

# السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية - دراسة حالة مجمع صيدال- (2022-2020)

The financing behaviour of the Algerian economic institution between the economy of debt and the economy of the financial markets- Sidal Group Case Study - (2020-2022)

خالفي وهيبة

جامعة الجزائر3- الجزائر

[khalfi.wahiba@univ-alger3.dz](mailto:khalfi.wahiba@univ-alger3.dz)

تاريخ النشر: 2024/10/31

العلوي حفيظة\*

جامعة الجزائر3- الجزائر

[laloui.hafida@univ-alger3.dz](mailto:laloui.hafida@univ-alger3.dz)

تاريخ القبول: 2024/09/09

تاريخ الإستلام: 2024/05/19

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز علاقة النظام المالي السائد بالسلوك التمويلي للمؤسسة، وذلك من خلال تحليل خصوصيات النظام المالي الجزائري وأثرها على السلوك التمويلي لمجمع صيدال كمؤسسة مدرجة ببورصة الجزائر، لاختبار مدى مساهمة هذه الأخيرة في تمويل المؤسسات الاقتصادية في ظل الانتقال من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية. وقد توصلت الدراسة إلى أن ظهور بورصة الجزائر لا يعد مؤشرا على الانتقال الحقيقي بين النظامين، فالنظام المالي الجزائري لازال قائما على سيادة التمويل غير المباشر للمؤسسات الاقتصادية، في حين يبقى دور بورصة الجزائر هامشيا ولا يرقى إلى استيعاب حجم الاقتصاد الجزائري، فرغم إدراج مجمع صيدال في بورصة الجزائر منذ أكثر من عشرين سنة، إلا أن ذلك لم يؤثر على سلوكه التمويلي.

الكلمات المفتاحية: الهيكل التمويلي، النظام المالي، اقتصاد المديونية، اقتصاد الأسواق المالية، مجمع صيدال.

تصنيفات JEL: G10، G20.

## Abstract:

This study aims to shed light on the relationship between the prevailing financial system and the financing behaviour of the institution by analysing the specificities of the Algerian financial system and its impact on the financing behaviour of the Sidal Group, as an institution listed on the Algerian Stock Exchange, in order to verify the extent of the latter's contribution to the financing of economic institutions in light of the transition from a debt economy to a financial markets economy.

The study concludes that the emergence of the Algerian Stock Exchange is not an indicator of the real transition between the two systems, as the Algerian financial system is still based on the dominance of indirect financing of economic establishments, while the role of the Algerian Stock Exchange remains marginal and does not amount to taking over the size of the Algerian economy, Although the Sidal Group was listed on the Algerian Stock Exchange more than twenty years ago, this did not affect its financing behaviour.

**Keywords:** financial structure, financial system, debt economy, financial markets economy, Sidal Group.

**Jel Classification Codes:** G10، G20.

\* المؤلف المراسل.

1. مقدمة:

يعتبر السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية من أهم المواضيع التي نالت اهتمام الباحثين في مجال الإدارة المالية وهو مصطلح يعبر عن العمل على إيجاد التوليفة المثلى من الأموال الخاصة والديون، والتي من شأنها تدنية التكلفة الإجمالية لرأس المال وتعظيم قيمة المؤسسة، على ضوء مجموعة من المحددات الداخلية والخارجية، التي ترسم السياسة التمويلية للمؤسسة وعلاقتها بالنظام المالي، هذا الأخير الذي يعبر عن الآليات التي تسمح بانتقال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين سواء عبر نظام التمويل غير المباشر أو ما يعرف باقتصاد المديونية، أو عن طريق نظام التمويل المباشر وهو ما يعرف باقتصاد الأسواق المالية.

1.1. إشكالية الدراسة

على ضوء ما تقدم، يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما هو أثر النظام المالي على السلوك التمويلي للمؤسسة من خلال دراسة واقع مؤسسة صيدال؟.

وتندرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية:

- ما هي محددات السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية؟.
- ما هي آليات انسياب الأموال داخل النظام المالي؟.
- ما هو واقع السلوك التمويلي لمجمع صيدال في ظل الدور المحدود لبورصة الجزائر؟.

2.1. فرضيات الدراسة

كمحاولة أولية للإجابة عن الإشكالية والأسئلة الفرعية المطروحة، يمكن صياغة مجموعة من الفرضيات على النحو

التالي:

- يتحدد السلوك التمويلي تبعاً لظروفها الداخلية فقط.
- تنتقل الأموال داخل النظام المالي بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.
- يعتبر إدراج مجمع صيدال عاملاً أساسياً في الحد من الاعتماد على القروض في التمويل.

3.1. أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية موضوع التمويل بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، بالإضافة إلى حتمية تفعيل دور بورصة الجزائر في هذا المجال، خاصة في ظل صدور نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04 – 2023 المؤرخ في 25 أكتوبر 2023 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

4.1. أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة إبراز أثر إدراج المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في البورصة على سلوكها التمويلي في ظل هيمنة التمويل غير المباشر، من أجل اختبار مدى مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الاقتصادية، إلى جانب الإلمام بالمستجدات القانونية في إطار جهود إصلاحها وتأهيل دورها بما يتلاءم مع حجم الاقتصاد الجزائري.

## 5.1. منهج البحث وتقسيمه

للإجابة على إشكالية الدراسة والأسئلة الفرعية، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من خلال تقسيم البحث إلى المحاور التالية:

أولاً: مفهوم السلوك التمويلي ونظرياته؛

ثانياً: آليات انتقال الأموال داخل النظام المالي؛

ثالثاً: تمويل المؤسسة بين نظام المديونية ونظام الأسواق المالية؛

رابعاً: تحليل خصوصية النظام المالي الجزائري في ظل الدور الثانوي لبورصة الجزائر؛

خامساً: تحليل السلوك التمويلي لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2020-2022).

## 2. مفهوم السلوك التمويلي ونظرياته

يتمثل السلوك التمويلي للمؤسسة في قرار المفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة أمامها، وفق مجموعة من العوامل التي تحدد المدى الذي يمكن أن تبلغه المؤسسة في استخدامها للقروض في سعيها نحو تحقيق الهيكل التمويلي الأمثل.

## 1.2. تعريف السلوك التمويلي

لا يختلف مفهوم السلوك التمويلي (Financial Behaviour) عن مفهوم الهيكل التمويلي (Financial Structure) من حيث المضمون، وقد تم تعريفه على أنه "الأسلوب الذي يتم عن طريقه تمويل أصول المؤسسة" (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 288)، أو هو "مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل أصول المؤسسة، ويتضمن التمويل المقترض (Debt Financing) والتمويل الممتلك (Equity Financing)، ويشكل مجموعهما الجانب الأيسر من الميزانية" (بريغهام و إيرهاردت، 2009، صفحة 307).

وعليه، يمكن القول أن السلوك التمويلي يشمل مختلف القرارات المتعلقة بعملية انتقاء التشكيلة المثلى من المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، بهدف تمويل احتياجاتها من الأنشطة التشغيلية واستثماراتها المتوقعة، مع الأخذ بعين الاعتبار لعنصري المخاطرة والتكلفة بما يعظم القيمة السوقية للمؤسسة.

