

جامعة عبد الحميد ابن باديس - مستغانم -  
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي

تخصص : بنوك وأسواق مالية

الموضوع :

## البورصة كوسيلة لتقييم مردودية المؤسسة

دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية وكالة مستغانم

تحت اشراف الأستاذ :

- بن حمو عبد الله -

من اعداد الطالبة :

❖ ايمان بن علي

لجنة المناقشة :

أ. بن زيدان ياسين ..... أستاذ مساعد ..... قسم علوم التسيير ..... رئيسا  
أ. بن حمو عبد الله ..... " ..... " ..... مقرا  
أ. بلعياشي بومدين غوتي ..... " ..... العلوم الاقتصادية ..... مناقشا

السنة الجامعية : 2014-2015

## إهداء

أهـدي هذا العمل المتواضع ..

إلى التي رأيت قلبها قبل عينيها و حضنتني أحشائها قبل يديها، إلى من ينبض قلبي بـحبها، و تدمع عيني لشوقها،  
إلى منبع الحب و الحنان، إلى من ربّنتي فأحسنت تربيّتي، تحية حب و احترام..... أمي الغالية.  
إلى الرجل العظيم، الذي كان قدوتي الأولى والذي أُلِّمُّه دربي، ووجهني و علمني أن أصمد أمام أمواج البحر،  
إلى الذي كان منبع الثقة و حسن الخلق..... أبي العزيز.  
إلى من شاركوني الرحم إخوتي الأعزاء : محمد ، عمار ، الحاج ، هشام .  
إلى رفيقة دربي في الدراسة و من جمعتني بها جميع الذكريات صديقتي و حبيبتي " بن شهيدة نصيرة "  
و إلى كل من وسعتهـم ذاكرتي و لم تسعهـم مذكرتي .

إيمان

## شكر وتقدير

نسأل الله العظيم رب العرش العظيم أن يتولانا في الدنيا والآخرة، ويجعلنا من الذين إذا أعطوا شكرنا وإذا ابتلوا صبروا، وإذا أذنبوا استغفروا، فأفضل شكر لمن أعطانا نعمة العقل والتفكير والتدبير، ووهبنا القدرة والصبر ووقفنا على إنجاز هذا العمل المتواضع، لك الحمد عدد ما كان وما هو كائن وما سيكون.

نتقدم بجزيل الشكر للأستاذ المحترم " بن حمو عبد الله " الذي وافق على الإشراف علينا و الذي وضع كل ثقته فينا، ولم ييخل علينا لحظة بتوجيهاته ونصائحه القيمة فشكرا لأستاذنا الكريم .  
نتقدم بجزيل الشكر إلى كل من ساهم في مساعدتنا على إنجاز هذا التقرير المتواضع سواء من قريب أو بعيد ، ونخص بالذكر :

مدير شركة اليانس السيد : "بوعبد الله احمد هشام" ، وإلى كل موظفي وعمال شركة اليانس بولاية مستغانم.

كل الشكر لأعضاء اللجنة لما سيبدلونه من جهد ووقت في تقييم هذا التقرير.

وفي الأخير نتمنى من المولى عزّ وجل التوفيق والنجاح .

وشكراً

## قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	مقارنة بين المستثمر والمضارب والمغامر	13
2	نسب قياس مردودية الاستغلال (معدل الهامش)	60
3	عدد المساهمين في شركة أليانس وعدد الأسهم الموزعة عليهم	97
4	تطور رقم الأعمال خلال الفترة 2007-2009	98
5	ييين مردودية شركة أليانس من سنة 2010-2014	103

## قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1	الهيكل التنظيمي لشركة أليانس للتأمينات الجزائرية	95
2	منحنى يبين مردودية شركة أليانس من 2010 إلى 2014	104

## فهرس المحتويات

I.....	إهداء
II.....	شكر و تقدير
V.....	قائمة الجداول
IV.....	قائمة الأشكال
أ.....	المقدمة
05.....	الفصل الأول: الإطار النظري للبورصة والأوراق المالية
05.....	تمهيد الفصل الأول
06.....	المبحث الأول: بورصة الأوراق المالية وأدواتها
14.....	المبحث الثاني: بورصة الأوراق المالية
26.....	المبحث الثالث: بورصة الأوراق المالية كفاءتها، مؤشراتنا و مخاطرها
38.....	خلاصة الفصل الأول
40.....	الفصل الثاني: بورصة الأوراق المالية و تقييم مردودية المؤسسة
40.....	تمهيد الفصل الثاني
41.....	المبحث الأول: مدخل إلى تقييم المؤسسة
57.....	المبحث الثاني: تحليل مردودية المؤسسة
66.....	المبحث الثالث: تقييم الأوراق المالية للمؤسسة ومردوديتها
77.....	خلاصة الفصل الثاني
79.....	الفصل الثالث: تقييم مردودية شركة اليانس في بورصة الجزائر
79.....	تمهيد الفصل الثالث
80.....	المبحث الأول: التعريف ببورصة الجزائر
92.....	المبحث الثاني: مدخل لشركة أليانس
99.....	المبحث الثالث: هيكلية الشركة
105.....	خلاصة الفصل الثالث
107.....	خاتمة
112.....	قائمة المراجع

# المقدمة

تحتل بورصة الأوراق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة النظم الرأسمالية، حيث يتم من خلالها تجميع المدخرات لصغار المستثمرين وتوجيه تلك المدخرات نحو الاستثمارات الكبيرة مما يؤدي لزيادة الإنتاج وتطور سوق السلع والخدمات في الدول، كذلك تلجأ الأنظمة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص لتجميع رؤوس الأموال من البورصة من أجل التنمية الاقتصادية.

كما تمثل بورصة الأوراق المالية مرآة الاقتصاد الذي تتواجد فيه وعنصرا أساسيا أيضا في تقييم المؤسسات والمشاريع، فانخفاض أسعار الأسهم لمؤسسة ما (في ظل بورصة كفأة) دليل واضح على عدم نجاحها، بل دليل على ضعف مركزها المالي مما يتطلب إجراء تعديلات على تنظيمها وأدائها.

كما تتضمن العمليات والصفقات المعقودة في البورصة هامشا من المخاطرة لا يستهان به، ففي الواقع يمكن أن تحقق عملية شراء الأسهم من قبل المضارب أو من قبل الفرد العادي الراغب بالدخول إلى البورصة أرباحا جيدة، كما يمكن أن تحقق خسارة كبيرة، إذ أن البورصة تتأثر بالذبذبات والتموجات الحاصلة في أحوال والأوضاع الاقتصادية وكذلك بالآثار المترتبة عن عمليات المضاربة وبالأحداث السياسية إضافة إلى العوامل النفسية المرتبطة بحالة المستثمر ذاته.

مما سبق، يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذا البحث على النحو التالي:

-هل تساهم بورصة الأوراق المالية في الجزائر في تقييم مردودية المؤسسة الاقتصادية و تطوّر ها ؟

الأسئلة الفرعية :

- 1- كيف يتم التقييم المالي للمؤسسة وحساب مردوديتها ؟
- 2- كيف تظهر بورصة الأوراق المالية كأداة لتقييم المؤسسة ؟
- 3- كيف يتجلى دور بورصة الأوراق المالية في الجزائر تقييم مردودية المؤسسة الاقتصادية ؟

الفرضيات :

لكي نستطيع الإجابة على هذه التساؤلات انطلقنا من الفرضيات التالية:

- 1-تساهم بورصة الأوراق المالية في تقييم مردودية المؤسسة بتقديم سعر تداول أسهمها وبالتالي تحديد معدل مردودية أسهمها.



