها

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى شروط ومقومات نجاح بورصة الأوراق المالية، وتحديد المتدخلين فيها وطبيعة عملياتها.

المطلب الأول: شروط ومقومات قيام و نجاح بورصة الأوراق المالية

الفرع الأول: شروط قيام بورصة الأوراق المالية

إن إنشاء أسواق الأوراق المالية لا يتوقف على مجرد صدور قرارات من السلطات المختصة، بل يتطلب توفر مجموعة من الشروط الرئيسية ونذكر منها:

1. تبني فلسفة اقتصادية ليبرالية: قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والمنشآت القائمة بالنشاط الاقتصادي؛
2. ضرورة وجود حجم كافٍ من المدخرات: بشقيها الوطني والأجنبي المعروضة للاستثمار من خلال السوق يقابله وجود طلب كافٍ على المدخرات المعروضة؛
3. وجود طاقة استيعابية مقبولة: وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، وتتمثل في توافر المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المجزية؛
4. وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعلية: ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر التشريعات والتنظيمات يساعد في تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال من ناحية، وفي نفس الوقت توافر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالية من ناحية أخرى؛
5. توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة: حتى تؤدي دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية واستخدام وتوليد الفرص الاستثمارية وتجهيزها في شكل مشاريع استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى؛¹
6. تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة: التي تضمن للسوق توسعاً وفعالية، والتي تتيح الفرص أمام كافة المتعاملين، فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح

¹ - بلبقرة عبلة ، مرجع سبق ذكره ، ص 13.

مع هذه الأوراق في متناول المدخر الصغير، الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية كثيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أياً كانت مقدرتهم المالية؛¹

7. **الاستقرار السياسي والاجتماعي للدولة:** لأن الوضع السياسي والاجتماعي المستقر يمثل عاملاً مهماً لإنشاء أسواق مالية ذات مصداقية بالنسبة للمتعاملين المحليين والأجانب لما توفره من مناخ مشجع للاستثمار وتعزز ثقتهم فيها؛

8. **نظام الاتصالات:** حيث إن وجود نظام فعال للاتصالات يعتبر أحد المقومات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية، على أن يتم بناء هذا النظام وفقاً لآخر تطورات البحوث الاتصالية من أجهزة هاتف وفاكس وحاسوب وإنترنت وغيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة التي تعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية لتمكين السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات وضمانها، فضلاً عما يتيح من إمكانية ربط السوق الإقليمية والدولية وبالتالي التعرف على فرص الاستثمار المتنوعة في هذه الأسواق.²

الفرع الثاني: مقومات نجاح دور بورصة الأوراق المالية

إن إقامة سوق فعالة وناجحة يتطلب مجموعة من المقومات والركائز التي تمكنها من ممارسة نشاطاتها في أحسن وجه ومن بين هذه المقومات نذكر: ³

1. **الوعي الادخاري والاستثماري:** من المتطلبات الأساسية لقيام سوق الأوراق المالية ضرورة وجود وعي ادخاري واستثماري بين أوساط الأفراد، فآداء هذه الأسواق تعكس إلى حد كبير ثقافة المجتمع وسلوك المدخر، كون قراراته مبنية على درجة فهمه للمعلومات المتوفرة عن الشركات التي يتم تداول أسهمها واستخدام تلك المعلومات كأساس سليم للمفاضلة وترشيد عملية اتخاذ القرار؛

2. **الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد:** توجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي للفرد وتوجيه الادخار للتوظيف في القيم المتداولة، فارتفاع مستوى المعيشة للمجتمع يسمح برفع الادخار الخاص وعرض رؤوس الأموال التي تبحث عن فرص استثمارية في السوق، وعليه تساهم الزيادة الحقيقية للدخل في توسيع حجم الاستثمارات ومنه تنشيط السوق؛

1 - زيان ريمة، مساهمة بورصة الجزائر في تبني الشركات المدرجة للحكومة، أطروحة دكتوراه علوم في مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2021/2020، ص 51.

2 - عبد الله غلام وعبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص 79.

3 - زيان ريمة، مرجع سبق ذكره، ص ص : 52 - 53.

3. الشفافية: يجب أن تتوفر للمستثمرين كافة المعلومات الدقيقة والصادقة في آن واحد، عن طريق النشرات الرسمية للبورصة والمنصات الإلكترونية التي تكون مجانية. كما تلتزم الشركات بنشر قوائمها المالية حتى يكون المستثمر على علم بنشاط وتطور الشركات، الأمر الذي يمنع التعامل الداخلي المستند إلى معلومات متوفرة لشخص دون الآخر.

المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية وعملياتها

الفرع الأول: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية

يتدخل في بورصة الأوراق المالية مجموعة من الفاعلين الذين يعملون على ضمان السير العادي للسوق ومن ثم ضمان استمرارها في أداء نشاطها في إطار مقنن ومراقب من طرف الهيئة المشرفة على السوق، وسوف نشير إليهم في مايلي :¹

أولاً: المقرضون: وتتضمن هذه الفئة الأفراد والمؤسسات المالية حيث يقصد بفئة الأفراد أولئك الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، كما ويقصد بفئة المؤسسات المالية البنوك وبيوت السمسرة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالها في مشاريع استثمارية لكن عليها عوائد مالية عالية ومخاطر ضئيلة، وللمؤسسات المالية أن تقوم بدور المقرض أو المستثمر في سوق الأوراق المالية إذا ما استطاعت الحصول على فوائد مقبولة مع توفر قدر أدنى من الأمان وعامل السيولة، وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من أجل إنماء رؤوس أمواله والمحافظة عليها.²

ويمكن حصر هذه الفئة في:

1/ المستثمرون الأفراد: يمثل ادخار الأفراد والجمهور مصدراً للاستعانة به للتمويل حيث يعتبرون من أهم الأعوان المتعاملين في الأوراق المالية نظراً لحيازتهم لنسبة عالية من السيولة كما أن تواجدهم يعطي حركية كبيرة لسوق الأوراق المالية. ويوجد مستثمرون كبار في سوق الأوراق المالية يتميزون بتوجيه جهودهم نحو الحصول على المعلومات ورصد تحركات السوق لذلك تكون قراراتهم الاستثمارية عادة مبنية على أسس سليمة، بينما لا تتوفر مثل هذه الخبرات للمستثمر الصغير، وإذا أضفنا إلى عدم توافر الوعي الاستثماري لدى الكثير منهم، فإن ذلك يوضح ضرورة نشر الوعي بين هذه الفئة وإعطائهم نفس حظوظ المدخرين الكبار وحمايتهم من التلاعبات.³

¹ - زيان ريمة، مرجع سبق ذكره ، ص 55.

² - بلبقرة عبلة ، مرجع سبق ذكره ، ص 51.

³ - حريزي رابح ، سوق الأوراق المالية (البورصة) و الأدوات المالية محل التداول فيها، رسالة ماجستير، تخصص قانون الأعمال، قسم الدراسات العليا ، كلية الحقوق و العلوم السياسية ، جامعة منتوري قسنطينة ، الجزائر ، 2010/2009، ص ص : 128 – 129.

2/ المستثمرون المؤسسون: يمكن تعريف المستثمرين المؤسسيين بأنهم الهيئات المالية التي تقوم بتجميع موارد ادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها أو قوانينها الأساسية من توظيف جزء منها في شكل أوراق مالية.

ويعتبر المستثمرون المؤسسيون من أكبر عارضي السيولة ومن أهم المتعاملين في السوق الثانوية حيث يلعبون دوراً أساسياً في تنشيط هذه السوق.¹

ثانياً: المقترضون: هي العناصر المصدرة للأوراق المالية، وتأخذ في غالب الأحيان شكل الحكومات وهيئاتها المحلية أين تقوم بإصدارات سندات القرض بهدف تغطية العجز في الميزانية أو مواجهة نفقات غير عادية. وأيضاً بشكل المؤسسات الاقتصادية التي تلجأ للسوق المالية بغية إصدار أوراق مالية في مقابل الحصول على رؤوس أموال لتمويل استثماراتها الجديدة.²

وتتمثل أهم أطراف الإصدار فيما يلي:

1 / مؤسسي الشركات الجديدة أو المتوسعون: وذلك عندما يطرحون أسهم الشركات الجديدة للجمهور، أو أن تكون الشركات قائمة من قبل وتريد توسيع نشاطها عن طريق طرح أسهم جديدة لزيادة رأسمالها أو طرح سندات لاقتراض أموال دون زيادة رأس المال. وقد تكون جهات حكومية تطرح سندات للاقتراض.

2 / المصدرون: قد يلجؤون إلى الأسلوب المباشر عن طريق عرض أوراقهم المالية على عدد من الشركات والأشخاص أو عن طريق دعوة هؤلاء المستثمرين لتقديم عروض شراء، ويتحدد السعر بعد فرز تلك العروض.

3 / مؤسسات الإصدار والترويج: وهي مؤسسات مالية تعرض للجمهور أوراقاً مالية تعرض لأول مرة وذلك لحساب الشركات المصدرة، ويطلق عليها اسم "بنوك الاستثمار"، وهناك مؤسسات متواجدة بكثرة في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، بينما أغلب الدول توكل هذه المهمة للبنوك التجارية ولا يمنع من تأسيس شركات للقيام بهذا العمل في الدول العربية. وبالتالي لا يختلف دورها عن الوسطاء.³

ثالثاً : الوسطاء الماليون: يعد الوسطاء من أهم الفاعلين في البورصة لما لهم من دور في التوفيق بين رغبات العارضين والطالبين، وهم عبارة عن أشخاص طبيعيين أو معنويين مرخصين بموجب قانون السوق المالية وأنظمتها بالقيام بأعمال محددة تجعلهم حلقة وصل بين الفئتين السابقتين ذكرهما.⁴

يتولى القيام بأعمال الوساطة المالية مؤسسات أنشئت لهذا الغرض وتنقسم إلى :

1 - حريزي رباح ، مرجع سبق ذكره ، ص 132.

2 - زيان ريمة، مرجع سبق ذكره ، ص 57.

3 - بلقيرة عبلة ، مرجع سبق ذكره ، ص : 33 - 34.

4 - زيان ريمة، مرجع سبق ذكره ، ص 57.

1/ شركات السمسرة: هي شركات تمارس الوساطة المالية بين مصدري الأوراق المالية وطالبيها وذلك في حدود أوامر العملاء تصدرها لقاء عمولة تتقاضاها.