## 2.2. محددات السلوك التمويلي

يتحدد السلوك التمويلي للمؤسسة وفق مجموعة من العوامل التي من شأنها أن تفرض الاعتماد على نوع معين من التمويل دون غيره، ومن بين أهم هذه المحددات ما يلي (ساحل، 2019، صفحة 94،95):

- ❖ **الرفع المالي:** يعتبر أهم العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي للمؤسسة، ويشير إلى استخدام التكاليف الثابتة في التمويل مثل الديون والأسهم العادية والأسهم الممتازة، ويرتبط ارتباطاً وثيقاً بالتكلفة الكلية لرأس المال.
- ❖ **النظام الضريبي:** يؤثر النظام الضريبي السائد في الدولة على قرار المفاضلة بين التمويل بالدين أو بالأموال الخاصة فعندما تحقق المؤسسة مستوى عالٍ من الأرباح فإن هذا يصاحبه زيادة الأعباء الضريبية، إلا أن الوفر الضريبي الناجم عن الاستدانة من شأنه التخفيض من حجم هذه المصاريف.
- ❖ **المرونة:** وتعني قدرة المؤسسة على تكييف هيكلها التمويلي مع الاحتياجات التي تنشأ بتغيير الظروف المحيطة بها، حيث تعمل على توفير عدد من البدائل عند اتخاذ قرار التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال المستخدمة.

## السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية - دراسة حالة مجمع صيدال- (2020-2022)

❖ المخاطرة: ترتبط قرارات التمويل بالمخاطر المالية المتوقعة، ويتم المفاضلة بين الهياكل التمويلية البديلة بناء على درجة المخاطرة المرتبطة بكل هيكل تمويلي بديل، إضافة إلى المخاطر المتعلقة بالسوق والدورات التجارية وتغير أسعار الفائدة وغيرها.

❖ المواءمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام: فالقاعدة في التمويل هي أن يتم تمويل الأصول الثابتة من مصادر طويلة الأجل كالأموال الخاصة والقروض طويلة الأجل، والأصول المتداولة من مصادر قصيرة الأجل.

❖ الإدارة والسيطرة: تؤثر رغبة المالكين الحاليين في الاحتفاظ بالسيطرة على المؤسسة في تخطيط الهيكل التمويلي، وهو ما يفرض اللجوء إلى التمويل عن طريق الاقتراض أو الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية ودخول مساهمين جدد إلا أن التوسع في التمويل بالاقتراض قد يؤدي إلى ارتفاع مديونية المؤسسة، الأمر الذي يفرض عليها التضحية بجزء من السيطرة والتوجه إلى التمويل عن طريق زيادة رأس المال ودخول مساهمين آخرين (الشواورة، 2012، صفحة 60).

### 3.2. الطرح النظري للسلوك التمويلي

تعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل التمويلي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة منهجا لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، وفي هذا الشأن ظهرت العديد من الدراسات والأبحاث أهمها:

#### 1.3.2. نظرية مودigliاني وميلر (Modigliani- Miller Theory)

تعتبر أعمال الباحثين فرانكو مودigliاني (Franco MODIGLIANI) وميرتون ميلر (Merton MILLER) – المعروفين اختصارا بـ (M&M) - من أبرز الإنجازات في أدبيات التمويل، وقد أحدثت تحولا كبيرا في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات وذلك وفق نموذجين متكاملين: الأول في غياب الضريبة سنة 1958، والثاني بإدخال التأثير الضريبي سنة 1963.

ففي ظل افتراض غياب الضرائب، نفى الباحثان فكرة أمثلية الهيكل التمويلي، وتوصلا إلى أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، والتي تتوقف بدورها على العائد المتوقع من ورائها والمخاطر المصاحبة له، وبناء على ذلك، فإنه مهما كانت التشكيلة المكونة لرأس المال، فإن قيمة المؤسسة ينبغي أن تتساوى مع القيمة الكلية للاستثمارات المكونة لها، وهذا يعني أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس قرارات التمويل (حنفي و قرياقص، 2004، صفحة 204).

إلا أنه وبعد الانتقادات التي تعرض لها نموذج (M&M 1958)، قام الباحثان مودigliاني وميلر بنشر مقال تصحيحي سنة 1963، أعادا من خلاله صياغة نموذجهما مع الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على أرباح المؤسسات، حيث أكدوا أن للديون أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة، نظرا للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض.

#### 2.3.2. نظرية التوازن (Trad Off Theory)

تعتمد هذه النظرية على فكرة الموازنة بين مزايا الاقتراض التي تحدثها الوفورات الضريبية، وبين الأثر السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، فزيادة نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي يترتب عنها انخفاض تكلفة الأموال وارتفاع قيمة المؤسسة بالتبعية، نظرا لانخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بسبب الوفورات الضريبية، غير أن زيادة نسبة الاقتراض عن حد معين سوف يؤدي إلى ارتفاع مخاطر إفلاس المؤسسة وتكاليف الوكالة، بسبب الخوف من إخفاقها في الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه المقرضين، وهو ما سينجم عنه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض قيمة المؤسسة (حركاتي، 2018، صفحة 218).

## 3.3.2. نظرية الإشارة (Signal Theory)

تقوم نظرية الإشارة على أساس عدم تماثل المعلومات المتوفرة لدى الأطراف الداخلية والخارجية للمؤسسة، إذ تفترض أن للمسيرين - دون المستثمرين - معلومات خاصة بمؤسساتهم وفرصها الاستثمارية، مما يفرض عليهم إنتاج وتبليغ المعلومة في شكل إشارات معينة، تؤدي ترجمتها من طرف المستثمرين إلى معرفة أداء المؤسسة.

وقد حاول العديد من الباحثين تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات في ظل اختلاف مستوى المعلومات بين مختلف مستخدميها الداخليين والخارجيين، حول الفرص الاستثمارية وتوزيعات العائد الحقيقية للمؤسسة، حيث توصل (Ross 1977) إلى وجود علاقة إيجابية بين قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة بالهيكل التمويلي، ويعد ذلك مؤشرا على قدرة المؤسسة على تحمل مخاطر التمويل بالديون وحافزا للاستثمار فيها، بينما طور كل من (Leland & Pyle 1977) نموذجا للتشوير يعتمد على السلوك التمويلي، وذلك باستخدام نسبة مساهمة المسيرين في رأس المال كأداة للإشارة إلى قيمة المؤسسة للمستثمرين الخارجيين، حيث يفترض النموذج وجود علاقة إيجابية بين قيمة المؤسسة ونسبة الأسهم المملوكة للمسيرين.

## 4.3.2. نظرية الترتيب الهرمي لمصادر التمويل (Pecking Order Theory)

يعود ظهور هذه النظرية إلى أوائل الستينات حينما أجرى غوردن ودونالدسون (Gordon & Donaldson 1961) دراسة ميدانية على عينة من المؤسسات الأمريكية، توصل من خلالها إلى أن هذه المؤسسات تفضل المصادر الداخلية في تمويل احتياجاتها، ولا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي غير كاف، وفي حال حصول ذلك تبدأ بالمصادر الخارجية الأقل خطرا وهي القروض، ثم الأسهم الممتازة أو السندات القابلة للتحويل، أما الأسهم فلا تلجأ إليها كحل أخير إلا عندما تتأكد أن المؤسسة مقيمة إيجابيا في السوق، وقد تبلورت هذه النظرية أكثر من خلال عدة أبحاث كل من (Myers 1984) و (Williamson 1988) ثم (Myers 1990).