2- يتجلى دور بورصة الأوراق المالية في الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية بزيادة رأسمالها عن طريق طرح أسهم جديدة أو عن طريق إصدار سندات وفي تقييم مردوديتها بتقديم سعر تداول أسهمها وعائدها وبالتالي تحديد معدل مردودية أسهمها.

### أسباب اختيار الموضوع:

لم يكن اختيارنا لهذا الموضوع من محض الصدفة وإنما كان نتيجة لعدة اعتبارات موضوعية وذاتية حيث تتمثل الاعتبارات الموضوعية في الآتي:

- حداثة الموضوع واقتترانه ببورصة.

- إعطاء بعد آخر لتقييم المؤسسات وإخراجه من دائرة مفهومه الضيق الذي نتج عن طغيان أحد الدوافع على مختلف الدوافع الأخرى المتمثل في الخصوصية ويتمثل هذا البعد في تقييم المؤسسات المسعرة في البورصة لغرض الاستثمار في أسهمها.

- قلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع خاصة باللغة العربية.

أما عن المبررات الذاتية فهي كما يلي:

1- الميول الشخصي للمواضيع ذات الصلة بالمالية والأسواق المالية وإبراز خصوبة البحث فيها.

2- محاولة البحث والغوص في المواضيع المستجدة.

### أهداف الدراسة:

يرمي هذا البحث لتحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- عرض مختلف طرق تقييم المؤسسة وتحليل مردوديتها.

- توضيح المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية وطرق تقييمها.

- محاولة تعريف مردودية الأوراق المالية وتقييمها.

- محاولة تبيان دور بورصة الأوراق المالية في تقييم مردودية المؤسسة.

### حدود الدراسة :

اقتصرت دراستنا التطبيقية في شركة أليانس وكالة مستغام، أما الحدود الزمنية فقد تم استخدام البيانات الموجودة في التقارير المالية السنوية في الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2014 وهي معلومات متاحة على موقع كل شركة تأمينات .

## المنهج المتبع:

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات المتبناة، اتبعنا المنهج الوصفي لاستعراض الدراسة النظرية والتحليلي لحساب المردودية، إضافة لمنهج دراسة حالة الذي يمكننا من تطبيق جانب من المعلومات النظرية على إحدى المؤسسات الجزائرية المسعرة في بورصة الجزائر ألا وهي شركة اليانس.

## دراسات سابقة :

لقد نال موضوع تقييم مردودية المؤسسة إهتمام الكثير من الدارسين والباحثين إلى ان المراجع قليلة جدا في هذا المجال، وتلك الموجودة لا تعالج تلموضوع بشكل منفصل و إنما تكون ضمن دراسة أو عبارة عن مقالات في المجالات المتخصصة أو الملتقيات العلمية .

## تقسيم الدراسة:

قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة فصول رئيسية، حيث يتناول الفصل الأول الإطار النظري للبورصة والأوراق المالية، فقد تطرقنا في المبحث الأول الي البورصة المالية و اداوتها وهذا بالتعرض إلى نشأة بورصة الأوراق المالية تعريفها وأنواعها ثم إلى خصائصها، وظائفها وتنظيمها، أما المبحث الثاني فقد تناول بورصة الأوراق المالية من خلال التعرض إلى الأسهم، السندات، المشتقات والأوراق المهجنة وكذا العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الأوراق المالية. أما في المبحث الرابع فقد تطرقنا إلى كفاءة بورصة الأوراق المالية، مؤشراتنا ومخاطرها.

أما الفصل الثاني والذي جاء تحت عنوان بورصة الاوراق المالية و تقييم مردودية المؤسسة، فقد تطرق المبحث الأول منه إلى القيمة بين الفكر الاقتصادي، المحاسبي والمالي ثم إلى مفاهيم عن قيمة وتقييم المؤسسة ثم إلى طرق تقييم المؤسسة، أما المبحث الثاني منه فقد تعرض إلى مردودية المؤسسة، أما المبحث الثالث منه فقد تناول تقييم الأوراق المالية للمؤسسة ومردوديتها من خلال التعرض أولا إلى المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية ثم إلى طرق تقييمها ومعدل مردوديتها وأخيرا إلى فرضية كفاءة بورصة الأوراق المالية في تقييم مردودية المؤسسة.

أما الفصل الثالث الذي يحتوي على دراسة حالة، فقد حاولنا من خلاله إسقاط الدراسة النظرية على بورصة الجزائر وإحدى المؤسسات المسعرة بها ألا وهي شركة اليانس، حيث قمنا في المبحث الأول بتقديم

بورصة الجزائر والمؤسسات المسعرة بما لمعرفة مراحل وظروف نشأتها، تنظيمها . كما تعرضنا في المبحث الثاني من هذا الفصل إلى شركة اليانس بغية التعريف به وتقديم معطياته المالية (نظرة عامة حول نشاطه).

# الفصل الأول

## تمهيد الفصل الأول :

تعتبر البورصة بمثابة مقياس درجة حرارة الاقتصاد فقد أثبتت التجارة ان حالة البورصة تشير بشكل عام إلي التطور والى حالة قطاع الإنتاج في الاقتصاد المعني وقد برزت في العصر الحديث أهميتها كواحدة من أهم الأدوات المالية خاصة في ظل العولمة و النظام الدولي الجديد فهي مرآة تعكس صورة صادقة للاقتصاد . وتودي بورصة الأوراق المالية دور جد مهم في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائضها وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة كما إن هذه السوق تتوفر علي منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق بالحصول علي السيولة في أي وقت و ذلك بيعها لهذا قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث تناولنا فيهم :

المبحث الأول : بورصة الأوراق المالية وأدواتها.

المبحث الثاني :بورصة الأوراق المالية.

المبحث الثالث : بورصة الأوراق المالية كفاءتها، مؤشراتهما و مخاطرها .

المبحث الأول : بورصة الأوراق المالية وأدواتها

المطلب الأول :نشأة البورصة ،تعريفها وأنواعها

أولاً :نشأة البورصة:

لابد في البداية من فكرة تعددية النقد التي ادت الى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة فلقد كلف حكام اليونان القديمة للصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات للزائرين للمدن الذين يجدون فيها وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان ، وبعد ذلك في الامبراطورية الرومانية وفي السنوات الاولى بعد الميلاد دخلت تلك المهنة مرحلة سكون لا بل غياب كامل باستثناء المنطقة العربية ، دام 550 عاما حيث عادت وظهرت في شمال ايطاليا عندما قرر المشرعون الرومانيون وضع عدد كبير من القوانين و التشريعات المتعلقة بعمليات الإبداع وتبادل النقود ، بعد ذلك احتلت الجمهوريات الايطالية ك (جنوه)و (فينسيا)و(فلورنسا) بفضل تجارهما مع الشرق مركزا مرموقا علي الصعيد الاقتصادي الدولي و بدأت رؤوس الاموال تصل اليها بكثافة بالغة مما استدعي ظهور مهنة الصرافة.<sup>1</sup>

لقب الأشخاص العاملون في تلك المهنة مايعني بالاطالية (المصرفيون)، بعد ذلك احتلت مدينة (بروج) Bruges البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتلقي بالسوق النقدية .

فلقد جرت العادة في تلك الفترة ان تجتمع العائلات الست الاكبر العاملة في مجال (الصرافة) في منزل الرئيس من اجل دراسة عمليات بيع و شراء السلع اضافة الي كل ما يمت بصلة لعمليات بيع و شراء النقود :

اما الرئيس الذي كان يستقبل تلك العائلات في منزله فكان يدعا فان دي بورسن **van der bursen**

ومنه أتى اسم المكان "Bursen" الذي يتم فيه تبادل البضائع و الخدمات، بالإضافة لعمليات بيع وشراء العملة حيث أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع.