2/ بنوك الاستثمار: تمارس بنوك الاستثمار وظيفتها أساساً في السوق الأولية، فهي تقدم خدمات للشركات التي تود تسجيل أوراقها المالية من خلال مساعدتها في تقديم طلب التسجيل وإيداع ملف الاعتماد لدى الهيئات المنظمة . تساهم أيضاً في ترويج وإصدار أنواع عديدة من الأوراق المالية وذلك بتقديم النصائح للمصدرين بشأن نوع الورقة المالية، توقيت إصدارها، وشراء هذه الأوراق المالية من الشركات المصدرة ومن ثم طرحها للاكتتاب وبيعها للمستثمرين، وهي بذلك تضمن للشركات بيع كم معين من الأوراق المصدرة بسعر معين، كما أنها تتحمل كل المخاطر المترتبة عن تقلب أسعار هذه الأوراق خلال فترة التسويق.

3/ شركات المقاصة والتسوية: وجدت هذه الشركات بهدف تنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل بها بواسطة شركات الوساطة.

4/ صناع السوق: هم بنوك أو مؤسسات مالية تمتلك إمكانيات مالية ضخمة تمكنها من حفظ التوازن في الأسواق والمحافظة على الاستقرار النسبي للأسعار وحجم التداول، عن طريق ممارستهم حقهم في البيع والشراء حسب ما تقتضيه مصلحة السوق، فيتدخلون بالشراء في حال تدنت أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، أو بالبيع في حال وصلت الأسعار إلى مستويات سعرية مبالغ فيها.¹

الفرع الثاني: عمليات بورصة الأوراق المالية

تنقسم العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة إلى ما يلي :

أولاً : العمليات العاجلة: هي عمليات بيع و شراء الأوراق المالية حيث يتسلم البائع الثمن و يسلم الأوراق المالية إلى المشتري فوراً، لكن في الواقع لا يتم دفع المبلغ فوراً أو تسليم الأوراق بل تنفذ بعد فترة قصيرة ضرورية لإستكمال الإجراءات و غالباً مايكون هذا النوع من العمليات للحصول على دخل منتظم كما أنه قد يكون الهدف منها كذلك المضاربة عند إرتفاع الأسعار ببيعها و الحصول على سيولة فورية أو التحوط من إنخفاض أسعار الأوراق المالية ،ويوجد في هذه العملية شرط أساسي هو إلزامية حياة الأوراق المالية موضوع الصفقة و ذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية .²

¹ - زيان ريمة، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 57 - 58.

² - بوغنبوز آمنة، مرجع سبق ذكره، ص 20.

ثانياً: العمليات الآجلة: هي عمليات تمنح للمتعاملين إمكانية شراء أو بيع الأوراق المالية لأجل متباعدة في الزمن حيث لا يدفع الثمن ولا تسلم الأصول وقت عقد الصفقة بل يتم ذلك بعد فترة متفق عليها مسبقاً، وبموجب العمليات يلتزم كل من البائع والمشتري بتنفيذ عملية التصفية النهائية للصفقة بالتسليم والاستلام، والتصفية النهائية للصفقات بين المتعاملين بيعاً وشراءً تأخذ أحد الشكلين المواليين:

- دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية بصورة فعلية خلال الأيام المحددة لتاريخ التصفية.

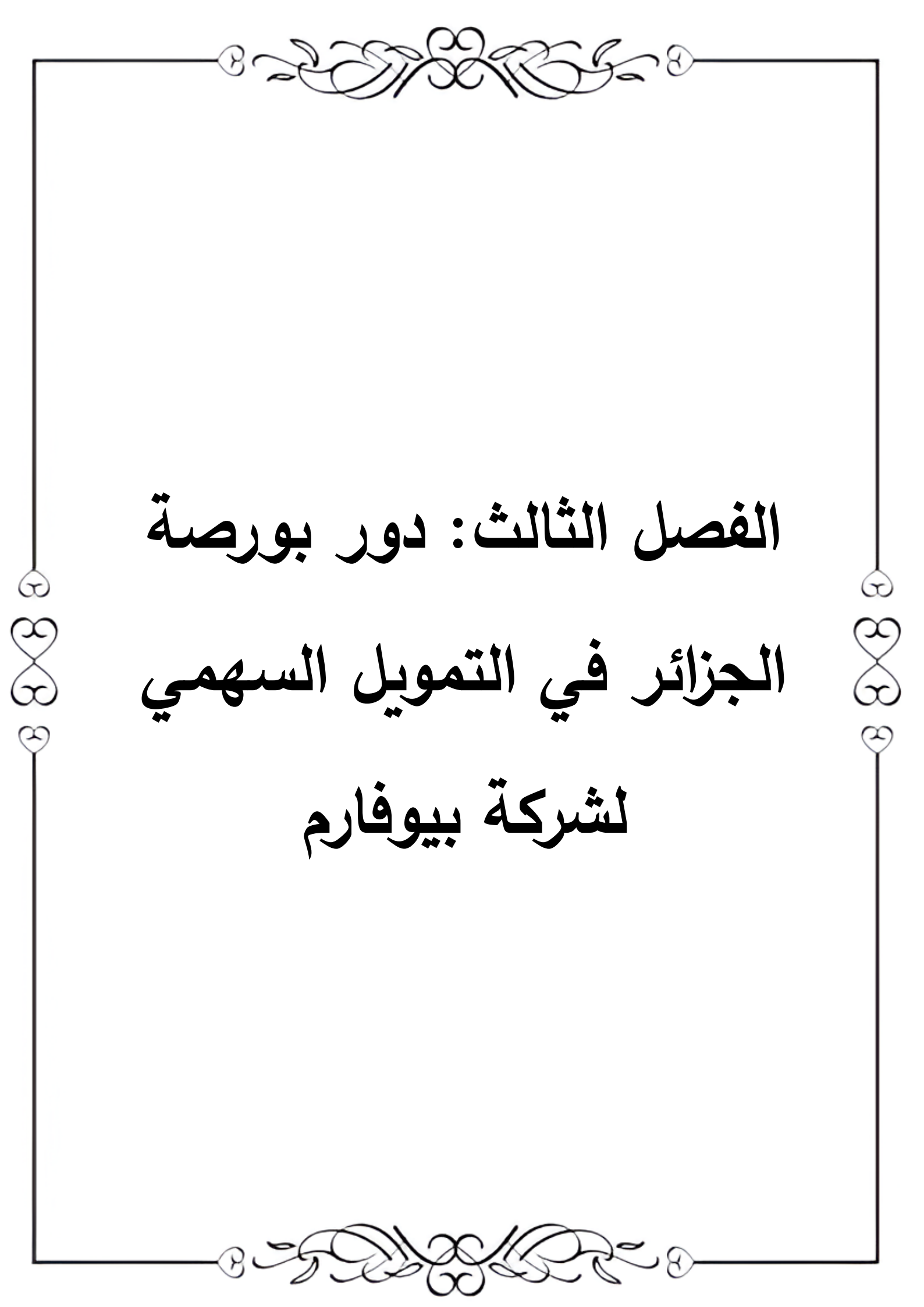
- تسوية الفرق بين سعري الأصول موضوع الصفقة (السعر عند عقد الصفقة و عند التسوية) .

وبغية الحد من المخاطر وأخذاً بمبدأ عدم إلحاق الضرر بأحد المتعاقدين فإنه يتعين على المتعاملين في السوق الآجلة تسديد جزء من قيمة الصفقة فوراً على أن يتم دفع المتبقي حسب الإتفاق ويعتبر الجزء المدفوع ابتداءاً تأميناً مالياً والذي يعرف بإسم التغطية.¹

¹ - شيخي بلال ، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والأفاق ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر 3 ، الجزائر ، 2010/2011، ص 62.

خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل إلى تعريف بورصة الأوراق المالية حيث تعتبر سوق مالي تتداول فيه الأوراق المالية بحيث يلتقي فيها مختلف الفاعلون من أفراد وشركات وسماسرة ووسطاء لإبرام صفقات بيع و شراء الأوراق المالية، ثم تطرقنا إلى تاريخ نشأة البورصة بالإضافة إلى الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق مثل كونها ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشاريع الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل، وأيضا كونها تتميز بمقارنة بالأسواق الأخرى بمرونة كبيرة وقدرة على التكيف مع المتغيرات. وتم التطرق أيضا إلى الدور الإقتصادي الذي تلعبه بورصة الأوراق المالية مثل كونها تنمي الإدخار وتوفر التمويل الإستثماري، بالإضافة إلى كونها أداة لتقييم الأداء الإقتصادي للشركات. وتناول الفصل أيضا شروط قيام بورصة الأوراق المالية ومقومات نجاح دورها، إضافة إلى المتدخلون فيها، ومن بين الشروط التي تتضمنها العنصر الأول نجد ضرورة وجود حجم كافٍ من المدخرات والإستقرار السياسي والإجتماعي للدولة، ومن بين مقومات نجاح الدور التي تتضمنها العنصر الثاني نجد الوعي الإدخاري والإستثماري والرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد، أما من بين المتدخلون في بورصة الأوراق المالية التي تتضمنها العنصر الثالث نجد المقرضون والمقترضون، وأخيرا تناول الفصل نوعين من العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية: العمليات العاجلة والعمليات الآجلة.



الفصل الثالث: دور بورصة الجزائر في التمويل السهمي لشركة بيوفارم

تمهيد:

تعتبر بورصة الأوراق المالية من أهم الآليات الاقتصادية التي تساهم في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار المنتج، وهي تمثل قناة تمويلية حيوية للمؤسسات التي تسعى لتدعيم أموالها الخاصة بعيداً عن الاستدانة التقليدية. وفي سياق الاقتصاد الجزائري، برزت بورصة الجزائر كإطار تنظيمي يهدف إلى تفعيل السوق المالي ومنح الشركات فرصاً جديدة للنمو عبر التمويل السهمي، وهو ما تجسد في تجربة شركة "بيوفارم" كنموذج رائد للشركات المحلية التي خاضت تجربة الإدراج لتوسيع قاعدتها الرأسمالية.

وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي:

- **المبحث الأول:** تقديم عام لبورصة الجزائر.
- **المبحث الثاني:** تجربة شركة بيوفارم في التمويل السهمي من خلال بورصة الجزائر.

المبحث الأول: تقديم عام لبورصة الجزائر

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى نشأة، تطور ودوافع إنشاء بورصة الجزائر، بالإضافة إلى هيكلها التنظيمي والهيئات المنظمة لها.

المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر ودوافع انشائها

الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر

يقع مقر بورصة الجزائر المعروفة بإسم شركة تسيير بورصة القيم (" Société de " SGBV" Gestion de la Bourse des Valeurs) في 27 شارع العقيد عميروش الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475.200.000 دج ، وتمثل الشركة إطارا منظما ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الإحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها، وقد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.¹

وتتكفل شركة تسيير بورصة القيم بالأنشطة التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعير.²

وظهرت فكرة إنشاء بورصة في الجزائر سنة 1990 في إطار الإصلاحات الإقتصادية لسنة 1988، وقد تم تأسيسها بموجب القوانين التالية:

- القانون رقم 01/88 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الإقتصادية " EPE "؛
- القانون رقم 03/88 المتعلق بإنشاء ثمانية صناديق للمساهمة؛
- القانون رقم 04/88 المعدل والمتمم للأمر 75 - 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 والمتضمن للقانون التجاري.

هذه القوانين فصلت بين دور الدولة كمساهم ودورها كسلطة عمومية.³

¹ - لعراب سارة ، اتجاهات تطوير بورصة الجزائر للأوراق المالية في ضوء المتغيرات المالية الراهنة ، أطروحة دكتوراه في مالية المؤسسات ، قسم علوم التسيير ، كلية العلوم الإقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر 3 ، الجزائر، 2018/2017، ص 114.

² - لعراب سارة، المرجع نفسه، نفس الصفحة.

³ - لعراب سارة، المرجع نفسه، ص 115.

ففي سنة 1990 تأسست شركة القيم المنقولة " SVM " (Société de Valeurs Mobilières)، كان رأسمالها محتفظ به من طرف صناديق المساهمة الثمانية، والذي ارتفع إلى 9.320.000 دج سنة 1992، وفي نفس السنة تم تغيير إسمها وأصبح بورصة القيم المنقولة "BVM" Bourse de Valeurs Mobilières ولكن مع غياب القانون الخاص والقانون التجاري المتكيف مع إقتصاد السوق لم تستطع البورصة ممارسة نشاطها .

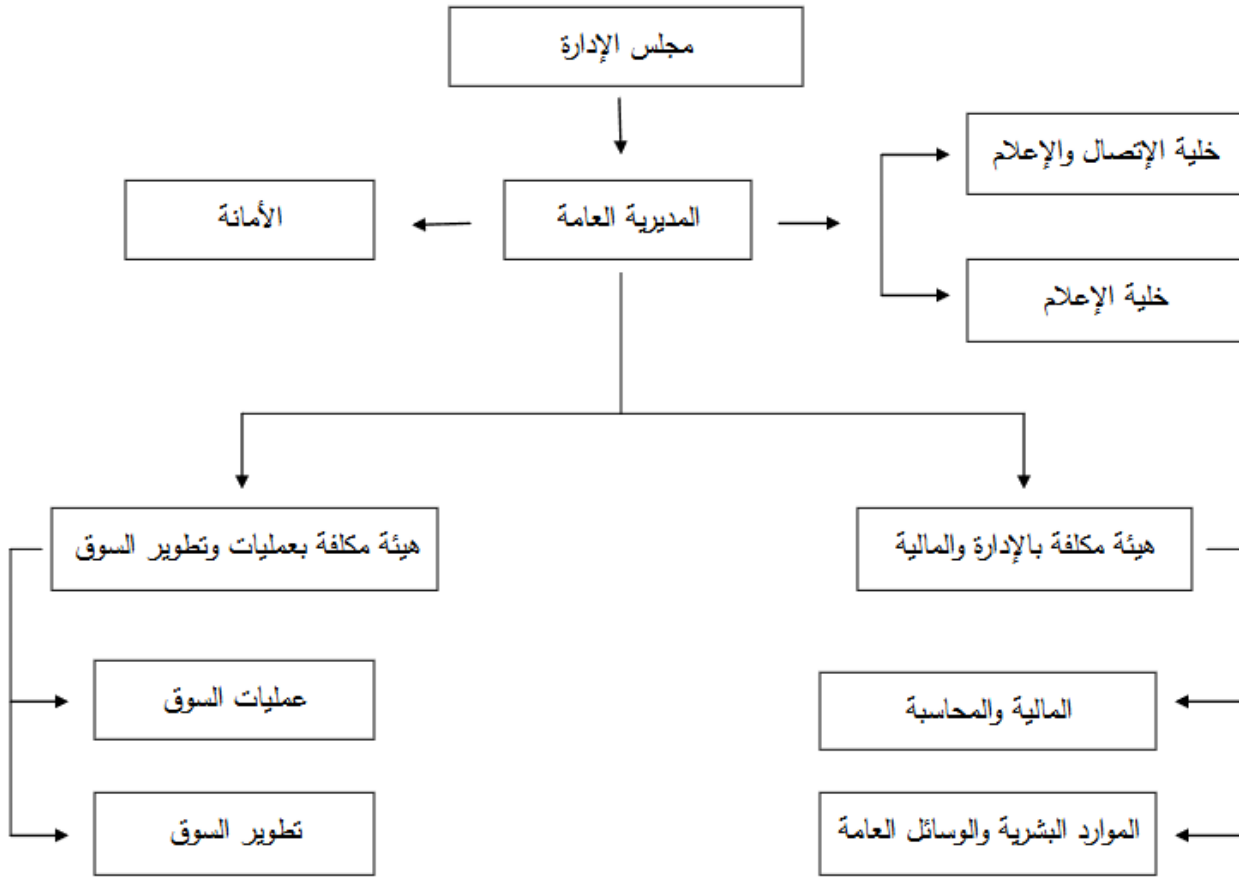
مرت الإنطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر بالمراحل التالية :

- **25 ماي 1997:** تأسيس شركة تسيير بورصة القيم مع ستة بنوك عمومية كمساهمين (BEA، BDL، CNEP، CPA، BNA، BADR)؛
- **13 ماي 1999:** إعداد أول تسعيرة في بورصة الجزائر مع المؤسسة العمومية للمواد الغذائية - الرياض سطيف"، التي قامت بفتح 20% من رأس مالها ؛
- **20 سبتمبر 1999:** إدراج مجمع المنتجات الصيدلانية " صيدال " في البورصة؛
- **14 فيفري 2000:** إدراج مؤسسة التسيير الفندقية " الأوراسي " في البورصة؛
- **7 مارس 2011:** إدراج شركة " أليانس للتأمينات " في البورصة؛
- **7 أفريل 2013:** فتح رأس مال مؤسسة " رويبة "؛
- **18 جانفي 2016:** إدراج المجمع الخاص للمنتجات الصيدلانية " بيوفارم " في البورصة، حيث قام بفتح 20% من رأس ماله.¹

وفي ما يلي الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر :

¹ - لعراب سارة، مرجع سبق ذكره، ص ص : 115 - 116.

الشكل رقم 01: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: لعراب سارة ، مرجع سبق ذكره، ص 117.

الفرع الثاني: دوافع انشاء بورصة الجزائر

نجد عدة دوافع وراء انشاء بورصة الجزائر ونذكر منها :

- تعتبر البورصة إطارا مناسباً لفتح رأسمال المؤسسات العمومية للمساهمين الخواص سواء كانوا طبيعيين أم معنويين، محليين أو أجانب؛
- السماح للخزينة العمومية بالرجوع إلى تقنية جديدة لجمع الادخار من أجل إعادة التمويل، وكذلك تسمح بتحديث الدين العمومي؛
- إيجاد الشركاء والحلفاء الاستراتيجيين الذين يساعدون هذه المؤسسات باعتبارهم مساهمين، وبالتالي تحقيق الالتزامات والتقديرات المحددة؛
- تشكل البورصة بديل للمدخرين الذين تتجه اهتماماتهم الاستثمارية باتجاه بدائل أخرى وخصوصا الاستثمار في العقارات وأنشطة المضاربة، فإنشاء أدوات مالية حديثة تساهم في إعطاء المدخر مكانته في تمويل الاقتصاد؛

- تجسيد هدف خوصصة المؤسسات العمومية؛
- السماح للاقتصاد الوطني بالاندماج في الاقتصاد العالمي في إطار العولمة؛
- تعتبر هذه السوق بالنسبة للأعوان الاقتصاديين مصدر تمويل بديل، إذ أن المؤسسات في الجزائر غير قادرة على التمويل الذاتي، وكذلك ميزانية الدولة غير كافية لتمويل كل الاستثمارات؛¹
- استغلال الادخارات غير الموظفة حيث تمكن من التقليل من تبعات الاستدانة والعجز في مختلف الميزانيات، كما تعتبر كوسيط في توجيه أحوال الأعوان الاقتصادية بين أصحاب الفائض نحو أصحاب العجز.²

¹ - شطاره نبيلة، دور حوكمة الشركات في تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لدخول سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر -3-، الجزائر، 2023/2022، ص 161.

² - رميته عبد الغني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وإشكالية التمويل عن طريق الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2025/2024، ص 194.

المطلب الثاني: الهيئات المنظمة ومعوقات بورصة الجزائر

الفرع الأول: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

يتولى تنظيم عمل بورصة الجزائر للقيم المنقولة هيكل تنظيمي يتشكل من ثلاثة هيئات رئيسية تعمل في شكل متكامل ومتناسق يمكنها من ممارسة نشاطها. وتتمثل هذه الهيئات في:¹

1 - لجنة تنظيم عمليات البورصة (COSOB): تتمتع هذه اللجنة بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في 23/05/1993 المعدل والمتمم المتعلق ببورصة القيم المنقولة، كما تم تعيين أعضائها في 27/12/1995، وتتمثل مهامها الأساسية في :

- اعتماد أنظمة جديدة تتعلق بسوق رأس المال؛
- اتخاذ قرارات منح التأشيرات للمصدرين؛
- إصدار الموافقات والتأهيلات أو التسجيلات والإعترافات بمهنيي السوق؛
- فتح إجراءات تتعلق بالعقوبات.

وتتمتع هذه اللجنة بمجموعة من الصلاحيات التنظيمية والقانونية وسلطات الاعتماد، المراقبة، التأهيل، العلمية والتأديبية.