## 5.3.2. نظرية توقيت السوق (Market Timing Theory)

تعتمد هذه النظرية التي وضعها (Baker & Wergler 2002)، على فكرة أن الهيكل التمويلي للمؤسسة في فترة زمنية معينة، ما هو إلا محصلة للقرارات التمويلية التي اتخذت في فترات سابقة، بحسب الظروف التي كانت سائدة في السوق المالية، وعليه فإن المؤسسات لا تلجأ للاقتراض أو إصدار أسهم إلا إذا كانت ظروف السوق ملائمة لذلك، وبالرغم من أن هذه النظرية لا تحدد الطريقة المناسبة لتشكيل الهيكل التمويلي الأمثل داخل المؤسسة، إلا أنها تظهر بعض الخصائص المميزة لسوق رأس المال وظروف الاقتصاد الكلي داخل البلد، والتي من شأنها أن تؤثر على تصميم الهيكل التمويلي للمؤسسات المدرجة في بورصة القيم (حركاتي، 2018، صفحة 219).

## 3. آليات انتقال الأموال داخل النظام المالي

يعتبر النظام المالي حلقة مهمة في اقتصاد أي دولة، فهو يسمح بتحويل الأموال من المتعاملين أصحاب القدرة على التمويل، إلى المتعاملين أصحاب العجز عن التمويل، وتتم هذه العملية إما بصفة مباشرة عن طريق الأسواق المالية أو بصفة غير مباشرة عن طريق الوسطاء الماليين.

## 1.3. تعريف النظام المالي

يعرف النظام المالي على أنه "مجموعة المؤسسات والأسواق المالية، التي يتم من خلالها انتقال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين، أو من المقرضين إلى المقترضين، من خلال كافة الآليات التي تضمن تبادل وحياسة الأصول والأدوات المالية" (مطاوع، 2001، صفحة 2).

## السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية - دراسة حالة مجمع صيدال- (2020-2022)

وعليه، فالنظام المالي هو عبارة عن العلاقة التي تربط بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض والوحدات الاقتصادية ذات العجز، إما بطريقة مباشرة في السوق المالية أو بطريقة غير مباشرة بتدخل مؤسسات الوساطة المالية.

### 2.3. أنواع الأنظمة المالية وفقا لنظام التمويل

يقصد بنظام التمويل الطرق والآليات التي يتم من خلالها انتقال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين، وبناء على ذلك يمكن التمييز بين نوعين من الأنظمة المالية: نظام التمويل غير المباشر أو ما يعرف باقتصاد المديونية، ونظام التمويل المباشر ويتم عن طريق الأسواق المالية.

#### 1.2.3. نظام التمويل غير المباشر

يستند التمويل غير المباشر إلى تدخل الوسطاء الماليين بين المقرض والمقترض، ويتم ذلك من خلال إيداع أصحاب الفوائض المالية لمخزنتهم لدى المؤسسات المالية المتمثلة عادة في البنوك، لتقوم هذه الأخيرة بتحويلها لأصحاب العجز المالي في شكل قروض مصرفية.

❖ **تعريف الوساطة المالية:** تعرف الوساطة المالية على أنها "تلك الهيئات التي تسمح بتحويل التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى تمويل غير مباشر، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز، فتقوم هذه الهيئات بتعبئة الادخارات الخاصة بالأفراد والمؤسسات والقيام بمنح قروض لأطراف أخرى" (الأميري، 2014، صفحة 126).

وتعتبر الوساطة البنكية المثال التقليدي للوساطة المالية، حيث تعمل البنوك التجارية على استقطاب الودائع من الأفراد والمؤسسات، ثم إعادة استخدامها لحسابها الخاص في منح الائتمان والعمليات المالية الأخرى، أي أنها تعمل على وضع فوائض المدخرين تحت تصرف المقترضين.

❖ **التمويل البنكي للمؤسسات الاقتصادية:** تمثل البنوك أحد مصادر التمويل الخارجي للمؤسسة عن طريق الائتمان المصرفي، من أجل تلبية احتياجاتها من رؤوس الأموال، والتي تكون قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، حيث لا يقتصر دور البنوك في هذه الحالة على جمع الودائع ومنح القروض، بل يمتد إلى خلق وسائل تمويلية جديدة عن طريق آلية القروض (أي خلق نقود ثانوية)، وتتميز معظم المؤسسات التي تنشط ضمن نظام الاستدانة بضعف قدرتها على التمويل الذاتي وعدم تمكنها من التدخل على مستوى السوق المالية إن وجدت، مما يجبرها على اللجوء إلى البنوك التجارية وهو ما يعني أنها ستواجه صعوبات في تسديد القروض المتراكمة لمدة طويلة، بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف رؤوس الأموال التي تتحملها (سوامس، 2015، صفحة 259).

ويمكن تقسيم أنواع التمويل البنكي حسب آجال الاستحقاق إلى ثلاثة أقسام:

— **القروض قصيرة الأجل:** هي القروض التي لا تزيد مدتها عن سنة واحدة، وتعتبر من مصادر تمويل الدورة الاستغلالية للمؤسسة، لمواجهة الاختلالات المؤقتة بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة، أو لدفع ضرائب مستحقة.

— **القروض متوسطة الأجل:** هي القروض التي تتراوح مدتها بين سنة وخمس سنوات، والتي غالبا ما تكون مرتبطة بضمانات، إضافة إلى بعض الشروط المتعلقة باستخدام هذه القروض، سقف المديونية، التصرف بالأصول، وتوزيع الأرباح على المساهمين.

- القروض طويلة الأجل: هي قروض تتجاوز مدتها سبع سنوات، تهدف إلى تغطية الاحتياجات التمويلية للمشاريع الاستراتيجية، وعادة ما يتم اللجوء إليها كمصدر للتمويل باعتباره أكثر سرعة من التمويل بالأسهم والسندات، إضافة إلى الميزة الضريبية للاقتراض وعدم تأثيره على المركز التنافسي لكبار المساهمين في المؤسسة.
- ومهما كان نوع الائتمان فإن الهدف منه هو تمويل المؤسسات الاقتصادية والنهوض بها على المستوى الجزئي، وبالتالي تمويل التنمية الاقتصادية على المستوى الكلي، وهذا ما ساهم به النظام المصرفي الجزائري من خلال مؤسساته المتمثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية والبنوك المتخصصة.
- ❖ نظام التمويل المباشر: يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض والمقترض دون تدخل الوسطاء الماليين، حيث تقوم الوحدات ذات العجز (المقترضون) بإصدار أصول مالية من أسهم وسندات، وبيعها للوحدات ذات الفائض (المقرضون) وتتم هذه العملية في إطار السوق المالية، إذن، أساس نظام التمويل المباشر هي الأسواق المالية.
- ❖ تعريف السوق المالية وأقسامها: تعرف السوق المالية على أنها: "نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إذ يمكنهم إتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة أو المؤسسات العاملة في هذا المجال، إما داخل السوق أو خارجها باستخدام شبكات ووسائل الاتصال الفعالة" (عصام، 2010، صفحة 17).
- فالسوق المالية هي الإطار الذي يجمع بين أصحاب القدرة على التمويل وأصحاب الحاجة إلى التمويل، بما يمكن من تجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة استثمارها.
- وتقسم السوق المالية بناء على عدة أسس ومن زوايا مختلفة، إلا أنها ورغم تقسيماتها تبقى الأسواق المالية متداخلة ومن الصعب الفصل بين أنواعها، فحسب طبيعة الأوراق المالية المتداولة فيها تقسم إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية:
- السوق الأولية (Primary Market): وتعرف كذلك بسوق الإصدار، وهي "السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة أو التوسع في رأس مال الشركات في صورة أوراق مالية" (أبوموسى، 2005، صفحة 25).
- السوق الثانوية (Secondary Market): يقصد بالسوق الثانوية السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، أو هي السوق التي يتم فيها تداول الأسهم والسندات بين المستثمرين، ويطلق على هذه السوق اسم البورصة أو سوق الأوراق المالية.
- ❖ أدوات التمويل في السوق المالية
- توفر السوق المالية مجموعة من الأدوات التمويلية للمؤسسات الاقتصادية، وتمثل هذه الأدوات ما يعرف بالأوراق المالية من أسهم وسندات وأوراق هجينة.
- الأسهم (Shares): تعرف الأسهم على أنها "صكوك أو وثائق متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة، قابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها" (الزحيلي، 2016، صفحة 8).
- السندات (Bonds): عبارة عن "صك مديونية على الجهة التي أصدرته، قابل للتداول، ويحصل حامله على سعر فائدة ثابت خلال مدة استحقاقه، على أن يسترد قيمة السند عند ميعاد استحقاقه" (شيخة، 2021، صفحة 77).

## السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية - دراسة حالة مجمع صيدال- (2020-2022)

المشتقات المالية (Financial Derivatives): هي "عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع، وغيرها). لينشأ عن تلك العقود أدوات استثمارية مشتقة، وذلك ضمن إطار ما يسمى بالهندسة المالية" (مطر، 1999، صفحة 262).

### 4. تمويل المؤسسة بين نظام المديونية ونظام الأسواق المالية

يعود التمييز بين اقتصاديات المديونية واقتصاديات الأسواق المالية إلى الاقتصادي John HICKS في كتابه (The Crisis in Keynesian Economics) سنة 1974، والذي يصنف فيه الأنظمة المالية حسب معيار طرق تمويل الوحدات الاقتصادية إلى:

#### 1.4 اقتصاديات المديونية

يعرف هذا النوع من الاقتصاديات بهيمنة التمويل غير المباشر، ويعتمد فيه على النظام المصرفي لتمويل الاقتصاد، وتتميز بمجموعة من الخصائص أهمها (BENHALIMA, 1997, p. 72):

- الاعتماد على القروض في تمويل النشاط الإنتاجي، بسبب ضعف معدل التمويل الذاتي وضيق سوق رأس المال؛
- توسع دور البنوك إلى إنشاء وسائل تمويلية جديدة؛
- تحديد معدلات الفائدة بشكل إداري، بعيدا عن قوى السوق (يحددها البنك المركزي في إطار سياسة إعادة الخصم)؛
- وجود مستوى مزدوج من المديونية: مديونية المؤسسات تجاه البنوك، ومديونية البنوك تجاه البنك المركزي؛
- إنشاء النقود في هذا النظام يعد متغيرا داخليا، حيث أن المقابل الأساسي لإصدار النقود هو طلبات الائتمان المقدمة من طرف الأعوان لتحقيق مستوى معين من النشاط في القطاع الحقيقي.

#### 2.4 اقتصاديات الأسواق المالية

يعتمد هذا النوع من الاقتصاديات على التمويل المباشر عن طريق الأسواق المالية، وذلك باستخدام الأدوات المالية من أسهم وسندات، عوضا عن الاستدانة من النظام البنكي الذي يؤدي دورا مساعدا فقط في هذا النظام، ويتميز بمجموعة من الخصائص أهمها (BENHALIMA, 1997, pp. 74-75):

- استقلال كبير في الأسواق المالية، ويتم التمويل في ظل هذه الاقتصاديات عن طريق التعامل في الأصول المالية التي تصدرها المؤسسات أو الدولة، والقابلة للتداول في السوق الثانوية، والتي يتم من خلالها تحويل الفوائض المالية؛
- ارتفاع معدل التمويل الذاتي للمؤسسات غير المالية، ويكون دافعها لدخول الأسواق المالية هو إيجاد الموارد التكميلية؛
- اقتصار دور الوسطاء الماليين على تحويل آجال استحقاق الموارد المجمعة من الجمهور، وليس إنشاء وسائل الدفع؛
- اللجوء إلى إعادة التمويل نادر جدا، ولا يتدخل البنك المركزي إلا إذا هدد كيان النظام البنكي؛
- إمكانية حصول الوسطاء الماليين على التمويل بإصدار الأصول المالية في سوق المال، كما يمكن للخزينة العمومية تمويل عجزها عن طريق السوق المالية؛
- تحقيق اقتصاد السوق المالي سيادة المنافسة الحرة وتفاعل العرض والطلب لتحديد سعر الفائدة، هذا الأخير الذي يعبر عن سعر التوازن بين العرض والطلب على رؤوس الأموال وكذلك تكلفة الموارد؛
- اعتماد الإصدار النقدي على عوامل خارجية: المديونية العمومية، العملات الأجنبية والذهب.

مما سبق، يمكن القول أن السلوك التمويلي للمؤسسة يتأثر بنوعية النظام المالي السائد وبدرجة تطوره، فهناك تباين بين السياسة التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الناشئة في ظل اقتصاد المديونية وبين نظيرتها في اقتصاد الأسواق المالية، لكن ورغم تباين خصائص كل من نظامي المديونية والأسواق المالية، وأثر كل منهما على السلوك التمويلي للمؤسسات، إلا أنه يبقى من الضروري حدوث تكامل بين القطاع المصرفي وسوق رأس المال، لتحقيق كفاءة أكبر للاستثمار.

### 5. تحليل خصوصية النظام المالي الجزائري في ظل الدور الثانوي لبورصة الجزائر

يصنف الاقتصاد الجزائري ضمن اقتصاديات المديونية، نظرا لهيمنة نظام التمويل غير المباشر للمؤسسات الاقتصادية، في مقابل الدور الهامشي لبورصة الجزائر.

#### 1.5. تحليل خصائص الجهاز المصرفي

من خلال الفصل الخامس لتقرير بنك الجزائر السنوي لسنة 2022، والمتعلق بالوساطة المصرفية والبنية التحتية للقطاع المصرفي، يمكن استخلاص بعض المؤشرات التي تدل على استجابة النظام المالي الجزائري لاقتصاد المديونية.

#### 1.1.5. هيكل القطاع المصرفي الجزائري

عرفت سنة 2022 دخول بنك جديد حيز الخدمة، وهو البنك الوطني للإسكان، الذي تم اعتماده في 29 ديسمبر 2022، ليصبح عدد البنوك والمؤسسات المالية 28 بنكا ومؤسسة مالية، من بينها 12 بنكا يقدم منتجات وخدمات تابعة للتمويل الإسلامي. وتتوزع المصارف والمؤسسات المالية حسب طبيعة نشاطها على النحو التالي:

— سبعة (07) بنوك عمومية؛

— ثلاثة عشر (13) بنكا خاصا برأس مال أجنبي، منها بنك ذورأس مال مختلط؛

— مؤسستان (02) ماليتان عموميتان؛

— خمسة (05) مؤسسات متخصصة في الإيجار المالي من بينها ثلاثة (03) عمومية؛

— تعاضدية (01) واحدة للتأمين الفلاحي، معتمدة للقيام بالعمليات المصرفية والتي اتخذت في نهاية 2009 صفة مؤسسة مالية.