ويعتبر المؤرخون عام 1339 م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة الشخص السابق الذكر الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الايطالية الذين كانت تنحصر وظيفتهم في تلك الفترة بقبول الإيداعات ومنح القروض.

1عصام حسين، أسواق الأوراق المالية(البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص 8،9.

وفيما بعد أصبحت الأسهم والسندات سلعا كبقية السلع يتاجر فيها التجار، الذين كانوا يعقدون اجتماعاتهم في البداية على أرصفة الشوارع أو المقاهي ثم انتقلوا بعد ذلك إلى أبنية خاصة بهم يلتقون داخلها لعقد صفقات البيع والشراء بينهم وأطلق على هذه المباني اسم البورصة<sup>1</sup>.

ثانيا: **تعريف البورصة** : هناك عدة تعاريف للبورصة نذكر منها:

### تعريف البورصة الأول<sup>2</sup> :

تعرف البورصة على أنها سوق بعمليات خاصة في أماكن خاصة يباع ويشترى فيها عن طريق الوسطاء وهي مؤسسة تعنى بوضع الترتيبات العملية والتقنية اللازمة لعمليات التداول على القيم المنقولة، بغية تقديم خدمات تتمثل في تسهيل التعاملات بين وسطاء البورصة، وترقية التداول على الأوراق المالية في سوق البورصة.

**التعريف الثاني:** تعرف البورصة بأنها مكان تُعقد فيه اجتماعات في مواعيد دورية محددة لتنفيذ عروض العمليات النشطة المرتبطة بالبيع والشراء للأوراق المالية والبضائع والمنتجات الزراعية والعملات سواء كانت الأسعار تتحرك صعودا أو هبوطا .

**التعريف الثالث:**<sup>3</sup> تعد البورصة سوقا يلتقي فيها البائع والمشتري لإتمام عملية تبادل من المبادلات ومن ثم فإن نشاط البورصة يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات والأنشطة التي يمارسها البشر ويحتاجون إليها لإشباع احتياجاتهم ورغباتهم .

**التعريف الرابع:** البورصة سوق منظمة تعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية. وتؤدي كلمة البورصة معنيين:

-المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون يباع أو شراء.

-مجموع العمليات التي تعقد فيه<sup>4</sup>.

1 عنايات النجار و وفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر 2006، ص 11 .

2 محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط 1، 2008، ص ص 12، 13 .

3 محسن أحمد الحضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، 1999، ص 9 .

4 شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 7 .

من خلال التعارف السابقة نستنتج أن البورصة مكان معلوم ومحدد مسبقا، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل بيعا وشراء ويتوفر فيها قدر مناسب من العلنية والشفافية بحيث تنعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، فتتحدد بناء عليها الأسعار سواء صعودا أو هبوطا أو ثباتا، كما يتم من خلالها رصد ومتابعة المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على حركة التعامل بسهولة ويسر وبالتالي يمكن قياس أثرها ومعرفة اتجاهاتها وتحليل هذه الاتجاهات والتنبؤ بما يمكن أن تكون عليه في المستقبل .

### ثالثا: أنواع البورصات :

هناك أنواع عديدة من البورصات، ويلاحظ أنه كلما كانت الدولة متقدمة كلما ازدادت وتنوعت البورصات العاملة فيها .

#### 1- تصنيف البورصات من حيث المنتجات المتداولة فيها<sup>1</sup>: تقسم البورصات وفقا لهذا الأساس إلى ما يلي:

أ - بورصات السلع: مثل بورصات السلع الزراعية (طن - قمح - بن - شاي - سكر) والسلع المعدنية (النحاس - الذهب - الفضة - البترول) أو بورصات سلعية ذات طبيعة خاصة مثل بورصات العقارات والأراضي والسيارات المستعملة... أي كل ما هو مادي ملموس وممكن التعامل به.

ب- بورصات الخدمات: وهي بورصات شديدة التنوع نظرا لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها وأهمها السياحة، الفنادق، بورصات التأمين، بورصات النقل وتأجير السفن، بورصات عقود التصدير وبورصات تجارة الديون...

ج - بورصات الأفكار: وهي أحدث أنواع البورصات والتي تتعلق بعرض وبيع حقوق الاختراع وحقوق المعرفة والعلامات التجارية وصفقات نظم المعلومات.

د- بورصات (الأوراق المالية) بورصات الصكوك المالية: ظهر بجانب الأموال المنقولة والأموال غير المنقولة نوع جديد سمي بالأوراق المالية وقد اتسع وازداد تداول وإصدار هذا النوع من الأوراق المالية حتى أصبح من الضروري تأمين سوق تجارية لتأمين التعامل بها سمي بورصة الأوراق المالية .

1 المرجع السابق، ص25.



2- تصنيف البورصات من حيث المدى الزمني<sup>1</sup>: وفقا لهذا المعيار يتم تصنيف البورصات إلى نوعين أساسيين هما :

- أ- بورصات منتجات حاضرة: يتم التعاقد عليها واستلامها وتسليمها ويقبض ثمنها فوراً.  
ب- بورصات عقود آجلة: يتم الاتفاق عليها دون تسليم أو استلام المنتجات ولا الإثمان بل تتم المضاربة على السعر فقط.

3- تصنيف البورصات من حيث مدى التعامل الجغرافي: وفقا لهذا الأساس يتم تقسيم البورصات إلى نوعين أساسيين هما:

- أ- بورصات تعمل فقط على المستوى المحلي: وهي لا تمتد معاملاتها دولياً وهي تتواجد عادة في الاقتصاديات المتخلفة وهي عادة بورصات محدودة النشاط.  
ب- بورصات تعمل على المستوى الدولي: وتمتد معاملاتها إلى المعاملات الدولية المختلفة وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.

4- تصنيف البورصات من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي :

- أ- بورصات رسمية: مؤسسة وفقاً للقوانين والقواعد، وتمارس فيها المعاملات في إطار القواعد والنظم ويتواجد ممثل للحكومة يراقب ويتابع هذه المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر التي قد تكتنف هذه المعاملات ويحافظ على الاستقرار.  
ب- بورصات غير رسمية: تعمل بشكل غير رسمي وفي ضوء قواعد خاصة بها ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي من جهاتها الرسمية وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية.

المطلب الثاني: خصائص بورصة الأوراق المالية، وظائفها وتنظيمها:

تتميز بورصة الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق كما تؤدي عدة وظائف وتعمل وفقاً لتنظيم خاص .

1 جيهان جمال، عام البورصة (رؤية تحليلية تعليمية بسيطة)، القاهرة، مصر، 2009، ص 45، 45.

أولا :خصائص بورصة الأوراق المالية<sup>1</sup>:

- تمتيز بورصة الأوراق المالية ببعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها :
- ✓ تتسم بورصة الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيما عن باقي الأسواق المالية الأخرى ،لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية فيها .
- ✓ يتم التداول في هذه البورصة بتوفير المناخ الملائم وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب .
- ✓ تتميز بورصة الأوراق المالية بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات لذلك فهي سوق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم .

ثانيا :وظائف بورصة الأوراق المالية :

يمكن تلخيص وظائف بورصة الأوراق المالية في النقاط التالية:

- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، حيث تشجع بورصة الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم<sup>2</sup>.
- توفير قنوات لنقل الأموال من القطاعات التي لديها فائض أموال مدخرين إلى القطاعات التي لديها عجز أموال المستثمرين .
- تسعير الأصول الرأسمالية حيث تساعد بورصة الأوراق المالية على تحديد سعر الورقة المالية من خلال آليات العرض والطلب .
- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي<sup>3</sup>.
- ضمان سيولة أموال المستثمرين وهذا بتيسير سبيل التخلص من الأسهم بالبيع، وبذلك يستطيع المستثمر أن يسترد أمواله أما إذا استثمر أمواله في إحدى المؤسسات وكانت في حالة ضيق مالي، لا

1رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص8 .