2 - شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV): هي شركة ذات أسهم أنشأت في البداية تحت مسمى شركة إدارة بورصة القيم من طرف الوسطاء والمساهمون المعتمدون من طرف لجنة تنظيم عمليات ومراقبة البورصة طبقا لنص المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وطبقا للمرسوم التنفيذي 94 - 176 وتخضع الشركة للمادة 544 من القانون التجاري الجزائري الذي اعتبرها شركة مساهمة.

وتتولى شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مجموعة من المهام التي تشكل إطارا منظما في خدمة الوسطاء من خلال العمليات التالية:

- السماح للمؤسسات العمومية والخاصة ذات طابع " شركات أسهم " بفتح رأس مالها على العالم الخارجي والتمكن من تقييم أصولها؛
- ضمان التمويل المباشر للإستثمارات عن طريق الإيداع؛
- تنظيم جلسات التسعير وتسيير جلسات التداول والتنظيم العملي للإدخال في البورصة؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة من خلال النشرة الرسمية؛

¹ - بوغنيوز آمنة، مرجع سبق ذكره، ص ص : 100 - 102.

- يتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

لقد ساهم في تأسيس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة كل من البنوك الوطنية المتمثلة في بنك التنمية المحلية (BDL)، البنك الخارجي الجزائري (BEA)، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، القرض الشعبي الجزائري (CPA)، البنك الوطني الجزائري (BNA)، الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط - بنك - (CNEP - Banque) وشركات التأمين الوطنية التي شملت كل من الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)، الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR)، الشركة الجزائرية للتأمين (SAA)، الشركة الجزائرية للتأمينات (CAAT)، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية (CNMA). إضافة إلى البنك الخاص يونيون بنك (UB).

3 - المؤتمر المركزي للسندات : هو عبارة عن هيئة مالية على شكل شركة مساهمة ارتفع رأس مالها من 75 مليون دينار جزائري إلى 240 مليون دينار جزائري، ينشط تحت إسم الجزائر للمقاصة" تم تأسيسه بموجب القانون رقم 03-04 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2003 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ويخضع لقانونها الأساسي وكذا تعديلاتها. ويتم تعيين المدير العام والمسييرين الرئيسيين بموافقة الوزير المكلف بالمالية بعد التشاور مع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. يتولى انجاز مجموعة من الوظائف أهمها :

- **وظيفة الحفظ :** من خلال مسك حسابات السندات بإسم المهنيين، وإذا كان الوسيط المالي يقوم بمسك الحساب الخاص بالمستثمر فإن المؤتمر المركزي على السندات يتولى مسك حساب الوسيط؛
- **وظيفة حركة تداول السندات :** حيث يتم تداول السندات عن طريق النقل من حساب إلى حساب ويقوم البنك والشركات المصدرة والمتداولون بإرسال وتسليم تعليمات السندات؛
- **وظيفة إدارة السندات :** من خلال السماح للمهنيين بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات الوضع (قيد الدفع وزيادة رأس المال ... إلخ) حسب التعليمات التي تصله من أصحاب الملكية.

الفرع الثاني: معوقات بورصة الجزائر

تعرض تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات، منها:

1. المعوقات الاقتصادية : لا تزال إلى غاية الآن المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تعاني من عدة عوامل اقتصادية تؤثر بشكل كبير على سير البورصة، من أهم هذه العوامل ما يلي:

أ - التضخم : هو ظاهرة دائمة في الجزائر منذ فترة طويلة، إذ تتميز الأوضاع الاقتصادية بارتفاع دوري لأسعار السلع والخدمات، كما أن ظاهرة التضخم تؤدي إلى ضعف المداخيل وعدم قدرة قطاع العائلات على الإكتتاب في الأسهم والسندات، مما يعني أن البورصة تفقد لقطاع كبير والذي من شأنه أن يؤثر في نشاطها. كذلك من بين

أسباب التضخم هو انخفاض قيمة الدينار وتدهور سعر صرفه مما شجع على هروب رؤوس الأموال نحو الأسواق المالية المتقدمة.

ب - السوق الموازية : تعتبر هذه السوق سوقا غير رسمية يتم فيها عدد من الصفقات الخاصة بالسلع والخدمات مقابل أموال متداولة غير مصرح بها لدى مصالح الضرائب. فهذه السوق تعتبر قطب يجلب مختلف الأعوان الاقتصاديين، فيمكن للأسر مثلاً أن تحصل على المواد النادرة كما يمكن للمؤسسات تحقيق أرباح معتبرة لأن مداخيلها الناتجة عن المعاملات المنجزة في هذه السوق غير مصرح بها للسلطات الجبائية.

ج - ضعف الإفصاح والشفافية : يعاني المستثمرون في العديد من أسواق الأسهم العربية من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق الأمر الذي يمس مصداقية هذه الأسواق في حين أن المطلعين سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو المديرين التنفيذيين يحققون مكاسب كبيرة أو يتجنبون خسائر كبيرة من خلال اطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات.

أما في الجزائر، فالمستثمر عادة ما ينتظر التقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة حتى يتحصل على البيانات المالية التي تعتبر سطحية وعامة مقارنة مع البورصات المتقدمة فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار.

د - سيطرة القطاع العام : للقطاع العام دور كبير في تحديد مستوى النشاط الاقتصادي، يمكن تصنيف سيطرة هذا القطاع إلى جانبين أحدهما سلبي والآخر إيجابي. فالجانب الإيجابي يتمثل في أن تدخل الحكومة يساعد على تطوير النشاط الاقتصادي وتنمية البنى التحتية، أما الجانب السلبي فيمكن في أن السيطرة الحكومية على الموارد كثيرا ما تؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي وعلى إجمالي الادخار الوطني.

من جهة أخرى، نلاحظ غياب القطاع الخاص في بورصة الجزائر، والسؤال المطروح هو: هل يفسر هذا الغياب بعدم استجابة المؤسسات الخاصة لشروط وشفافية السوق أم هناك عوامل أخرى؟

مما هو مؤكد أن أغلب المؤسسات الخاصة الجزائرية أكثر من 80% هي مؤسسات ذات مسؤولية محدودة (SARL) أو شركة ذات اسم جماعي (SNC) هذا ما يعرقل الانطلاقة الحسنة وتطور السوق المالية التي تتطلب كما نعلم أن تكون المؤسسة الراغبة في الدخول إلى البورصة ذات أسهم (SPA). ضف إلى ذلك، أن أغلب المؤسسات الخاصة هي مؤسسات عائلية - مثل سيفيتال وهي لا ترغب في اقتسام ثروتها بمعنى أنها ترفض أن تستثمر أموالها مع الأجانب وتوزيع العوائد فيما بينها.¹

¹ - العربي نعيمة، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة مع الإشارة إلى بورصة الجزائر - رسالة ماجستير، - فرع النقود والمالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بن يوسف بن خدة - الجزائر، 2009/2008، ص ص : 100 - 101.

2. المعوقات السياسية والقانونية : أصبح الوضع السياسي والأمني ابتداءً من بداية التسعينيات من القرن 20 غير مستقر وهذا ما قد أثر على نمو وتطور بورصة الجزائر، نظرًا لتعاقب الحكومات وتعدد السلطات المتبعة. لكن لابد من توعية المستثمرين بأن القاعدة التشريعية وقوانين السوق المالية وحماية رأس المال بقيت سارية المفعول، بل وقد تم تحديثها لتتماشى ومتطلبات مواكبة البورصات العربية والبورصات الناشئة الأخرى.

ومن الناحية القانونية يلاحظ أنه لحد الآن لم تستكمل القاعدة التشريعية الخاصة بالبورصة خاصة فيما يتعلق بالمستثمرين الأجانب وكيفية توزيع الأرباح على المساهمين والفوائد المحصلة من القيم المنقولة.

3. المعوقات الاجتماعية والثقافية : يسعى غالبية أفراد المجتمع الى إشباع حاجاتهم الأساسية، وما تبقى من دخلهم يفضلون إبقائه على مستواهم بدلاً من توظيفه. وفي حالة تفكيرهم في الإدخار يتوجهون إلى الوسائل التقليدية كالبنوك وصناديق التوفير والإحتياط، أما اللجوء إلى الإكتتاب في الأسهم أو السندات فهو شبه معدوم ويعتبر حكرًا على طبقة معينة من المجتمع، وهذا راجع بشكل أساسي إلى نقص الثقافة المالية والرشادة الاقتصادية.

4. العامل الديني: يعتبر العامل الديني ذو أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في الأوراق المالية فقبل القيام بتأسيس سوق مالية من المهم الأخذ بعين الاعتبار نظام القيم لدى العائلات الجزائرية، إذ نجد أن هذه الأخيرة تمتنع عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبار أن لها عائد يتمثل في الفائدة والتي تعتبر من الربا في الإسلام.¹

¹ - العربي نعيمة، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 101 - 102.

المبحث الثاني: تجربة شركة بيوفارم في التمويل السهمي من خلال بورصة الجزائر.

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى التعريف بشركة بيوفارم وأنشطتها، ودراسة واقع تمويلها عن طريق الأسهم.