أما من حيث عدد الوكالات، فإنه وبنهاية 2022 بلغت شبكة المصارف في الجزائر 1626 وكالة، منها 1226 وكالة تابعة للمصارف العمومية، و400 وكالة تابعة للمصارف الخاصة، وبالنسبة للمؤسسات المالية فقد بلغ عدد وكالاتها 99 وكالة.

حسب المعطيات السابقة، يظهر اتساع شبكة النظام المصرفي الجزائري لتغطي كافة ربوع الوطن، مع السيطرة المطلقة لشبكة المصارف العمومية بنسبة 75%، مقابل 25% لشبكة المصارف الخاصة والتي تنحصر في الولايات الشمالية.

#### 2.1.5. تقييم الموارد المجمعة

شهد نشاط المصارف في تجميع الموارد انتعاشا سنتي 2021 و 2022 على التوالي، مقارنة بسنة 2020، ويفسر هذا الانتعاش باستئناف غالبية الأنشطة الاقتصادية بعد رفع القيود المفروضة خلال سنة 2020 بسبب أزمة الوباء.

السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية  
- دراسة حالة مجمع صيدال- (2022-2020)

جدول 1: تطور الموارد المجمعة من طرف المصارف (2022-2018)

(الوحدة: مليار دينار)

2022	2021	2020	2019	2018	
14 530.4	12 484.9	10 756.0	10 639.5	10 922.7	مجموع الودائع المجمعة
86.51	84.61	84.71	85.32	86.24	حصة المصارف العمومية (%)
13.49	15.39	15.29	14.68	13.76	حصة المصارف الخاصة (%)

المصدر: التقرير السنوي للتطور الاقتصادي والنقدي في الجزائر 2022، ص 55.

من الجدول أعلاه، يظهر توفر الجهاز المصرفي الجزائري على موارد مالية هامة، تمكنه من أن يكون وسيطا ماليا في عملية تمويل الاقتصاد، كما أن المصارف العمومية تستقطب حوالي 85% من إجمالي الودائع البنكية، مقابل 15% للمصارف الخاصة، ويرجع ذلك إلى ارتفاع ادخار المؤسسات العمومية العاملة في قطاع المحروقات على مستوى البنوك العمومية بالدرجة الأولى، إضافة إلى فقدان الثقة في البنوك الخاصة بعد أزمة إفلاس بنك الخليفة والبنك الصناعي والتجاري سنة 2003.

### 3.1.5. طبيعة القروض المقدمة

تضمن المصارف العمومية تقريبا كل التمويل المباشر للقطاع الاقتصادي، وبحسب آجال الاستحقاق، يشير هيكل القروض إلى أنه في نهاية سنة 2022 بلغت القروض الممنوحة على المدى متوسط والطويل نسبة 61.4% من إجمالي القروض، مقابل نسبة 38.6% من القروض الممنوحة على المدى القصير.

جدول 2: تصنيف القروض المقدمة (2022-2018)

(الوحدة: مليار دينار)

2022	2021	2020	2019	2018	
3 903.1	3 515.0	3 203.7	3 011.1	2 687.1	القروض قصيرة الأجل
6 209.2	6 321.7	7 976.5	7 844.6	7 287.0	القروض طويلة ومتوسطة الأجل
10 112.3	9 836.6	11 180.2	10 855.6	9 974.0	مجموع القروض الممنوحة
4 350.7	4 262.6	5 793.3	5 636.6	4 944.2	القروض الموجهة للقطاع العمومي
5 761.6	5 574.0	5 386.9	5 219.1	5 029.9	القروض الموجهة للقطاع الخاص

المصدر: التقرير السنوي للتطور الاقتصادي والنقدي في الجزائر 2022 ص 60، 61.

من الجدول أعلاه، يتضح التطور المستمر لمساهمة النظام المصرفي في تمويل النشاط الاقتصادي، سواء من حيث القروض المقدمة للقطاع العمومي أو القروض المقدمة للقطاع الخاص، أما من حيث مدة القرض، فتشكل القروض طويلة ومتوسطة الأجل الحصة الأكبر من القروض الممنوحة، وهو ما يعكس دور الجهاز المصرفي في تمويل المشاريع الاستثمارية للمؤسسات العمومية بتغطية من الخزينة العمومية.

### 2.5. تحليل الدور الثانوي لبورصة الجزائر

ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر مع برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988، وقد مرت بعدة مراحل بداية من سنة 1990 إلى غاية افتتاحها بتاريخ 13 سبتمبر 1999. وقد عرفت منذ نشأتها عدة محاولات لإصلاحها وتفعيل دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، وكان آخر هذه الإصلاحات صدور النظام العام الجديد لبورصة القيم المنقولة رقم 04-23 المؤرخ

في 25 أكتوبر 2023 في الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 25 جانفي 2024، ليحل محل النظام 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997.

### 1.2.5. تنظيم بورصة الجزائر

- بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين، من بينهم (الموقع الرسمي لبورصة الجزائر):
- ❖ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB): وتمثل سلطة السوق المالي الساهرة على ضمان احترام أنظمة البورصة سارية المفعول وحماية المدخرين:
- ❖ شركة تسيير بورصة القيم (SGBV): المعروفة عامة باسم بورصة الجزائر، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة، وتمثل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة، تنظيم جلسات التداول، تسيير نظام التسعيرة، ونشر المعلومات والإحصاءات المتعلقة بالبورصة.
- ❖ الوسطاء في عمليات البورصة (IOB): هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساسا حول القيم المنقولة، ويتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها،
- ❖ المؤتمر المركزي: الذي ينشط تحت اسم "الجزائر للمقاصة"، وهو عبارة عن شركة ذات أسهم تتمثل مهمتها في ضمان حفظ السندات المالية المصدرة، إدارة الحسابات الجارية المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC)، إنجاز معاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، ونزع الصفة المادية عن السندات وترميزها وفقا للمعايير الدولية،
- ❖ ماسكو الحسابات - حافظو السندات (TCC): هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تمتلك صفة الوسطاء في عمليات البورصة، وتوفر للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية؛
- ❖ هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM): وتتألف من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV) والصناديق المشتركة للتوظيف (FCP) وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين.

### 2.2.5. أسواق بورصة الجزائر

- تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة ما يلي (الجريدة الرسمية ، 2024):
- ❖ سوق سندات رأس المال: تتكون من قسمين:
  - القسم الرئيسي: يقتصر فيه التداول على سندات رأس المال الصادرة عن شركات المساهمة التي تبلغ رسميتها خمسة ملايين دينار (5 000 000 000 دج) كحد أدنى، وتوزع على الجمهور سندات رأس مال تعادل مليار دينار (1 000 000 000 دج) كحد أدنى موزعة على مائة وخمسين (150) مساهما كأقصى تقدير يوم الإدخال.
  - قسم النمو: يقتصر فيه التداول على سندات رأس المال الصادرة عن شركات المساهمة - بغض النظر عن رسميتها- التي توزع على الجمهور سندات رأس مال تعادل عشرة ملايين دينار (10 000 000 دج) كحد أدنى موزعة على ما لا يقل عن خمسين (50) من المساهمين، أو المستثمرين المحترفين (المستثمرين المؤسسيين أو المستثمرين المؤهلين).

## السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية - دراسة حالة مجمع صيدال- (2020-2022)

- ❖ سوق سندات الدين: وتتكون هي الأخرى من قسمين:
  - القسم الممتاز: يتم فيه تداول سندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية بغض النظر عن مبلغ الإصدار، والسندات التي تصدرها الهيئات العمومية وشركات المساهمة وتبلغ أو تفوق مليار دينار (1 000 000 000 دج) يوم الإدخال.
  - القسم الناشئ: تتداول فيه سندات الدين الصادرة عن الهيئات العمومية وشركات المساهمة، التي يقل رصيدها إصدارها عن مليار دينار (1 000 000 000 دج) يوم الإدخال.
- ❖ سوق السندات الصادرة عن هيئات التوظيف الجماعي: من أسهم وحصص وصكوك.
- ❖ سوق المستثمرين المحترفين: مخصصة لسندات رأس المال وسندات الدين والسندات التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي، ويتم تداولها لحساب المستثمرين المحترفين.
- ❖ سوق سندات الخزينة: يقتصر قبول التداول فيها على سندات الخزينة المماثلة التي يتم تداولها من قبل المتخصصين في سندات الخزينة.

### 3.2.5. تقييم أداء بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات

- يتم تقييم أداء البورصة وفق مجموعة من المعايير، أهمها معيار حجم السوق الذي يقاس بمؤشرين هما:
- ❖ عدد المؤسسات المدرجة: والذي يدل على التطور السريع للسوق ومؤشرا على اتساعها، فكلما زاد عدد المؤسسات المدرجة كلما زادت الاستثمارات وبالتالي زيادة كفاءة وفعالية السوق، والعكس صحيح؛
  - ❖ معدل الرسملة: أو القيمة السوقية، وهي حاصل ضرب عدد الأسهم المصدرة من قبل مؤسسة ما في السعر السوقي للسهم، أي هي قيمة المؤسسة في السوق، أما بالنسبة للسوق فإن رسملتها هي مجموع قيم المؤسسات المدرجة بها، وتستعمل نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي للتعبير عن مدى سعة السوق وقدرتها على تعبئة المدخرات المتاحة (جبار، 2008).

جدول 3: تقييم أداء بورصة الجزائر وفق معيار حجم السوق (2018-2022)

2022	2021	2020	2019	2018	
4	4	5	5	6	عدد المؤسسات المدرجة
67.42	45.64	42.88	44.778	43.93	الرسملة البورصية (مليار دج) ... ①
27 688.8	22 079.3	18 476.9	20 500.2	20 393.3	الناتج المحلي الإجمالي (مليار دج) ... ②
0.24%	0.20%	0.23%	0.21%	0.21%	معدل الرسملة ... ①=②

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على تقارير بورصة الجزائر، والتقارير السنوي للتطور الاقتصادي والنقدي في الجزائر 2022.

منذ الانطلاقة المحتشمة لبورصة الجزائر بثلاث مؤسسات (الرياض سطيف، صيدال، سوناطراك)، ورغم مرور أكثر من 20 سنة من النشاط، إلا أن عدد المؤسسات المدرجة بها بقي يتراوح بين 5 و6 مؤسسات، ويتعلق الأمر تقريبا بنفس المؤسسات التي تنسحب وتعود مرة أخرى، وبدل ذلك على عدم فعاليتها في التمويل المباشر للمؤسسات الاقتصادية، أما بالنسبة لمعدل رسملة البورصة الذي يقترب من الصفر على مدى سنوات الدراسة، فإنه مؤشر على شبه انعدام مساهمة بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني وعدم استيعابها لحجمه.

## 4.2.5. مستجدات الإطار القانوني لبورصة الجزائر

تعززت جهود إصلاح بورصة الجزائر بصدور النظام العام الجديد لبورصة القيم المنقولة، رقم 04-23 المؤرخ في 25 أكتوبر 2023، في الجريدة الرسمية رقم 05 الصادرة بتاريخ 25 جانفي 2024، ليعوض النظام 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، ويأتي ذلك في إطار مساعي السلطات العمومية من أجل تنويع الاقتصاد الوطني بتوفير مصادر تمويل جديدة، وحرص لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على تطوير سوق القيم المنقولة في الجزائر، واستقطاب المستثمرين المحليين والمتعاملين الاقتصاديين، وحسب البيان الذي نشرته لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، يتضمن هذا النظام جملة من المستجدات، أهمها:

- اعتماد تنظيم جديد للتسعيرة الرسمية لبورصة القيم، يتكون من خمسة أسواق؛
  - تبسيط إجراءات الإدراج على مستوى هذه الأسواق وشروط القبول فيها، خاصة فيما تعلق بإلغاء شرط نسبة 20% من رأس المال المفتوح وتعويضه بقيمة 1 مليار دينار على الأقل، إضافة إلى اعتماد شرط رسملة الشركة والتي يجب أن تعادل على الأقل 5 مليار دينار، بدلا من شرط بلوغ رأس المال الاجتماعي 500 مليون دينار المعتمد سابقا، والذي كان يشكل عائقا أمام الشركات ذات الأصول الكبيرة مقارنة برأس مالها الاجتماعي؛
  - استحداث قسم "للنمو" مخصص للمؤسسات الناشئة والشركات الصغيرة والمتوسطة، بشرط وحيد للإدراج فيه وهو فتح رأس المال في حدود 10 ملايين دينار فقط، بغض النظر عن رأس المال الاجتماعي أو قيمة الشركة؛
  - تبسيط شروط الإدراج في سوق سندات الدين خاصة فيما تعلق بالحد الأدنى للمبلغ المصدور.
- كما تهدف هذه المستجدات إلى تحسين شفافية وكفاءة سوق القيم المنقولة في الجزائر، وتوسيع قاعدة المستثمرين فيها، وزيادة جاذبيتها للشركات الراغبة في الحصول على تمويلات بديلة وتنويع مصادر تمويلها. وتعتزم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مستقبلا تنظيم أيام إعلامية لفائدة المتعاملين الاقتصاديين وأرباب العمل، من أجل شرح مضامين هذا النظام وإبراز مزايا التمويل عبر بورصة الجزائر بموجب هذه الترتيبات الجديدة.
- تجدر الإشارة إلى أن صدور هذا النظام قد تزامن مع عملية فتح رأس مال القرض الشعبي الجزائري بنسبة 30% عبر بيع الأسهم في البورصة، والتي تحصل من خلالها البنك على تأشيرة اللجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتاريخ 18 جانفي 2024، وتعتبر هذه العملية أولى خطوات الإصلاح المالي والمصرفي في الجزائر.

## 6. تحليل السلوك التمويلي لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2020 - 2022)

يهدف تحليل السلوك التمويلي للمجمع، لا بد من استعراض الموارد التمويلية المعتمدة، إلى جانب تحليل الهيكل التمويلي باستخدام مؤشرات التوازن المالي ونسب التمويل.

## 1.6. نشأة وتطور مجمع صيدال وإدراجه في بورصة الجزائر

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري، وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين وحدتي (BIOTIC) و (PHARMAL) (في سنة 1971 ثم 1975). وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982، وكانت مهمتها هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وتزويد السوق الجزائرية بشكل كاف ومنظم، لتقوم هذه الشركة بتغيير اسمها سنة 1985 لتصبح "صيدال".

## السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية - دراسة حالة مجمع صيدال- (2022-2020)

وبموجب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم، وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكّنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة.

في فيفري 1999، قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله بنسبة 20% عن طريق العرض العلني للبيع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم، وفي سبتمبر 1999، وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية، وقدر مبلغ الإدراج بـ 800 دينار جزائري (الموقع الرسمي لبورصة الجزائر).