2 عنايات النجار ووفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص11 .

3 محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص84 .

يستطيع أن يطلب من المؤسسة استرداد أمواله لأنها تحولت إلى موجودات ثابتة تتمثل في الأراضي والآلات ومواد أولية<sup>1</sup>.

➤ التنبؤ بالأداء الاقتصادي خلال الفترات القادمة حيث أنه من المعروف علميا أن أسعار الأسهم تمثل أحد المؤشرات المبكرة للتنبؤ بالنشاط الاقتصادي.

➤ إن بورصة الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقييم المؤسسات والمشاريع فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة للمؤسسة دليل قاطع على عدم نجاحها<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: تنظيم بورصة الأوراق المالية

#### أولا: نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية<sup>3</sup>:

يشترط في بورصة الأوراق المالية أن يتم فيها التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة وذلك داخل صالة للتعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها مع الالتزام بوحدة التعامل ووحدة لتغير الأسعار كلما كان ذلك ضروريا، وتحدد الهيئة المشرفة على البورصة هذه الوحدات، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.

صالة التداول : وهو المكان المخصص للتداول.

الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة : وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية ببورصة الأوراق المالية، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط مؤسسة فردية أو مؤسسات متخصصة في مجال السمسرة.

#### ثانيا: المتعاملون:

تختلف أهداف المتعاملين في بيع وشراء الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية فهناك من يهدف لتحقيق عائد من وراء هذه الأوراق، وهناك من يهدف إلى السيطرة على إدارة المؤسسة المصدرة للأوراق المالية، وهناك من

<sup>1</sup>شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص53.

<sup>2</sup> Jean-Pierre Deschanel et Bruno Gizard, A la découverte du Monde de la Bourse, presses universitaires, Paris, 1999, p:19.

<sup>3</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 11، 12.

يضارب على ارتفاع أو انخفاض أسعار هذه الأوراق ويضارب على ذلك بالشراء أو البيع طبقا لتوقعاته وبناء على الأهداف المختلفة للمتعاملين يمكن تقسيمهم إلى المجموعات الثلاثة التالية:

### 1-المستثمرون<sup>1</sup>: يمكن تقسيمهم إلى نوعين أساسين هما:

أ -المستثمر العادي: هو المستثمر الذي يتعامل في الأوراق المالية بهدف الحصول على عائد مناسب.

ب-المستثمر الداخلي: هو المستثمر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية لمؤسسة معينة بهدف المشاركة في إدارة المؤسسة والتأثير في مجريات الأمور بها، ويكون العائد من الأوراق المالية في المرتبة الثانية بالنسبة له.

2-المضاربون: هم الأفراد أو المؤسسات التي تشتري الأسهم وتبيعهها في مدة زمنية قد تتراوح من يوم إلى عدة أسابيع وقد تصل في بعض الحالات إلى شهرين أو ثلاثة أشهر، أي هو النوع الذي يبحث عن الربح المالي السريع وهذا النوع من التعامل يطلق عليه الاستثمار قصير الأمد.

3-المغامرون<sup>2</sup>: وهم أفراد يدخلون البورصة بغرض الربح السريع دون معرفة قوانين وقواعد البورصة

ويدخلون سريعا بناء على أخبار أو توصيات أو حس خاص بهم ويخرجون سريعا كما دخلوا.

والجدول التالي يوضح الاختلاف بينهم كما يلي:

1محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص112.

2جيهان جمال، مرجع سبق ذكره، ص111.

الجدول رقم (1) : مقارنة بين المستثمر المضارب والمغامر

المستثمر	المضارب	المغامر
دافع الشراء هو الاستثمار	دافع الشراء هو المضاربة	دافع الشراء هو المغامرة
يهتم بتوزيعات الأرباح التي تخصص لحملة الأسهم.	يهتم بالأرباح الرأسمالية المحققة من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.	يهتم بتحقيق مكاسب فورية كبيرة وبأي شكل.
يتحمل مخاطرة مقبولة.	يتحمل مخاطرة عالية.	يتحمل مخاطرة كاملة.
يبقى أوراقه المالية لفترة طويلة.	يقي أوراقه المالية لفترة قصيرة.	يشترى ويبيع في فترة قصيرة تصل إلى أيام.
يهتم بتحليل الأوضاع المالية للمؤسسات.	على تؤثر التي بالعوامل يهتم السوق عموماً.	ليس له اهتمام بالتحليل.
يحدد المؤسسات التي يرغب في الاستثمار بها.	لا يهتم بنوع الأسهم التي يشتريها ما دام يحقق له مكاسب رأسمالية	لا يعرف ما يريد وهدفه صفقه العمر

المصدر: عنايات النجار ووفاء شريف، مرجع سبق ذكره، 2006، ص ص: 18, 19.

ثالثاً: الأوامر:

هي عبارة عن تعليمات بمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأمر .

رابعاً : شروط الدخول إلى بورصة الأوراق المالية :

تتطلب عملية دخول المؤسسات الاقتصادية والشركات إلى بورصة الأوراق المالية جملة من الشروط ،منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني ،وما تجدر إليه الإشارة هو اختلاف هذه الشروط من دولة إلى أخرى ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة.

ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية :

✓ يشترط في المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى بورصة الأوراق المالية، أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم .

✓ أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين % 20 إلى %25، حيث تطرح هذه النسبة من رأس المال في بورصة الأوراق المالية ذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.

✓ أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.

✓ أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في بورصة الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.

✓ تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للمؤسسة، وتقديم نشاطها وآفاقها المستقبلية مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى بورصة الأوراق المالية.

✓ تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات .

المبحث الثاني: بورصة الأوراق المالية

المطلب الأول : ماهية الأسهم

أولاً : تعريف السهم<sup>1</sup> :

<sup>1</sup> جيهان جمال، مرجع سبق ذكره، ص : 45.

يمكن تعريف السهم بأنه صك يمثل حصة في رأسمال المؤسسة، بحيث تعني كلمة سهم حق الشريك في المؤسسة،

فعند تأسيس أية شركة مساهمة فإن رأسمالها يتكون من عدد من الحصص المتساوية يسمى كل منها سهماً ويحدد المؤسسون في عقد تأسيس المؤسسة ونظامها الأساسي الحد الأقصى لعدد الأسهم التي يمكن للمؤسسة إصدارها والقيمة الاسمية للسهم، ويعرف هذا الحد الأقصى برأس المال المرخص به، ويعطي السهم لحامله الحق في الحصول على توزيعات إذا ما حققت المؤسسة أرباحاً وقررت الإدارة توزيعها كلها أو جزء منها، وليس من حق حامل السهم مطالبة المؤسسة باسترداد قيمته طالما أن المؤسسة ما زالت تزاوّل النشاط، ولكن يمكن لحامل السهم بيعه في

بورصة الأوراق المالية إذا كانت أسهم المؤسسة تتداول في البورصة.

### ثانياً: خصائص الأسهم<sup>1</sup>:

- 1- القابلية للتداول: يتميز السهم بمرونة كبيرة في بورصة الأوراق المالية، فإذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد فإن هذه الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.
- 2- الأسهم متساوية القيمة: تصدر جميع الأسهم العادية بقيم متساوية عكس التعامل بالسندات.
- 3- تقادم حق المساهم: لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن المؤسسة التي أصدرت الأسهم قائمة. ويبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي يبدأ وينتقل حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين، أي عند تصفية المؤسسة أو إذا استحق السهم ودفع رأس المال.
- 4- المسؤولية المحدودة للسهم: تكون مسؤولية المساهم (مشتري حامل السهم) محدودة في المؤسسة بقدر حصته أو مشاركته في رأسمال هذه المؤسسة.