المطلب الأول: التعريف بشركة بيوفارم، هيكلها القانوني والتنظيمي وأبرز أنشطتها

الفرع الأول: تعريف شركة بيوفارم و هيكلها القانوني و التنظيمي

أولاً: تعريف شركة بيوفارم

تعتبر شركة بيوفارم شركة مساهمة، تأسست سنة 1991 وهي مجموعة صيدلانية جزائرية ذات طابع صناعي و تجاري استثمرت في قطاع الأدوية، ذات رأس مال قدره 5104375000 دج لها العديد من الفروع التي تنشط في مختلف مجالات الصناعة الصيدلانية حيث تقوم بعملية التمويل والتصنيع والتوزيع، كما مر تطور هذه الشركة بالعديد من المراحل، حيث افتتحت وحدتها الإنتاجية سنة 2005 التي تقع بوادي السمار بالجزائر العاصمة، ثم حصلت على شهادة ISO 9001 لأدويتها و هذا سنة 2008، أما في سنة 2012 حصلت على المرتبة الخامسة في إفريقيا بين شركات الأدوية، ثم قررت الدخول لبورصة الجزائر لتصبح ثالث شركة خاصة تنظم للبورصة وهذا في مارس 2016، بعدها دخلت مجال مستحضرات التجميل الجلدية مع مجموعة oze، وكذا مجال المكملات الغذائية مع مجموعة nutribio، كل هذه التطورات إلى أن أصبحت عضوا في مجلس إدارة مركز أبحاث العلوم الصيدلانية في قسنطينة الذي مركزه تحت إشراف وزارة التعليم العالي و البحث العلمي.¹

ثانياً: الهيكل القانوني والتنظيمي لشركة بيوفارم

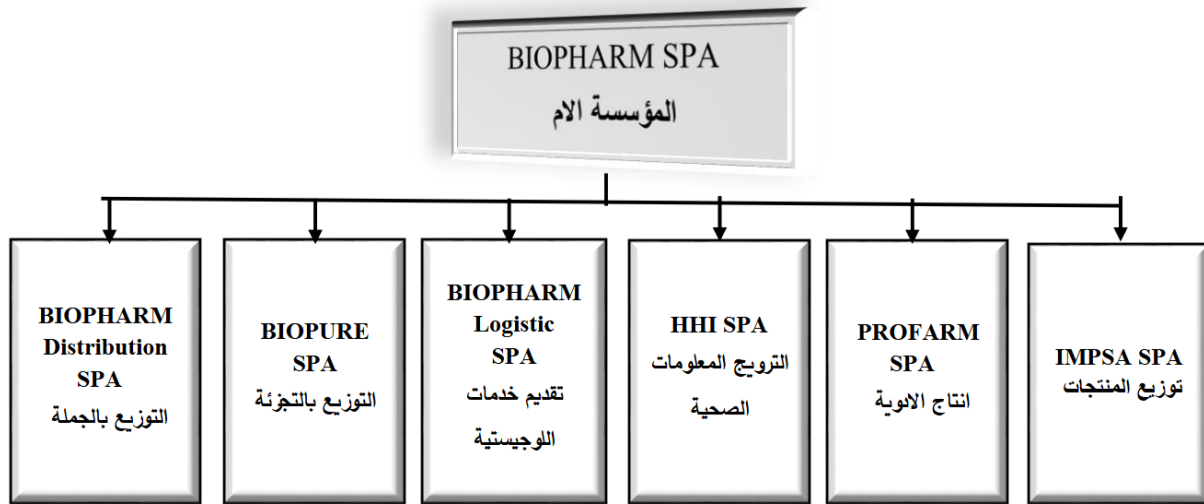
يتمثل الهيكل القانوني والتنظيمي لمجمع بيوفارم في التالي:²

1. الهيكل القانوني: يسيطر المجمع اليوم على ستة مؤسسات تابعة له، بالإضافة إلى النشاط الصناعي الذي طورته المؤسسة الأم BIOPHARM SPA، حيث توزع مهامها ونشاطاتها على المجموعة ككل والتي تضم بيوفارم لإنتاج الأدوية، بيوفارم للتوزيع بالجملة للمنتجات الصيدلانية، بيوفارم للتوزيع بالتجزئة، بيوفارم لتقديم الخدمات اللوجستية، بيوفارم للترويج للمعلومات الصحية، ويسيطر المجمع أيضا على المؤسسة « PROFAM » ومؤسسة « IMPSA » لتوزيع المنتجات؛ ويتم التحكم في جميع المؤسسات التابعة بنسبة مئة بالمئة تقريبا، ويظهر الهيكل القانوني للمجمع في الشكل التالي:

¹ - بلغيث دلال وعياشي الأخضر، دور الإفصاح الإلكتروني في تقييم الأداء المالي لتفعيل حوكمة الشركات - دراسة حالة شركة بيوفارم، الجزائر، لسنة 2022، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، المجلد 11، العدد 02، 2024، ص 526.

² - معيزة نوال، إدارة الأعمال الحديثة في إطار مكافحة الفساد الإداري بالمؤسسة الاقتصادية الجزائرية في الفتوة (2000-2020) - دراسة حالة مؤسسة الإنتاج مجمع بيوفارم، أطروحة دكتوراه، تخصص: تفسير عمومي، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2022/2021، ص ص : 152 - 153.

الشكل رقم (02): الهيكل القانوني لمجمع بيوفارم



المصدر: معيزة نوال، مرجع سبق ذكره، 2022/2021، ص 152.

يظهر الهيكل القانوني لمجمع بيوفارم على شكل نموذج التكامل الرأسي، ما يمكن المجمع من ضمان تصنيع وتوزيع وترويج منتجاته الصيدلانية، وتحقيق معدل نمو معتبر في سوق الأدوية الجزائرية، ومنه تحقيق أهداف واستراتيجيات المجمع بالكفاءة والفعالية المطلوبة.

2 - الهيكل التنظيمي لشركة بيوفارم: يتمثل فيما يلي: ¹

أ. **مجلس الإدارة** : تنص المادة 13 من النظام الأساسي للمجمع على أن مجلس الإدارة يتألف من ثلاث أعضاء على الأقل و12 عضو على الأكثر، وأن مدة عضوية المديرين المعيّنين من قبل الجمعية العادية للإدارة هي ستة سنوات، وتنتهي في نهاية الاجتماع العام الذي يقرر حسابات السنة المالية الماضية؛

ب. **لجنة التعويضات**: هي وحدة إدارة تمثل المساهمين، تتشكل من أعضاء ينتمون لمجلس الإدارة، يتمثل دورها في إدارة ومراقبة الإجراءات التي يقوم بها أعضاء إدارتها، وهي مسؤولة عن دراسة واقتراح جميع التوصيات المتعلقة بسياسة التعويضات على مجلس الإدارة، تقوم لجنة التعويضات في سبيل تسيير مهامها بالاجتماع مرتين في السنة.

ج. **لجنة التدقيق**: هي وحدة تتشكل داخل مجلس الإدارة، حيث تضم أعضاء ينتمون له، وتتمثل مهمة اللجنة في مساعدة مجلس الإدارة في وظيفته الرقابية، وهي مسؤولة بشكل خاص عن المهام التالية:

- مراقبة عملية اعداد المعلومات المالية المخصصة للمساهمين؛
- ودراسة وتقديم أي توصيات لمجلس الإدارة في المجالات المحددة ذات العلاقة بالحسابات الاجتماعية والرقابة الخارجية والمخاطر ... الخ؛
- كما تشرف على متابعة المهام الموكلة لوحدة التدقيق الداخلية؛

¹ - معيزة نوال، مرجع سبق ذكره، ص ص : 153 - 154.

- تقوم لجنة التدقيق في سبيل تسيير مهامها بالاجتماع مرتين في السنة الأولى وفي نهاية السنة الثانية.
- د. المدير العام: يتولى الاشراف على مهام الوحدات التنفيذية وأنشطتها المحددة في كل من المديرية العامة للعمليات والمديرية العامة للدعم ومديرية المالية والمحاسبة والمديرية العامة للبحث والتطوير؛
- هـ. المدققون الداخليون للحسابات القانونية: يتم تعيين المدققون القانونيون عبر الاجتماع العام العادي لمدة 3 سنوات، وتتمثل مهمتهم في المصادقة على انتظام وصدق قوائم الجرد وحسابات المجمع وميزانياته، وفقا لأحكام المادة 732 مكرر 2 من القانون التجاري يتم التحكم في المجمع من اثنين من مدقي الحسابات.

الفرع الثاني: أنشطة شركة بيوفارم

وتتمثل اهم أنشطتها في مايلي :

1. تصنيع الأدوية: منذ بدء عملياتها في تصنيع الأدوية عام 2005، ساهمت شركة بيوفارم في خلق فرص عمل جديدة ذات قيمة مضافة عالية، وتطوير أدوية جنيصة مبتكرة، وتقليل اعتماد الجزائر على الواردات الأجنبية في قطاع صناعي معقد ومتطلب. وتُعدّ مختبرات البحث والتطوير ومراقبة الجودة، التي تمكنها من ابتكار أكثر من عشرين منتجًا جنيصًا جديدًا سنويًا وإطلاق عمليات تصنيعها، جوهر أنشطة مصانعها.
2. التوزيع على تجار الجملة: منذ تأسيسها، طورت الشركة التابعة "بيوفارم ديستريبيوشن" شبكة توزيع واسعة، تضم مركزين للتوزيع في الجزائر العاصمة وقسنطينة، وتخدم 270 موزعًا بالجملة في جميع أنحاء الجزائر. توفر هذه الشبكة للمختصين والمرضى أكثر من 500 منتج من مختلف الفئات العلاجية. على مر السنين، أقامت "بيوفارم ديستريبيوشن" علاقات ثقة متينة مع مختبرات عالمية مرموقة تثق بها لتوزيع منتجاتها.
3. التوزيع على الصيدليات : دخلت شركة بيوفارم سوق توزيع الأدوية في عام 2006 بتأسيس شركتها التابعة للتوزيع، بيوبور . وفي عام 2018، دمجت مجموعة بيوفارم شركة إمبسا في أعمال التوزيع الخاصة بها لتعزيز شبكتها، وضمان سرعة توصيل منتجاتها، وتغطية كامل أراضي الدولة.
4. الترويج الطبي والمعلومات : شركة معلومات الصحة البشرية (HHI) ، وهي شركة تابعة تأسست عام 2002، متخصصة في المعلومات الطبية والتمثيل، وتقدم دعمًا شاملاً ومتكاملاً لشركات الأدوية الساعية إلى تمثيلها في الجزائر.

تضم HHI 360 موظفًا، من بينهم 293 مندوبًا طبيًا ومندوب مبيعات، وتوفر للأطباء والمتخصصين في الرعاية الصحية معلومات طبية شاملة في جميع أنحاء الجزائر، تغطي منتجات Biopharm ومنتجات شركائها، مثل Bayer Healthcare و Ferrer و Cipla و Unique و Smith & Nefew و Becton Dickinson و PTS Diagnostic و Wooshin و Lilly¹.

¹ - https://www.biopharmdz.com/nos_activites, consulté le 23/04/2026 a 19:46.

المطلب الثاني: حيثيات دخول شركة بيوفارم إلى بورصة الجزائر وواقع التمويل السهمي من خلالها

الفرع الأول : حيثيات دخول شركة بيوفارم إلى بورصة الجزائر

فتح مجمع بيوفارم رأسماله في سوق الأسهم في البورصة ليستقطب فوائض الأموال الوطنية التي تسعى لتطوير سوق الأدوية في الجزائر.¹

بعد عملية العرض العمومي لبيع أسهم المجمع الصيدلاني "بيوفارم" و التي امتدت من 13 مارس الى 07 أبريل 2016 فقد تم انضمام الشركة يوم الأربعاء 20 أبريل 2016 .