### 2.6. تحليل الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2020 - 2022)

يتمثل الهيكل التمويلي لأي مؤسسة في جانب الخصوم من الميزانية، ويتكون من الأموال الخاصة وتشمل جميع الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المساهمين نقداً أو عيناً، بالإضافة إلى الاحتياطات والأرباح المحتجزة؛ والديون التي تتمثل في الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المقرضين، سواء كانت قصيرة أو متوسطة وطويلة الأجل.

#### جدول 4: الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2020 - 2022)

الوحدة: دج.

%	2022	%	2021	%	2020	
42	18 965 371 886.37	51	22 912 568 215.05	55	22 234 554 786.95	الأموال الخاصة
35	15 611 894 410.45	34	15 176 645 177.27	30	12 054 977 890.45	الديون طويلة الأجل
23	10 303 534 002.92	15	6 722 272 240.35	15	6 398 017 799.03	الديون قصيرة الأجل
100	44 880 800 299.74	100	44 811 485 632.67	100	40 687 550 476.43	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

من الجدول أعلاه، يتبين أن نسبة الأموال الخاصة تتراوح بين 51% و 55% من الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال سنتي 2020 و 2021، إلا أنها انخفضت إلى 42% خلال سنة 2022 بسبب النتيجة السالبة المحققة، كما تبين الميزانيات المالية أن هذه الأموال الخاصة تشكل أساساً من الاحتياطات، إلى جانب رأس المال الاجتماعي المقدّر بـ 2 500 000 000 دج موزع على 10 ملايين سهم بقيمة 250 دج للسهم، تعود ملكية 80% منها للمؤسسة العمومية القابضة للكيميا والصيدلة فيما تم إدراج 20% المتبقية في بورصة الجزائر للمستثمرين من المؤسسات والأشخاص. أما بالنسبة لمديونية المجمع، فإن نسبة الديون طويلة الأجل تتراوح بين 60% و 69% من مجموع الديون، وهو ما يعني اعتماد المجمع على الأموال الدائمة وتفسير ذلك هو طبيعة النشاط الصناعي وما يتطلبه من استثمارات ضخمة.

## 1.2.6. تحليل الهيكل التمويلي للمجمع باستخدام مؤشرات التوازن المالي

يفترض التوازن المالي تغطية الأصول طويلة الأجل بالموارد المالية طويلة الأجل، في المقابل يجب تمويل الأصول الجارية بـموارد مالية قصيرة الأجل، وتمثل مؤشرات التوازن المالي في رأس المال العامل الإجمالي، احتياج رأس المال العامل والخزينة.

## جدول 5: مؤشرات التوازن المالي لمجمع صيدال خلال الفترة (2020 – 2022)

الوحدة: دج

2022	2021	2020	
34 577 266 296.82	38 089 213 392.32	34 289 532 677.40	الأموال الدائمة
25 740 174 924.21	26 393 386 486.04	25 802 976 942.60	الأصول الثابتة
<b>8837091372.61</b>	<b>11695826906.28</b>	<b>8486555734.80</b>	رأس المال العامل الإجمالي ①
13 525 682 565.15	13 155 860 300.94	10 575 183 512.33	الاحتياجات الدورية
10 303 534 002.92	6 367 377 409.72	5 476 007 533.73	الموارد الدورية
<b>3 222 148 562.23</b>	<b>6 788 482 891.22</b>	<b>5 099 175 978.60</b>	احتياج رأس المال العامل ②
<b>810.38 942 614 5</b>	<b>4 907 344 015.06</b>	<b>3 387 379 756.20</b>	الخزينة (① - ②)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع

من خلال مؤشرات التوازن المالي الخاصة بمجمع صيدال يتبين ما يلي:

- مؤشر رأس المال العامل الإجمالي موجب على مدى السنوات الثلاث، وهو ما يشير إلى قدرة المجمع على تمويل الاحتياجات طويلة الأجل بالموارد الدائمة، مع تحقيق هامش أمان مالي يمكنه من تمويل احتياجات أخرى؛
- مؤشر احتياج رأس المال العامل موجب هو الآخر على مدى فترة الدراسة، وهو ما يعني تفوق احتياجات دورة الاستغلال على مواردها، وبالتالي حاجة المؤسسة إلى التمويل قصير الأجل أو التمويل الاستثنائي برأس المال العامل؛
- مؤشر الخزينة موجب، وهو ما يعني وجود توازن مالي بين رأس المال العامل واحتياج رأس المال العامل، أي أن رأس المال العامل يغطي كليا احتياجات دورة الاستغلال ويسمح بتوليد خزينة موجبة، إلا أنه ينبغي تسيير الخزينة بشكل أفضل، من أجل تفادي الوقوع في مشكل تجميد السيولة.

## 2.2.6. تحليل الهيكل التمويلي للمجمع باستخدام نسب التمويل

تمثل أهم نسب التمويل في نسبة التمويل الدائم، نسبة التمويل الخاص، نسبة المديونية ونسبة الاستقلالية المالية.

## جدول 6: أهم نسب التمويل لمجمع صيدال خلال الفترة (2020 – 2022)

النسبة	العلاقة	2020	2021	2022	النسبة المعيارية
نسبة التمويل الدائم	الأموال الدائمة / الأصول الثابتة	133%	144%	134	يجب أن تتجاوز 100%
نسبة التمويل الخاص	الأموال الخاصة / الأصول الثابتة	86%	87%	74%	يستحسن أن تتجاوز 100%
نسبة المديونية	الديون / مجموع الأصول	45%	49%	58%	يستحسن أن لا تتجاوز 67%
نسبة الاستقلالية المالية	الأموال الخاصة / الديون	120%	105%	73%	يستحسن أن تتجاوز 100%

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

من خلال نسب التمويل يمكن استنتاج مجموعة من النقاط أهمها:

## السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية - دراسة حالة مجمع صيدال- (2020-2022)

- نسبة التمويل الدائم: تفوق النسبة المعيارية وهي في نمو مستمر على مدى فترة الدراسة، ويدل ذلك على التغطية الكاملة للأصول الثابتة بالأموال الدائمة، مع توفير هامش أمان يتمثل في رأس المال العامل؛
- نسبة التمويل الخاص: تتراوح بين 74% و 87%، أي أنها منخفضة نوعاً ما، ويعبر ذلك عن عدم كفاية الأموال الخاصة لتغطية الأصول الثابتة، وبالتالي الحاجة إلى استخدام الديون في تغطيتها؛
- نسبة المديونية: لا تتجاوز النسبة المعيارية، وهو ما يدل على اعتماد المجمع على التمويل الخارجي بعقلانية، وهو ما يعني انخفاض الأعباء الثابتة الناجمة عن الاقتراض وانخفاض المخاطر التي قد يتعرض لها الدائنون؛
- نسبة الاستقلالية المالية: تفوق النسبة المعيارية خلال سنتي 2020 و 2021، إلا أنها في انخفاض حتى بلغت 73% خلال سنة 2022، وذلك بسبب انخفاض الأموال الخاصة مقابل ارتفاع الديون قصيرة الأجل.