### ثالثاً: قيم السهم :

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

- 1- القيمة الاسمية<sup>2</sup>: هي القيمة التي صدر بها السهم، وتسجل في دفاتر المؤسسة وعلى ذلك فإن التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

<sup>2</sup>وليد صافي وأنس البكري الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص123.

<sup>2</sup>جيهان جمال، مرجع سبق ذكره، ص46.

2- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية<sup>1</sup>: 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 وتغير القيمة الدفترية من عام لآخر بسبب تغير حقوق المساهمين أو عدد الأسهم أو كليهما، وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للمؤسسة .

3- القيمة السوقية<sup>2</sup>: هي القيمة التي يتم تداول السهم بها في البورصة وتغير 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.

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

رابعاً: أنواع الأسهم

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم:

1- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به<sup>3</sup>

أ- السهم لحامله: يصدر السهم على شكل شهادة لا تحمل اسم صاحبها، فهو يتميز إذن بمرونة كبيرة عند التداول وتنتقل الملكية بمجرد استلامه. ومن أهم عيوب هذا النوع من الأسهم هو المخاطر الذي يتعرض له صاحب السهم من حيث حقوقه في حالة الضياع أو السرقة. وغالباً تلجأ الحكومة إلى منع إصداره .

1 محفوظ أحمد جودة وآخرون، الأسهم المالية(بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2010 ص56-.

2 عنايات النجار ووفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص29.

3 وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص123 .



ب- السهم الاسمي: يكون اسم صاحب السهم مثبت على الشهادة ويسجل بسجلات المؤسسة وانتقال الملكية يلزم نقل الملكية في سجلات المؤسسة.

ج - السهم الاذني: ويظهر عليه اسم صاحب السهم ويكون مقرون بشرط لأمر، ويحق لصاحب السهم نقل ملكيته فقط من خلال التظهير دون الرجوع إلى سجلات المؤسسة.

## 2- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم<sup>1</sup>

أ- السهم العيني: يمثل حصة عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات لمؤسسة قائمة مصادق عليها من طرف الجمعية العامة التأسيسية .

ب- السهم النقدي: هو السهم الذي يكتب به المساهم بشرط أن يدفع قيمته نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس المؤسسة بصفة نهائية وصدور المرسوم المرخص بتأسيسها.

ج - الأسهم المختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

## 3- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها<sup>2</sup>

### أ - السهم العادي:

يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن مؤسسة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة وهي قيمة الوجه، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة و لحامل السهم العادي مجموعة من الحقوق هي :

- حق الاشتراك في الإدارة: يتمتع صاحب السهم العادي بحق الاشتراك في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والاقتراع على أي موضوع ضمن اجتماعات حملة الأسهم.
- يحق لمالك السهم نصيب من الأرباح الموزعة وهذا لا يحصل عليه إلا إذا تحقق ربحا واتخذ قرار بتوزيعه أولوية الشراء للأسهم الجديدة .

- الحق في نقل الملكية

1 شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص24.

2 محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم علي الشديفات، الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية، دار حامد. للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى،

- الحق في الحصول على نصيبه من نتائج تصفية المؤسسة، وهذا لا يتحقق إلا بعد الوفاء بالتزاماتها نحو الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى.

### مزايا الأسهم العادية<sup>1</sup>:

لا تلتزم المؤسسة بدفع أرباح لحملة هذه الأسهم إلا إذا تحققت واتخذ قرار بتوزيعها كلها أو بعضها، ولذلك فإنها لا تمثل عبئاً على المؤسسة.

تعتبر الأسهم وسيلة تمويل طويلة الأجل والمؤسسة غير ملزمة برد قيمتها في موعد محدد لأصحابها. تعتبر الأسهم حق من حقوق الملكية وهي تمثل ضماناً للدائنين ومن وجهة نظر الدائنين كلما كانت نسبة الديون إلى حقوق الملكية متدنية كلما أعطى ضماناً أكثر وثقة أكبر للدائنين.

### ب- الأسهم الممتازة:

**تعريف الأسهم الممتازة<sup>2</sup>:** هي حصة من حقوق الملكية دون إعطاء حامل الأسهم الممتازة حق التصويت في الجمعيات العامة وعادة ما تصدر عن شركات المساهمة عدد من الأسهم الممتازة كنسبة من إجمالي عدد الأسهم المصدرة والمكتتب فيها. توفر هذه الأسهم لصاحبها مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي سواء في الأرباح الموزعة سنوياً أو عند تصفية أصول المؤسسة عند الإفلاس أو عند تسهيل أصولها، فيحصل حامل السهم الممتازة على نصيب سنوي ثابت للسهم وتكون له الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة عن حامل السهم العادي.

تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص الآتية:

يحدد العائد بنسبة معينة (ثابتة) من قيمة الأداء.

- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد المؤسسة للتوزيع تضمن المؤسسة حقوق أصحاب الأسهم الممتازة بموجوداتها الاستثمارية علماً أن هذه الضمانة المادية لا تُوفّر لأصحاب الأسهم العادية.

- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة أو التصويت أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة

1 محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات - دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 99.  
2 فريد راغب النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية - محاور التمويل الاستراتيجي - الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 194.

- حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم.

- حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية .

- قابلية الاستدعاء وقد يكون ذلك وفق شروط معينة وبعوائد معينة.

### أنواع الأسهم الممتازة<sup>1</sup>

الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها حق الحصول على نصيب من الأرباح عن سنوات سابقة وذلك قبل توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية.

الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: فئة من الأسهم الممتازة توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية، وذلك بإعطائه حق مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو بشكل جزئي وهذا بعد أن يكونوا قد حصلوا على حصتهم من التوزيع الأولي.

الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: هي أسهم ممتازة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية بسعر محدد وتوفّر لصاحبها أفضلية الحصول على نصيب من الأرباح قبل المساهم العادي، وفرصة تحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي.

الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: هي أسهم تعطي المؤسسة المصدرة الحق في إلزام المساهم برد الأسهم للمؤسسة بسعر محدد و على مدار فترة زمنية محددة.

### مزايا الأسهم الممتازة<sup>2</sup>:

- ليست المؤسسة ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها أرباح .

- تكون التوزيعات محددة بمقدار معين

- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة .

- يساهم إصدار الأسهم الممتازة في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمؤسسة.

1 مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشاكلها في عالم النقد والمال (أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، الجزء الأول، ديوان

المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2005، ص85.

2 محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن 1993، ص41.

### المطلب الثاني: ماهية السندات

#### أولاً: تعريف السند<sup>1</sup>:

السند هو شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة.

#### ثانياً: خصائص السندات<sup>2</sup>

السندات أداة دين: يعتبر السند دين لحامله على الجهة المقترضة، ويكون لحامله الأولوية عن حامل السهم.  
السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل: يتقاضى حامل السند فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي فبذلك يشبه السند السهم الممتاز في ثبات دخله.  
محدودية الأجل: يصدر السند دائماً بأجل محدد يستحق بتاريخه، ويسجل هذا التاريخ في عقد الإصدار ويعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك السعر السوقي له.  
قابلية السند للتداول: تساهم هذه الخاصية في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في بورصة الأوراق المالية.