جاء إدراج سهم "بيوفارم" بعد تطبيق الشركة المصدرة لكل الالتزامات المسجلة في النشرة الإعلامية الخاصة بالعرض العمومي لبيع الأسهم بسعر ثابت و ذلك بعد تلقيها التأشيرة رقم 03 2015 بتاريخ 02 ديسمبر 2015 من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

ونظرا الى اكتفاء الشركة المصدرة للشروط المؤهلة للإدراج في بورصة الجزائر، فقد منحت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة الضوء الأخضر في تاريخ 18 أبريل 2016 (قرار رقم CAB 2016/14) لانضمام أسهم شركة "بيوفارم" الى بورصة الجزائر .

وقد فتح المجمع رأسماله للعرض العمومي لبيع 5104375 سهم، والتي تمثل ما مقداره 20% من رأس المال، بسعر بيع 1225 دج للسهم الواحد، حيث تمت العملية على مستوى البنك الخارجي الجزائري.²

الفرع الثاني : واقع التمويل السهمي بشركة بيوفارم من خلال بورصة الجزائر خلال الفترة 2016 - 2025

يُلاحظ من خلال الجدول رقم (02) أدناه أن سنة 2017 سجلت أكبر عدد من الأوامر بـ 1494 أمر وسنة 2016 أدنى عدد منها بـ 366 أمر، أما بالنسبة لحجم الأوامر فقد سجلت سنة 2020 أكبر حجم بـ 3726869 سهم وسنة 2023 أدنى حجم بـ 627946 سهم، وفيما يخص الحجم المتداول للأسهم فقد سجلت سنة 2025 أكبر حجم متداول بـ 728067 سهم وسنة 2022 أدنى حجم متداول بـ 40227 سهم، أما بالنسبة للقيمة المتداولة فقد سجلت سنة 2025 أعلى قيمة بـ 1783514518.00 دج وسنة 2020 أدنى قيمة بـ 63589050.00 دج، وفيما يخص عدد الصفقات فقد سجلت سنة 2019 أكبر عدد بـ 287 صفقة وسنة 2021 أدنى عدد بـ 63 صفقة.

¹ - معيزة نوال، مرجع سبق ذكره ،ص 150

² - "أول حصة تداول لأسهم 'بيوفارم'." بيان صحفي من بورصة الجزائر، 20 افريل 2016، تم الوصول في 20 ماي 2026.

الجدول رقم 02 : التطور السنوي لبعض المتغيرات الخاصة بشركة بيوفارم في بورصة الجزائر خلال الفترة 2016-2025

السنة	عدد الأوامر	حجم الأوامر	الحجم المتداول	القيمة المتداولة (دج)	عدد الصفقات
*2016	366	1 185 919	473 148	659 186 960,00	63
2017	1 494	1 581 662	149 684	168 529 980,00	185
2018	1 431	1 791 016	156 006	172 958 405,00	193
2019	926	2 404 303	173 596	215 779 964,00	207
2020	504	3 726 869	53 037	63 589 050,00	96
2021	707	862 352	54 464	67 787 903,00	121
2022	811	893 765	40 227	63 987 477,00	75
2023	881	627 946	48 135	119 644 969,00	135
2024	876	1 596 243	80 896	185 706 459,00	118
2025	911	2 495 457	728 067	783 514 518,00	71

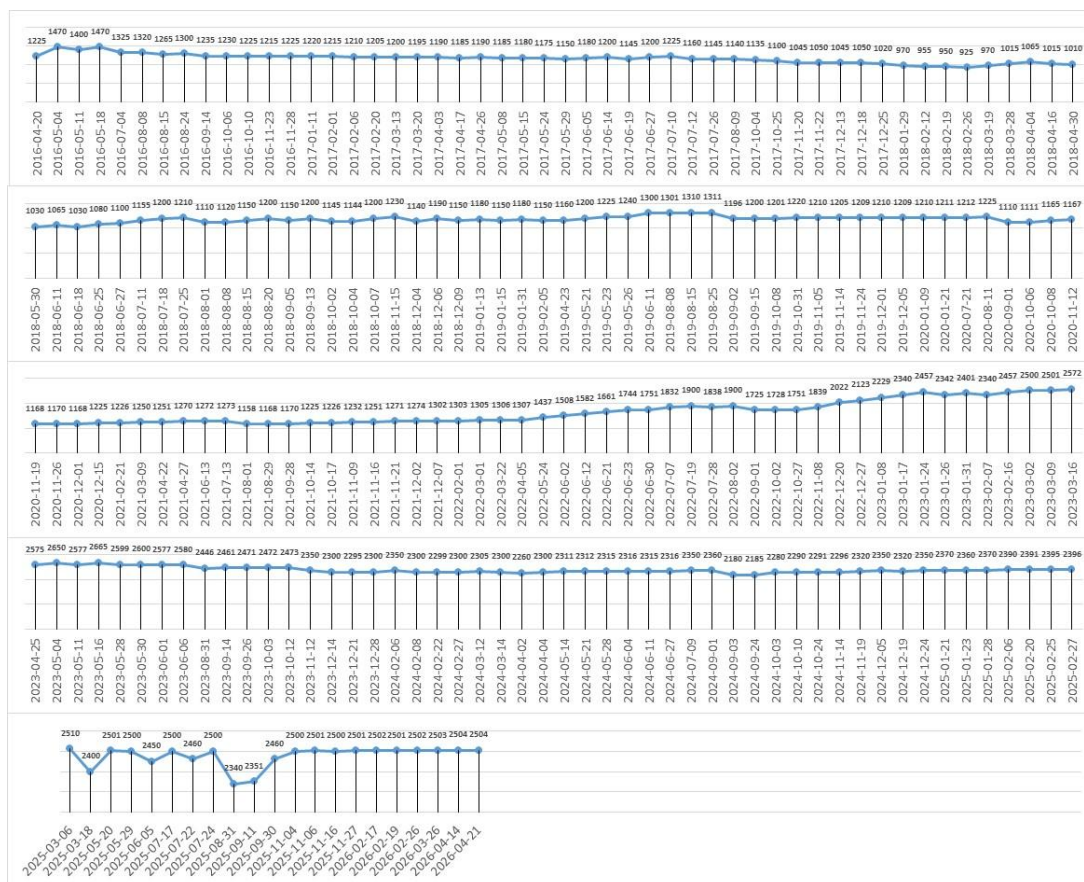
المصدر: بورصة الجزائر، https://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc، تاريخ الإطلاع: 2026/04/22

* معطيات سنة 2016 هي معطيات تخص جزء من السنة بالنظر لتاريخ دخول شركة بيوفارم للبورصة.

ومن خلال الشكل (02) أدناه يُلاحظ أن سعر سهم شركة بيوفارم عرف عدة مستويات خلال الفترة 20-2016-04

إلى غاية 2016-04-21 حيث شهد تطور سعر السهم إرتقاعا من 1225 دينار جزائري في 2016-04-20 إلى 2504 دينار جزائري في 2016-04-21 وهو آخر تاريخ متوفر عند الاطلاع على البيانات، وهذا السعر لم يتغير وبقي ثابتا منذ تاريخ 14 - 04 - 2026. وسُجل أعلى مستوى لسعر السهم بقيمة 2665 دينار جزائري خلال الفترة من 16-05-2023 إلى 25-05-2023، وبالنسبة لأدنى مستوى لسعر السهم فقد بلغت قيمته 925 دينار جزائري والذي تم تسجيله خلال الفترة من 26-02-2018 إلى 14-03-2018.

الشكل رقم 03 : تطور تغير سعر سهم شركة بيوفارم خلال الفترة من 20-04-2016 إلى 21-4-2026 (تواريخ الجلسات) (الوحدة: دج)

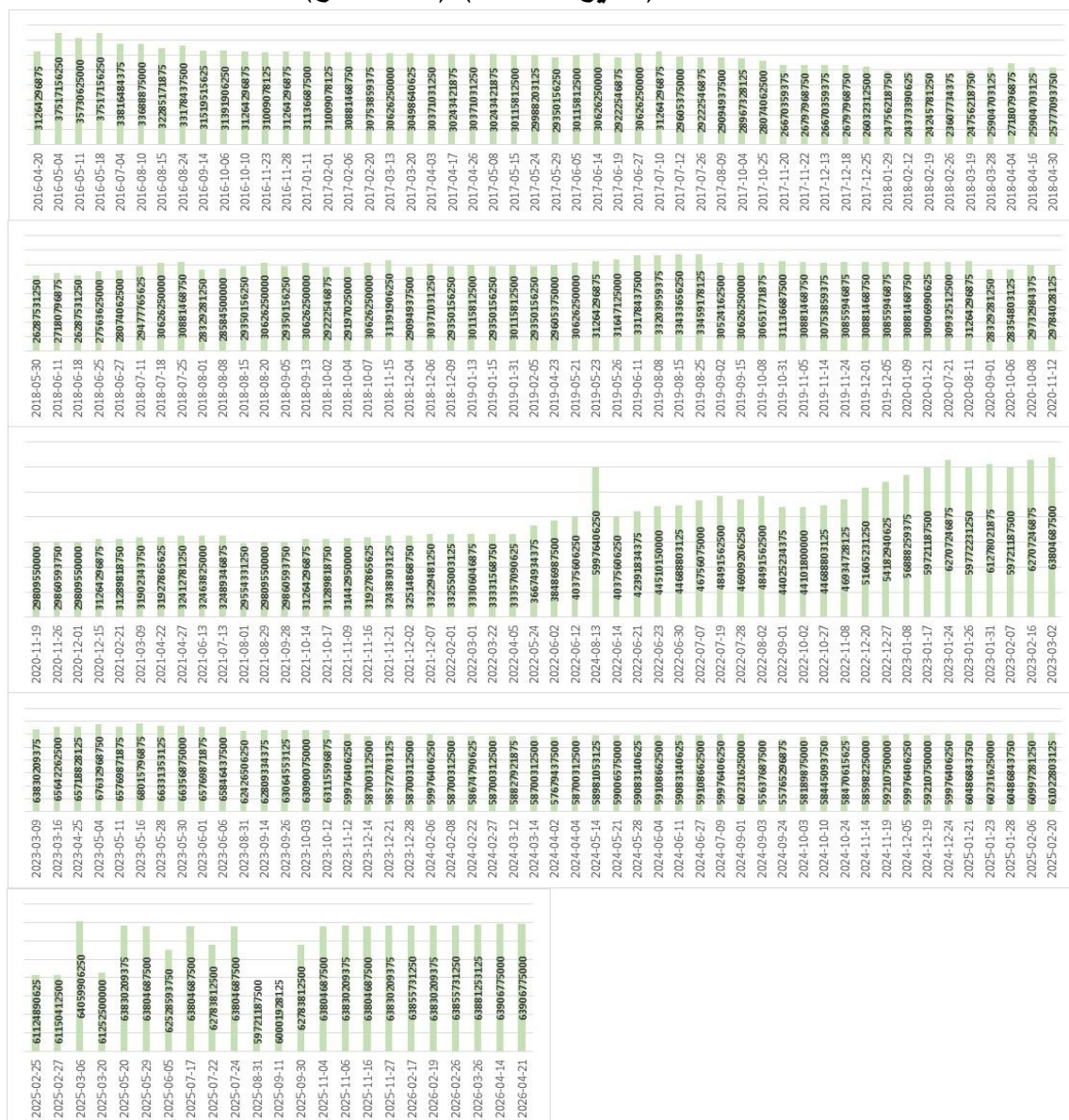


المصدر: تم إعداد هذا الشكل اعتماداً على معطيات من: بورصة الجزائر، <https://www.sgbv.dz>، تاريخ الإطلاع: 22-04-2026.