### 3.2.6. النظريات المفسرة للسلوك التمويلي لمجمع صيدال

- بإسقاط أهم النظريات المفسرة للسلوك التمويلي على مجمع صيدال، يمكن التوصل إلى الاستنتاجات التالية:
- تتراوح نسبة مديونية المجمع خلال فترة الدراسة بين 45% و 58%، أي أن الديون تمثل حوالي نصف المصادر التمويلية للمؤسسة، وهذا ما يتوافق مع نظرية مودigliاني وميلر فيما يخص الاستفادة من ميزة الوفورات الضريبية من خلال الاعتماد على الاقتراض كمصدر للتمويل، ويرجع ذلك إلى حجم المؤسسة ووضعيتها المالية الجيدة، التي تمكنها من الحصول على القروض بكل سهولة؛
  - حسب نظرية التوازن، فإن الهيكل التمويلي الأمثل هو الذي يعظم قيمة المؤسسة، ويحقق التوافق بين الاستفادة من ميزة الوفورات الضريبية الناجمة عن الاستدانة من جهة، وبين ارتفاع تكاليف الإفلاس والوكالة بسبب الإفراط في الاستدانة من جهة أخرى، وبالنظر إلى الوضعية المالية الجيدة لمجمع صيدال، فإنه يمكن القول أنه بعيد عن خطر الإفلاس رغم ارتفاع نسبة مديونيته، وبالمقابل، فإن فرضية تأثير سلوك المسيرين على نسبة الاقتراض مستبعدة، باعتبار ملكية الدولة للمجمع، وخضوع قراراته لتوصيات الحكومة، وهو ما يحول دون تحقيق فرضيات نظرية الوكالة. وبالتالي فنظرية التوازن لا تفسر السلوك التمويلي لمجمع صيدال؛
  - حسب نظرية الترتيب الهرمي لمصادر التمويل، فإن المؤسسات تفضل المصادر الداخلية في تمويل احتياجاتها، ولا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي غير كاف، وفي حال حصول ذلك تبدأ بالمصادر الخارجية الأقل خطراً وهي القروض، ثم إصدار الأسهم كحل أخير، ويتوافق ذلك مع السياسة التمويلية لمجمع صيدال، خاصة فيما يتعلق بإصدار الأسهم؛
  - أما فيما يخص نظريتي الإشارة وتوقيت السوق، فمن الصعب إسقاط فرضياتهما على السلوك التمويلي لمجمع صيدال، بسبب عدم وجود سوق مالية متطورة وذات كفاءة.

## 7. تحليل النتائج

يتمثل السلوك التمويلي للمؤسسة في مختلف القرارات التي من شأنها تحديد مديان استخدامها للقروض، في ظل سعيها نحو تحقيق الهيكل التمويلي الأمثل، ويتأثر بالظروف الداخلية والخارجية للمؤسسة، إذ يعتبر النظام المالي السائد ودرجة تطوره من أهم المحددات الخارجية للهيكل التمويلي، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى.

ويعتبر النظام المالي حلقة وصل بين عارضي وطالبي رؤوس الأموال، ويكون ذلك إما بطريقة مباشرة عن طريق الأسواق المالية، أو غير مباشرة عن طريق الجهاز المصرفي، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

أما بالنسبة للسلوك التمويلي لمجمع صيدال، فإنه يعتمد بشكل كبير على المديونية رغم كونه مؤسسة مدرجة في البورصة منذ أكثر من عشرين سنة، وهذا ما يتعارض مع الفرضية الثالثة.

## 8. خاتمة:

من خلال هذه الدراسة التحليلية للسلوك التمويلي لمجمع صيدال في ظل الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد الأسواق المالية، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- يعتبر النظام المالي مصدرا لتمويل المؤسسات الاقتصادية، من خلال تحويل الأموال من وحدات الادخار إلى وحدات الاستثمار، إما عن طريق القروض البنكية أو عن طريق أدوات السوق المالية؛
- يتأثر السلوك التمويلي للمؤسسة بنوعية النظام المالي السائد وبدرجة تطوره، فرغم ظهور بورصة الجزائر كمحاولة للانتقال من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية، إلا أنه بقي انتقالا اسميا فقط في ظل سيادة التمويل غير المباشر للمؤسسات الاقتصادية عن طريق البنوك؛
- تبقى بورصة الجزائر غير قادرة على إحداث انتقال حقيقي إلى اقتصاد الأسواق المالية، بالنظر إلى ضعف عدد المؤسسات المدرجة بها وشبه انعدام معدل الرسملة البورصية، بالإضافة إلى انحصار الأدوات المالية المتداولة فيها بين الأسهم العادية وسندات الدين؛
- رغم إدراج مجمع صيدال في بورصة الجزائر منذ أكثر من عشرين سنة، إلا أن ذلك لم يؤثر على السلوك التمويلي للمجمع، حيث يعتمد على مزيج من الأموال الخاصة والتي تتكون بشكل أساسي من الاحتياطات، إلى جانب القروض البنكية.

على ضوء النتائج المتوصل إليها، يمكن القول أنه لا بد من تفعيل دور بورصة الجزائر من أجل إحداث تكامل بين القطاع البنكي والسوق المالية، وذلك من خلال الإسراع في تجسيد الإصلاحات المعلن عنها مع مطلع سنة 2024.

# السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية

## - دراسة حالة مجمع صيدال- (2020-2022)

### 9. قائمة المراجع:

- 1- عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، داراليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 2- أوجين بريغهام وميشيل إيرهاردت، الإدارة المالية (النظرية، والتطبيق العملي)، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 3- محمد ساحل، التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2019.
- 4- فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية (إطار نظري ومحتوى عملي)، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012.
- 5- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 6- نبيل حرکاتي، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009 – 2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، المجلد 18، العدد 1، ديسمبر 2018.
- 7- سعيد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى للنشر، المنصورة، مصر، 2001.
- 8- وليد حميد رشيد الأميري، المسؤولية الاجتماعية للمصارف الخاصة (في إطار العلاقة بين رأس المال الفكري ورأس المال التمويلي)، داراليازوري، عمان، الأردن 2014.
- 9- رضوان سوامس، العلاقة بين البنك والمؤسسة في ظل الانتقال من نمط الاستدانة إلى نمط الأسواق المالية – حالة بورصة الجزائر، مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، العدد 42، جوان 2015.
- 10- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 11- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترف للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة 1، 2005.
- 12- وهبة الزحيلي، بيع الأسهم بين الأصالة والمعاصرة، دار المكتبي للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، الشارقة، القاهرة، الطبعة 2، 2016.
- 13- محمد غياث شيخة، الاستثمار (المبادئ – الأدوات – المخاطر والتقييم)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 2021، الطبعة 1.
- 14- حمد مطر، أدوات الاستثمار: الإطار النظري والأدوات العملية، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 1999.
- 15- Ammour BENHALIMA, la monnaie et la régulation monétaire en Algérie, édition : DAHLEB, Algérie, 1997.
- 16- التقرير السنوي للتطور الاقتصادي والنقدي في الجزائر 2022.
- 17- منشورات بورصة الجزائر <https://www.sgbv.dz/ar/?page=document&doc=5> تاريخ الاطلاع: 2024/03/30.
- 18- محفوظ جبار، أداء بورصة الجزائر: الواقع والآفاق، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، العدد 17، المجلد 1، 2008.
- 19- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-23 المؤرخ في 2023/10/25، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، العدد 5 الصادرة بتاريخ 2024/01/25.
- 20- القوائم المالية لمجمع صيدال 2020، 2021، 2022، من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر [https://www.sgbv.dz/?page=info\\_cote&lang=fr](https://www.sgbv.dz/?page=info_cote&lang=fr)