#### ثالثاً: أنواع السندات

##### 1- تقسيم السندات حسب الجهة المصدرة

أ- سندات حكومية: تصدر من الدولة ومؤسساتها مثل سندات الخزينة - سندات البلدية وتمتاز هذه السندات الحكومية بمجموعة مزايا تشجع المستثمرين نحو الاستثمار بها والاستثمار بها يكون أقل مخاطرة، أكثر أماناً من الاستثمارات الأخرى، السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الأخرى .  
تصدر بشروط الإعفاء الضريبي لفواتيرها من ضريبة الدخل.

ب- سندات المؤسسات: تعتبر أدوات دين على المؤسسات المصدرة لها، وهي تصدر في العادة عن مؤسسات ذات طابع تجاري وصناعي وكذلك المؤسسات التي تتعامل بالأنشطة الخدمية ولأغراض التوسع وزيادة رأس

1 محفوظ أحمد جودة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 79.

2 وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 108.

المال .وتتفاوت نوعية هذه السندات بدرجات تبدأ من AAA إلى CCC وتعرض هذه السندات لأنواع من المخاطر منها التغيرات في القيمة السوقية والتغيرات في مستويات أسعار الفائدة.

## 2 - تقسيم السندات حسب شكل الإصدار:<sup>1</sup>

أ -سندات لحاملها :يقصد بالسند لحامله السند الذي يخلو من اسم المستثمر ،وتنتقل ملكيته بمجرد الاستلام ، ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها اما عند تاريخ الاستحقاق فيحق لحامله استلام قيمته الاسمية.

ب -السندات الاسمية :يقصد بالسند الاسمي ،ذلك السند الذي يصدر باسم صاحبه ،وهو سند غير قابل للتداول مثل السند لحامله ،وإنما تتم عملية البيع والشراء وفق القواعد القانونية لنقل الملكية بالنسبة للأصول الأخرى ،ويضم هذا النوع من السندات الحماية الكاملة للمستثمر من ناحية السرقة أو التلف.

## 3- تقسيم السندات حسب معيار الضمان :

أ -سندات مضمونة :تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو فائدته.

ب -سندات غير مضمونة :الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذه النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للمؤسسة المصدرة وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

## 4-تقسيم السندات حسب معدل العائد :<sup>2</sup>

أ -سندات ذات المعدل الثابت :هذا النوع من السندات يقدم عائدا ماثلا لكل السندات إلى غاية نهاية مدة القرض.

ب -سندات المعدل المتغير :لها معدل فائدة متغير حسب معدل الفائدة السائد في البورصة أو حسب معدل التضخم وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدي.

## 5- تقسيم السندات حسب معيار القابلية للاستدعاء :<sup>3</sup>

<sup>1</sup>مصطفى بوشامة، بورصة الأوراق المالية في تمويل الاستثمار - حالة نموذج الأمريكي، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم الاقتصادية، فرع: الاقتصاد

القياسي، المدرسة العليا للتجارة، 2004، ص41.

<sup>2</sup>Henri Bourachat et autres, 100 fiches pour comprendre la Bourse et les Marchés financiers, 2eme édition,Rosny cedex, Paris, pp: 98, 100.

<sup>3</sup> Olivier Picon, La bourse; Ses mécanismes; Gérer son portefeuille; Réussir ses placements, encyclopédie Delmas, 14ème édition, Toulouse, France, 2000,p :67.

أ - سندات قابلة للاستدعاء: هي سندات تعطي الحق للمؤسسة التي تصدرها برد قيمتها بتاريخ سابق لتاريخ استحقاق السند المحدد مقدماً، فإذا استخدمت المؤسسة حقها في استدعاء حاملي هذا النوع من السندات فإنها ملزمة بدفع قيمة تفوق القيمة الاسمية للسند ويطلق عليها تعويض الاستدعاء.

ب - سندات غير قابلة للاستدعاء: هي سندات لا يجوز للجهة المصدرة لها استدعائها لأي سبب من الأسباب والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص ذلك بصراحة في عقد الإصدار.

### 6- تقسيم السندات حسب أجال الاستحقاق:<sup>1</sup>

أ - سندات قصيرة الأجل: هي سندات لا تتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة، وتتميز بدرجة عالية من السيولة وتصدر هذه السندات بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً.

ب - سندات متوسطة الأجل: هي سندات يزيد أجل استحقاقها عن عام واحد، ولا يتجاوز سبع سنوات وتعتبر أداة تمويلية متوسطة الأجل، وتكون معدلات فائدتها أعلى من معدلات فائدة السندات القصيرة الأجل بسبب درجة المخاطرة المرتفعة .

ج - سندات طويلة الأجل: يزيد تاريخ استحقاق هذه السندات عن سبع سنوات ويتم تداول أغلب أنواعها في أسواق رأس المال وتصدر بمعدل فائدة أعلى من فوائد السندات القصيرة والمتوسطة الأجل.

### رابعا : إهلاك السندات<sup>2</sup>:

ما دام السند يمثل أصل قرض طويل الأجل عادة، فيتوجب على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق أجله أو قبل ذلك ويقصد بإهلاك السندات تسديدها وإهلاك السندات عدة طرق ينص عليها نظام إصدار السندات، وإن غاب نص صريح في هذا الشأن، فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة وفيما يلي هذه الطرق:

1- السداد الجزئي للسندات: تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل آجال استحقاق القرض الجزراً أما مقدار الجزء المسدد من قبل المؤسسات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها ويتوقف على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

تكوين احتياطي استهلاك السندات: قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص بإهلاك السندات وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد الزامية وقانونية ويشكل هذا الاحتياط بعدة طرق منها:

1 Ibidem, p :68.

2 Jérémy Morvan, Marchés et instruments financiers, Dunod Edition, Paris, 2009, pp:53, 54.

- كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد ؛
  - تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة؛
  - تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها المؤسسة المصدرة .
- 2 - السداد التدريجي:** تصدر بعض المؤسسات نوعا من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة، بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجيا وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

#### خامسا: مخاطر الاستثمار في السندات :<sup>1</sup>

- 1-مخاطر السيولة:** يواجه حامل السند في حالة التضخم الاقتصادي مخاطر وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر والعكس صحيح، ولتقليل مخاطر السيولة على حامل السند ملاحظة ما يلي:
- حجم الإصدار ، حجم الصفقة ، فئة السند .
- 2-مخاطر تقلب أسعار الفائدة:** تتحرك أسعار السندات بشكل عكسي لاتجاه حركة أسعار الفائدة فكلما ارتفعت أسعار الفائدة بالسوق كلما انخفضت أسعار السندات والعكس بالعكس.
- 3- مخاطر استدعاء السند:** تستخدم المؤسسة المصدرة حقها في استدعاء سندات في الأحوال التي ترتفع فيها الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل قيمتها التمويلية للسند أكبر من قيمة استدعائها لذلك يجب التأكد من تضمن عقد الإصدار شروط الحماية من الاستدعاء.

#### المطلب الثالث: المشتقات والأوراق المهجنة.

يوجد بالإضافة إلى الأسهم والسندات بمختلف أنواعها أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معا وهي المشتقات والأوراق المهجنة.

<sup>1</sup>محفوظ أحمد جودة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 83،82 .

أولا: المشتقات

**1-تعريف المشتقات<sup>1</sup>**: تعرف المشتقات على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه "الأصل الأساسي"، أو المرتبط كأسهام أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود المقايضة، وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة .

**2-أنواع المشتقات**: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

**أ -عقود الاختيار**: عقود الاختيار هي عقود يحق لصاحبها الاختيار وليس الالتزام □ ما بين تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما - بيعا أو شراء - لقدر معين من أصل في تاريخ لاحق وبسعر إلى نوع آخر يعطي الحق في الشراء والبيع معا، ويلتزم بائع حق الخيار بإيداع هامش لدى بيت السمسرة الذي يتم التعامل معه في حالة عدم الحياة الفعلية للأصل محل التعاقد أو في حالة عدم وجود رصيد له لدى بيت السمسرة بما يعادل قيمة تنفيذ الصفقة." .  
القرض.