ملاحظة: من جميع تواريخ الجلسات المتوفرة على موقع بورصة الجزائر من 20-04-2016 إلى 21-04-2026 (آخر تاريخ متوفر عند تاريخ الإطلاع) تم فقط إختيار تواريخ الجلسات التي شهدت تغير في سعر السهم، بالإضافة إلى أول تاريخ وآخر تاريخ، لكن هذا لا يمنع من إستخدام تواريخ تم إهمالها عند تحليل الشكل.

ومن خلال الشكل رقم (3) أدناه يُلاحظ أن القيمة السوقية لشركة بيو فارم عرفت عدة مستويات خلال الفترة 20-04-2016 إلى 21-04-2026، وارتفعت القيمة السوقية من 31264296875 دينار جزائري في 20-04-2016 إلى 63906775000 دينار جزائري في تاريخ 21-04-2026 وهو آخر تاريخ متوفر عند الإطلاع على البيانات، وهذه القيمة لم تتغير وبقيت ثابتة منذ جلسة تاريخ 24-04-2026. وتم تسجيل أعلى قيمة سوقية بـ 68015796875 دينار جزائري خلال الفترة من 16-05-2023 إلى 25-05-2023، وأدنى قيمة سوقية بـ 23607734375 دينار جزائري خلال الفترة من 26-02-2018 إلى تاريخ 14-03-2018.

الشكل رقم 04 : تطور تغير القيمة السوقية لشركة بيو فارم خلال الفترة من 20-4-2016 إلى 21-4-2026 (تواريخ الجلسات) (الوحدة: دج)



المصدر: تم إعداد هذا الشكل اعتماداً على معطيات من: بورصة الجزائر، <https://www.sgbv.dz>، تاريخ الإطلاع: 22-04-2026.

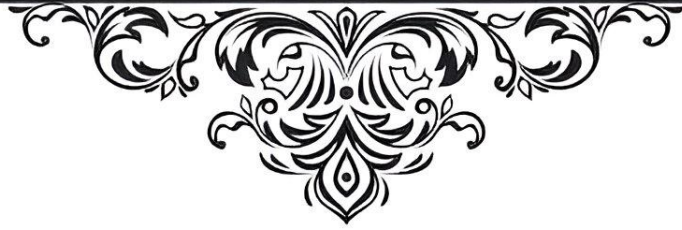
ملاحظة: من جميع تواريخ الجلسات المتوفرة على موقع بورصة الجزائر من 20-04-2016 إلى 21-04-2026 (آخر تاريخ متوفر عند تاريخ الإطلاع) تم فقط إختيار تواريخ الجلسات التي شهدت تغير في القيمة السوقية، بالإضافة إلى أول تاريخ وآخر تاريخ، لكن هذا لا يمنع من استخدام تواريخ تم إهمالها عند تحليل الشكل.

خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل إلى بورصة الجزائر والتي كانت هناك العديد من الدوافع لإنشائها منها أنها تشكل بديل للمدخرين الذين تتجه إهتماماتهم الاستثمارية باتجاه بدائل أخرى وخصوصا الاستثمار في العقارات وأنشطة المضاربة، لإنشاء أدوات مالية حديثة تساهم في إعطاء المدخر مكانته في تمويل الاقتصاد، كما أن إنشاء بورصة الجزائر يسمح للاقتصاد الوطني بالاندماج في الاقتصاد العالمي في إطار العولمة، ثم تناولنا التعريف بشركة بيوفارم المختصة في الصناعة الصيدلانية والتي تأسست سنة 1991 وحيثيات دخولها إلى بورصة الجزائر، فمجمع بيوفارم فتح رأسماله للعرض العمومي لبيع 5104375 سهم ما يمثل ما مقداره 20% من رأس المال المجمع بسعر بيع 1225 دج للسهم، حيث إمتدت العملية من 13 مارس 2016 إلى 7 أبريل 2016 وتمت على مستوى البنك الخارجي، وكان الإنضمام الرسمي للمجمع لبورصة الجزائر بتاريخ 20 أبريل 2016. وبلغ سعر سهم بيوفارم بتاريخ 21 أبريل 2026 2504 دج، كما إرتفعت القيمة السوقية لها من 31264296875 دج بتاريخ 20 أبريل 2016 إلى 63906775000 دج بتاريخ 21 أبريل 2026.



خاتمة



خاتمة:

نظراً لأهمية التمويل بالنسبة للشركات، فإن هذه الأخيرة تسعى دوماً للبحث عن مختلف مصادر التمويل حسب ما تتطلبه احتياجاتها. ولعل من أهم هذه المصادر هو التمويل بالأسهم من خلال الدخول إلى بورصة الأوراق المالية، وهو ما عالجته دراستنا هذه من خلال دراسة حالة شركة بيوفارم (Biopharm).

أولاً: اختبار الفرضيات

بعد دراسة موضوع هذا البحث العلمي ومحاولة الإلمام ببعض جوانبه يمكن اختبار فرضياته كما يلي:

- **الفرضية الأولى:** تم تأكيد صحتها، حيث يتميز التمويل بالأسهم بخصائص عديدة تجعله مصدراً تمويلياً مفضلاً للشركات الراغبة في النمو دون تحمل تكاليف الاقتراض إذ أن التمويل بالأسهم يسمح للشركات بالحصول على موارد مالية دون الإلتزام بتسديد أصل الدين أو دفع فوائد ثابتة مما يخفف من الأعباء المالية و يحسن من هيكلها المالي و يحقق لها الاستقرار المالي و النمو من منطلق كون الأسهم أوراقاً مالية غير محددة الأجل و لا تترتب عليها تكلفة مالية ثابتة بالنسبة للشركات.
- **الفرضية الثانية:** تم تأكيد صحتها، فتخصص البورصة وتطور آلياتها يوفر بيئة مثالية للشركات للحصول على التمويل اللازم من خلال طرح أسهمها للتداول. فالبورصة توفر اطاراً تنظيمياً و مالياً يسمح للشركات بطرح أسهمها و تداولها مايمكنها من الحصول على التمويل اللازم كما أن تطوير آلياتها على غرار التداول و الإدراج في البورصة يساهم في جذب المستثمرين ماينعكس ايجاباً على قدرة الشركات على تعبئة رؤوس الأموال و يحسن صورتها المالية و يزيد من شهرتها في السوق و بالتالي دعم فرص توسعها و نموها الإقتصادي.
- **الفرضية الثالثة:** تم تأكيد صحتها، فمجمع بيوفارم الذي قام بعملية فتح رأسماله للعرض العمومي لبيع 5104375 سهم والتي تمثل ما مقداره 20% من رأس المال المجمع بسعر بيع 1225 دج للسهم والتي إمتدت من 13 مارس 2016 إلى 7 أفريل 2016 والتي تمت على مستوى البنك الخارجي إنضم رسمياً إلى بورصة الجزائر بتاريخ 20 أفريل 2016. وبلغ سعر سهم بيوفارم في 21 أفريل 2026 2504 دج، كما إرتفعت القيمة السوقية لها من 31264296875 دج بتاريخ 20 أفريل 2016 إلى 63906775000 دج بتاريخ 21 أفريل 2026.

ثانياً: نتائج الدراسة

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية:

1. التمويل هو أساس قيام أي مؤسسة، فبدون تمويل لا وجود لأي نشاط اقتصادي، حيث يعتبر بمثابة المحرك الرئيسي للعمليات الاستثمارية والتشغيلية؛

2. هناك عدة مصادر تمويلية للشركات، فبالإضافة للمصادر الداخلية مثل الاحتياطات والأرباح المحتجزة، تبرز المصادر الخارجية مثل الائتمان التجاري، الائتمان المصرفي والأوراق المالية (الأسهم والسندات)، وتعتبر بورصة الأوراق المالية هي السوق الرسمي الذي تحصل من خلاله الشركات على التمويل من خلال الأوراق المالية.
3. تعتبر بورصة الأوراق المالية السوق الأكثر تنظيماً وانضباطاً مقارنة بالأسواق الأخرى، لما توفره من آليات قانونية ورقابية تضمن حقوق جميع الأطراف المتدخلة.
4. تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص التي تجعلها من أهم المصادر التمويلية، ومن بينها قابلية الأسهم للتداول وعدم محدودية الأجل، مما يجعلها توفر استقراراً مالياً طويلاً للمؤسسة المدرجة وتجنبها مخاطر الديون قصيرة الأجل؛
5. فتح مجمع بيوفارم رأسماله للعرض العمومي لبيع 5104375 سهم ما يمثل ما مقداره 20% من رأس المال المجمع بسعر بيع 1225 دج للسهم حيث إمتدت العملية من 13 مارس 2016 إلى 7 أبريل 2016 وتمت على مستوى البنك الخارجي.
6. إنضم مجمع بيوفارم رسمياً إلى بورصة الجزائر بتاريخ 20 أبريل 2016، وبلغ سعر سهم بيوفارم في 21 أبريل 2026 2504 دج، كما إرتفعت القيمة السوقية لها من 31264296875 دج بتاريخ 20 أبريل 2016 إلى 63906775000 دج بتاريخ 21 أبريل 2026.