**ب -العقود المستقبلية<sup>2</sup>**: تعتبر العقود المستقبلية عقود آجلة، لكنها قابلة للتداول في البورصة وتعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، ويلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة في شكل نقود أو أوراق مالية بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم مقدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر

ويتمثل وجه الاختلاف الرئيسي بين العقود المستقبلية وعقود الخيار في أن العقود المستقبلية واجبة التنفيذ، بينما تعطي عقود الخيار لمشتريها الحق في تنفيذ العقد من عدمه كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العالوة المدفوعة في حالة عقد الخيار، في حين أن الهامش المبدئي الذي يودعه كلا من طرفي العقد المستقبلي لدى بيت السمسرة يمكن استرداده بالكامل في حالة تنفيذ هذا العقد .

ثانيا: الأوراق المهجنة

1أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص211 .

2جيهان جمال، مرجع سبق ذكره، ص56.



**1-تعريف الأوراق المهجنة :** تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما، وعليه فإن للأوراق المهجنة بعض صفات ومميزات الأسهم. كما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

## 2-أنواع الأوراق المهجنة<sup>1</sup> :

**أ - الأسهم الممتازة :** هي جزء من الملكية لكن ليست حقيقية، حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العامة.

**ب -شهادات الاستثمار :** هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأسمال المؤسسة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العامة وتوجيه سياسة المؤسسة، وتلجأ المؤسسة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص وبالتالي فالمؤسسة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة.

**ج -شهادات المشاركة :** لقد صدرت شهادات المشاركة في باكستان منذ أكثر من عقد من الزمن بهدف استبدال السندات الربوية المستخدمة في تمويل المؤسسات بأوراق مالية إسلامية. وتعتبر شهادات المشاركة بمثابة حصص في هذه المؤسسات قابلة للتداول. وتقوم على مبدأ المشاركة في العوائد أو الأرباح وتحمل جزء من الخسارة.

**د-شهادات الإسكان (العقارات) :** تم استخدامها في تركيا كوسيلة من قبل الإسكان الجماهيري وإدارة الاكتتاب بهدف تأمين مصادر نمو في قطاع الإسكان بحيث لا تحمل هذه الشهادات أي فائدة أو عائد مالي ، وكل شهادة من هذه الشهادات تمثل مترا مربعا واحدا في شقة لأي مشروع إسكان ،من ميزات هذه الشهادات أنها للحامل وقابلة للتداول في البورصة ،ويتم إعادة تقييم هذه الورقة بشكل شهري.

## المطلب الرابع:العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الأوراق المالية :

هناك عدة عوامل تؤثر في أسعار الأوراق المالية وتقلبها في البورصة وتتلخص أهم هذه العوامل فيما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup>حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، مجلة دولية. علمية محكمة تصدرها جامعة محمد خيضر،

بمسكرة، العدد 2007، ص 175.

**أولاً: العوامل الاقتصادية :** إن ارتفاع أسعار المواد الأولية يؤدي إلى موجات من ارتفاع الأسعار لكافة السلع الصناعية، ثم إلى زيادة أسعار الأسهم وكذلك فإن انخفاض تكاليف الإنتاج باكتشاف وسائل تكنولوجية حديثة يؤدي إلى زيادة هامش الربح وتوزيع عوائد الأرباح بمعدلات عالية، ومن ثم زيادة أسعار الأوراق المالية لزيادة الطلب عليها، وإذا حدث العكس فسوف يؤدي ذلك إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات، كذلك نجاح مؤسسة صناعية وازدهارها يؤدي إلى ازدياد الأرباح الموزعة على المساهمين له كل الأثر في توجيه المضاربين في بورصة الأوراق المالية إلى طلب أسهم هذه المؤسسة وبالتالي ارتفاع أسعارها.

**ثانياً: العوامل المالية :**

ينطبق على بورصة الأوراق المالية قانون العرض والطلب، كلما ازدادت كمية رؤوس الأموال الموضوعة في التداول كلما تحسنت أسعار أوراق البورصة واتجهت نحو الصعود، كلما قلت كمية رؤوس الأموال المعروضة كلما اتجهت أسعار البورصة نحو الهبوط .

**ثالثاً: العوامل النفسية :**

إن البورصة عبارة عن آلة لا تقبض لجميع الأخبار والمعلومات فيعمد المتعاملون إلى الشراء في حالة سماع الأخبار الجميلة وإلى البيع في حالة سماع الأخبار السيئة، ونظراً للحساسية التي تتصف بها هذه السوق يلجأ المضاربون إلى ترويح الشائعات المزيفة لتوجيه المبادلات نحو فئة معينة من الأوراق المالية للاستفادة من هذا التوجيه.

**المبحث الثالث: بورصة الأوراق المالية كفاءتها، مؤشراتهما و مخاطرها:**

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين، أي أن أي معلومة ترد إلى السوق تنعكس في سعر الورقة المالية ويسمى ذلك السعر: السعر العادل، ليس هذا فحسب بل يعتمد المستثمرون على المؤشرات البورصية التي ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة فهي تعطي صورة مسبقة عن السوق للمستثمر الجديد والقديم على السواء خاصة أن هذه السوق تنطوي على درجة عالية من المخاطرة بسبب التقلبات التي تحدث بها .

**المطلب الأول: فرضية كفاءة بورصة الأوراق المالية :**

<sup>1</sup>شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص ص 69،72.

لقد أثار موضوع كفاءة السوق اهتمام الكثير من المهتمين في مجال الاستثمار سواء على المستوى النظري أو التطبيقي، وظهرت بسبب ذلك الكثير من الدراسات التي تحدد الشروط الواجب توافرها في السوق لكي تتسم بنوع من الكفاءة .

أولاً: تعريف كفاءة السوق ومتطلباتها :

**1-تعريف كفاءة السوق :**<sup>1</sup> تعرف السوق الكفاءة بأنها سوق تعكس فيها أسعار الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني بين الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن الورقة المالية، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:

التخصيص الأمثل للموارد .

التقييم الدقيق للمبادلات.

تقديم خدمات بأقل تكلفة.

**2-متطلبات كفاءة السوق:**<sup>2</sup> لكي تتحقق كفاءة بورصة الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيها خاصيتين

أساسيتين هما:

**أ - كفاءة التسعير :** تسمى أيضا بالكفاءة الخارجية وتعبر عن وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير، وهذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة، وفي ظل السوق الكفاء لن تحدث الأرباح غير العادية التي ترجع إلى إمكانية حصول البعض على معلومات قبل غيره.

1رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 47.

2 محمد الصبري، مرجع سبق ذكره، ص33.

ب - كفاءة التشغيل: تسمى أيضا بالكفاءة الداخلية أي قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون تحمل تكاليف عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه ويعني هذا أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

### ثانيا: شروط السوق الكفاءة:

إن توفر الخاصيتين السابقتين لبورصة الأوراق المالية مرهون بتوفر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي:

- وجود حالة المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين الذين لهم حرية الدخول والخروج من العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار توفر خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها وذلك حتى تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية، بالكلفة المناسبة وفي الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة .
- توفر وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيها معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيها بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل. توفر عنصر الشفافية بشكل يجعل المعلومات متاحة لجميع المتعاملين .
- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات. إضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء.
- وجود هيئة تعرف بهيئة إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط فيها أن تكون محايدة ومكونة من أفراد ذوي خبرة.