ثالثاً: التوصيات المقترحة

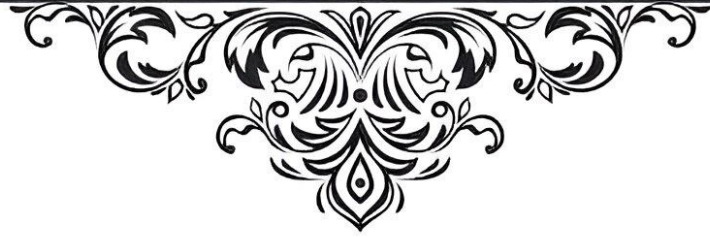
- على أساس النتائج المتوصل إليها، يمكن تقديم جملة من التوصيات كما يلي:
- العمل على ترسيخ ثقافة البورصة لدى الأفراد والمتعاملين الاقتصاديين، لجعلهم يثقون في توظيف واستثمار أموالهم وفوائدهم المالية في الأوراق المالية بدلاً من الادخار التقليدي خارج النظام المالي.
 - ضرورة تحفيز الشركات في الجزائر بمختلف أنواعها للدخول إلى البورصة، وذلك لتنويع مصادر تمويلها من جهة، وللمساهمة في تنشيط وإنعاش البورصة الجزائرية من جهة أخرى.
 - ضرورة تدخل السلطات الجزائرية لمعالجة مختلف العراقيل التي يمكن أن تعرقل أداء وتطور بورصة الجزائر، مثل العمل على القضاء على الاقتصاد الموازي، والتحكم في مستويات التضخم، ومحاربة أسبابه لضمان استقرار المناخ الاستثماري وتحفيز سوق الأوراق المالية.

رابعاً: الفجوة البحثية

هي نقص في المعرفة العلمية أو موضوع لم يتم دراسته بشكل كاف في الدراسات السابقة، تمثل هذه الفجوة " الجزء المفقود" الذي يسعى الباحث لتغطيته وتعتبر أساساً أصيلاً لبناء مشكلة البحث مما يُضفي قيمة علمية وجدة على الدراسة وغالباً ما يتم اكتشافها من خلال توصيات ومقترحات البحوث السابقة. ومن أهم أنواع الفجوات البحثية فجوة معرفية: غياب المعلومات حول ظاهرة معينة فجوة منهجية استخدام أدوات أو طرق بحثية جديدة لم تطبق سابقاً فجوة زمنية: الحاجة لتحديث دراسات قديمة لتواكب التطورات الحالية فجوة مكانية دراسة موضوع في بيئة جغرافية جديدة .



قائمة المراجع



قائمة المراجع:

أ - الكتب

1. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، إدارة التمويل المصرفي، الطبعة الأولى، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، مصر 2019 .
2. فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك : مدخل كمي واستراتيجي معاصر، الطبعة 02، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2003 .

ب - المقالات العلمية

1. زنادرة ريمة والعيد شريفة، مصادر التمويل في المؤسسة والعوامل المؤثرة فيه دراسة نظرية -، مجلة المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، المجلد 10، العدد 02، 2023 .
2. مرول يمينه وصافة خيرة، الأوراق التجارية من التقليدية إلى الإلكترونية قراءة في التشريع الجزائري وبعض التشريعات العربية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة الجلفة، المجلد 15، العدد 01، 2022 .
3. مليكة زغيب، دور وأهمية قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 01، المجلد 05، العدد 05، 2005 .
4. أمحمد عبد الحفيظي و سلماني عادل، كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال، مجلة البديل الاقتصادي، جامعة زيان عاشور الجلفة، المجلد 01، العدد 02، 2014 .
5. الطاهر نواصر وعبد الكريم بن رمضان، النظام القانوني لمؤسسات تمويل الاستثمار في التشريع الجزائري، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 08، العدد 05، المركز الجامعي لتامنغست الجزائر، 2019 .
6. سليمان بن الشريف المفاضلة بين البدائل التمويلية دراسة قانونية واقتصادية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 16، جامعة العربي التيسبي، تبسة الجزائر 2018 .
7. سليمان بن الشريف، تأثيرات التمويل بالمستحقات على استمرارية المؤسسة وانقضائها، مجلة دفاتر السياسة والقانون، العدد 18، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر 2018 .
8. نبيل بهوري، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية وسبل تنشيطها - دراسة حالة الدول العربية -، مجلة ادراسات اقتصادية، جامعة زيان ماشور - الجلفة، المجلد 13، العدد 37، 2019 .

9. محمد بن سعد بن هليل العصيمي، الأسهم ، حقيقتها ، وأحكامها، المجلة العلمية، كلية الشريعة والقانون بأسيوط UNIVERSITY - جامعة الأزهر، العدد الثاني والثلاثون الإصدار الثاني، 2020 .
10. إسماعيل عكله عبد اللطيف، الأوراق المالية في السوق وحكمها في الشريعة الإسلامية، مجلة ديالي -، جامعة ديالي - العراق، المجلد الأول ، العدد الرابع والاربعون، 2010 .
11. سلمان عادل، آليات تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات داخل سوق رأس المال، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة الجلفة ، المجلد 09 ، العدد 01 ، 2023 .
12. نادية أبو العزم السيد حسن، أنواع الأسهم وأحكام التعامل بها، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، جامعة المنصورة - مصر، المجلد 02، العدد 51، 2012 .
13. عتروس سهيلة، الأسهم كاداة استثمار في سوق رأس المال والموقف الشرعي منها، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة محمد خيضر بسكرة، المجلد 08 ، العدد 11 ، 2016 .
14. عبد الله غلام وعبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية - نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، وأقسامها، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، جامعة محمد خيضر - بسكرة، المجلد 08، العدد 11، 2016 .
15. بلغيث دلال وعياشي الأخضر، دور الإفصاح الإلكتروني في تقييم الأداء المالي لتفعيل حوكمة الشركات - دراسة حالة شركة بيوفارم، الجزائر ، لسنة 2022، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة ام البواقي ، المجلد 11، العدد 02، 2024 .

ج - الرسائل الجامعية والأطروحات:

1. الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها دراسة حالة مجمع صيدال -، مذكرة ماجستير، فرع مالية مؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر - 3، الجزائر، 2012/2011 .
2. سمير هربان، صيغ وأساليب التمويل بالمشاركة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيق التنمية المستدامة دراسة حالة مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف -، الجزائر، 2015/2014 .

3. بن قطاف محمد، تمويل المشاريع الصغيرة والمصغرة في الجزائر : دراسة حالة مشاريع الصناعة التقليدية، مذكرة ماجستير، تخصص، تسويق العمليات المالية والمصرفية، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016/2015 .
4. توکالي وهيبة، سياسات التمويل الأصغر ودورها في تنمية المشاريع الصغيرة والمصغرة : دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2000-2018، أطروحة دكتوراه ، تخصص مالية و اقتصاد محلي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريش، الجزائر، 2023/2022 .
5. دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال -دراسة أكثر عمقا - : دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين (2007-2010) ، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2012/2011 .
6. دينة سلسبيل وبوغرارة جموعي، النظام القانوني لعمليات التداول في البورصة، مذكرة ماستر، التخصص: قانون أعمال، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2023/2022 .
7. رامي حريد البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية ، جامعة محمد خيضر بسكرة - 2014/2015 .
8. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، الجزائر، 2016 .
9. شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2010 .
10. العمري صفية، سبل تفعيل كفاءة أسواق الأوراق المالية لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية - دراسة حالة أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي - ، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد مالي وتقنيات كمية ، قسم علوم اقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر 03 ، الجزائر، 2018/2017 .

11. عدمان فائزة، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة : دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013 باستخدام نماذج بائل -، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016/2017 .
12. آيت بشير ليندة ، التحليل الفني ودوره في التنبؤ بحركة بورصة الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2017/2018 .
13. قاسمي الرزقي، نظام الوساطة في بورصة الأوراق المالية - دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه في القانون، تخصص قانون خاص، فرع قانون الأعمال، قسم الحقوق، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، السنة 2020/2021 .
14. بوغنبوز آمنة، دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات - دراسة حالة: بورصة الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2023/2024 .
15. زيان ريمة، مساهمة بورصة الجزائر في تبني الشركات المدرجة للحوكمة، أطروحة دكتوراه علوم في مالية المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2020/2021 .
16. حريزي رابح ، سوق الأوراق المالية (البورصة) و الأدوات المالية محل التداول فيها، رسالة ماجستير، تخصص قانون الأعمال، قسم الدراسات العليا ، كلية الحقوق و العلوم السياسية ، جامعة منتوري قسنطينة ، الجزائر، 2009/2010 .
17. شيخي بلال ، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع والآفاق ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر 3 ، الجزائر، 2010/2011 .
18. لعراب سارة ، إتجاهات تطوير بورصة الجزائر للأوراق المالية في ضوء المتغيرات المالية الراهنة ، أطروحة دكتوراه في مالية المؤسسات ، قسم علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر 3 ، الجزائر، 2017/2018 .

19. شطاره نبيلة، دور حوكمة الشركات في تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لدخول سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر -3، الجزائر، 2023/2022 .

20. العربي نعيمة، وظيفة الوساطة المالية ودورها في تفعيل المعاملات المالية في البورصة مع الإشارة إلى بورصة الجزائر -، رسالة ماجستير، -- فرع النقود والمالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بن يوسف بن خدة - الجزائر، 2009/2008 .

21. معيزة نوال، إدارة الأعمال الحديثة في إطار مكافحة الفساد الإداري بالمؤسسة الاقتصادية الجزائرية في الفتوة (2000-2020) - دراسة حالة مؤسسة الإنتاج مجمع بيوفارم، أطروحة دكتوراه، تخصص: تسيير عمومي، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2022/2021 .

22. رميته عبد الغني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وإشكالية التمويل عن طريق الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2025/2024 .

د - النصوص القانونية

1. المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 34 المادة 01 .

هـ - المطبوعات البيداغوجية

1. بلعزام مبروك، مطبوعة بيداغوجية، مقياس نظام البورصة. موجهة لطلبة سنة أولى ماستر السداسي الثاني. تخصص قانون المؤسسات المالية، كلية الحقوق و العلوم السياسية، جامعة محمد لمين دباغين سطيف 2، 2020/2019 .

و - المواقع الإلكترونية

1. https://www.biopharmdz.com/nos_activites? consulter le 23/04/2026 a 19:46.

ز - بيانات ومعلومات صحفية:

1. "أول حصة تداول لأسهم 'بيوفارم'." بيان صحفي من بورصة الجزائر، 20 افريل 2016، تم الوصول في 20 ماي 2026.