### ثالثا: مستويات كفاءة السوق :

يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات ، حيث أن مفهوم الكفاءة نسبي وليس مطلق . وقد قام بتقسيم كفاءة " Eugène Fama " ويوجين فاما " Harry Robert " عالما التمويل المشهوران " هاري روبرت السوق المالية إلى ثلاثة مستويات حيث تحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة وهذه المستويات هي :<sup>1</sup>

**1- المستوى الضعيف:** هو المستوى الذي لا تعكس فيه الأسعار المتداولة في السوق المالية الأسعار الحقيقية أو الأسعار التاريخية . ولذلك تكون الفرصة أمام المحللين وأصحاب الخبرة لتحقيق أرباح استثنائية غير عادية سواء

1 وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص ص22، 21.

كان من خلال تطبيق ظاهرة احتكار المعلومات، أو من خلال القيام بتحليل الدقيق المعتمد على الخبرة للوصول إلى اتخاذ قرارات تجنبهم الاستثمار في الأوراق غير الفعالة والتركيز على التي تحقق أرباحاً غير عادية—

**2- المستوى شبه القوي:** تقتصر المعلومات في هذا المستوى على البيانات المنشورة والمعلنة أو المعلومات التاريخية المتوفرة عن الأسعار الحالية نفسها، لذلك يكون هناك مجال لبعض الأشخاص من المحللين للوصول إلى معلومات غير منشورة وغير معلنة يحققون من خلالها بعض الأرباح غير العادية من خلال استغلال ما يسمى بظاهرة "احتكار المعلومات".

**3- المستوى القوي:** يتوفر في هذا المستوى كل المعلومات للمتعاملين في السوق سواء كان مصدرها بيانات منشورة أو تاريخية، ويعني ذلك أن تتوفر كل المعلومات في السوق بشكل عام، ولا يكون هناك مجال لظهور ظاهرة احتكار المعلومات (القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية = صفر). (لكن هذا المستوى لا يعني عدم قدرة بعض المحللين على معرفة بعض الأرقام والمعلومات غير المعلنة وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية لكن يلاحظ في هذا المستوى أنه بعد فترة وجيزة ستعود الأرباح لوضعها الحالي مما يعرض هؤلاء المحللين إلى خسائر غير متوقعة نتيجة ظهور ظاهرة المضاربة.

### المطلب الثاني: مؤشرات بورصة الأوراق المالية:

تعتبر مؤشرات بورصة الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطورها مستقبلاً حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة .

#### أولاً: تعريف المؤشرات البورصة وأنواعها :

**1- تعريف المؤشرات البورصة<sup>1</sup>:** هي عبارة عن نتائج لمعادلات رياضية يتم الحصول عليها من بيانات حركة السعر وتداول السهم وتمثل بشكل رسم بياني مبسط، وتستخدم هذه النتائج كإشارات للبيع والشراء، حيث تقدم المؤشرات ثلاث إشارات، هذه الإشارات إما أنها تؤكد أو تحذر أو تتوقع الاتجاه القادم للسهم.

**2- أنواع المؤشرات البورصة<sup>1</sup>:** بعد ظهور مؤشر داو جونز Dow Jones الأمريكية عام 1884 وذلك لأول مرة في التاريخ، تعددت وتنوعت المؤشرات البورصة بشكل كبير ومن تلك المؤشرات ما صار يهتم

1 جيهان جمال، مرجع سبق ذكره، ص390.

بوضعية السوق بشكل عام حيث يتولى قياس سلوك السوق لكل القطاعات الاقتصادية كمؤشر ستاندار أند بورز Standard and Poor's وإلى جانب هذا النوع هناك أيضا مؤشرات تقوم بقياس اتجاه السوق الخاص بقطاع محدد صناعة معينة، خدمات أو غير ذلك من القطاعات ومن ذلك مؤشر داو جونز للصناعة وهو خاص بثلاثين Dow Jones Industrial average قيمة متداولة صناعيا بوول ستريت.

## ثانيا: استخدامات المؤشرات في بورصة الأوراق المالية: <sup>2</sup>

**1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:** حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجابا أو سلبا) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت استثماراته (في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

**2- الحكم على أداء المديرين المحترفين:** وفقا لفكرة التنوع الساذج، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا، أن يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق) متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة في السوق (الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

**3- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق:** من خلال إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، والكشف عن نمط التغيرات التي طرأت على المؤشر والتنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

**4- تقدير مخاطر المحفظة Systematic Risk:** يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

## ثالثا: كيفية بناء المؤشرات وطريقة حساب قيمتها :

1 محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تمويل التنمية مع دراسة حالة الجزائر، الجزء الأول: بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة غير

منشورة، جامعة الجزائر، 1999، ص 171.

2 عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 39، 40.

تتشارك مؤشرات البورصة في جملة من الصفات حيث تأخذ بعين الاعتبار حين بنائها اختيار العينة واختيار الأوزان النسبية لأفراد هذه العينة ومحاولة تبسيط طريقة حسابها وهذا ما سنراه فيما يأتي:

### 1- كيفية بناء المؤشرات:

أ - اختيار العينة الملائمة<sup>1</sup>: تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي الحجم والاتساع والمصدر.

الحجم: تشير القاعدة العامة في هذا الإطار إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق □ .

الاتساع: يعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمؤسسات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاصا بصناعة معينة، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المؤسسات المكونة لتلك الصناعة. □

المصدر: يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر حيث ينبغي أن يكون مصدرها السوق الأساسية التي تتداول فيها الأوراق المالية. □.

ب- الأوزان النسبية لأفراد العينة المختارة<sup>2</sup>: تعني الأوزان النسبية المعطاة لكل سهم من أسهم العينة المكونة للمؤشر ويمكن التمييز في هذا الصدد بين ثلاث صيغ وهي:

✓ الوزن على أساس السعر: حيث يتحدد وزن السهم بصفة تلقائية وذلك على أساس مقدار نسبة ( سعر هذا السهم) مجموع أسعار الأسهم الفردية المكونة للمؤشر، ويدعى هذا المجموع بالقيمة المطلقة للمؤشر ويحسب متوسط العائد على المؤشر من فترة إلى أخرى كما يلي □ :

$$\text{متوسط العائد على المؤشر} = \frac{\text{القيمة المطلقة للمؤشر (سنة س + 1)}}{\text{القيمة المطلقة للمؤشر (سنة س)}}$$

1 محفوظ جبار وعديلة مريم، قياس دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة بورصة تونس خلال الفترة 1991-2002، في مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مجلة محكمة متخصصة في الدراسات والأبحاث الاقتصادية تصدرها، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، العدد 2006، ص 29 .

2 محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 175، 174.

ومن عيوب هذه الصيغة، أن قيام الوزن النسبي على سعر السهم وحده هو أمر تحكيمي حيث أن سعر السهم قد لا يعكس بصدق وأمانة أهمية المؤسسة أو حجمها. إذ قد يعود ارتفاع السعر إلى انخفاض عدد الأسهم التي تمثل في مجموعها رأسمال المؤسسة كما أنه يعاب على هذا المؤشر أنه سيختل كثيرا بمجرد وقوع اشتقاق في واحد أو أكثر من الأسهم المكونة لعينة المؤشر.

✓ **الوزن على أساس تساوي الأوزان المتساوية:** (أي إعطاء نفس القيمة النسبية لكل سهم موجود داخل المؤشر، فإذا كان المؤشر يتكون من خمسة أسهم وأن قيمته المطلقة في سنة ٢٠٠٠ الأساس هي 5000 وحدة نقدية ون فمعنى ذلك أن كل صنف من الأسهم وزنه يقدر بمبلغ 1000 ون وهذا المبلغ قد يقابله عدد من الأسهم قد يختلف من وزن أوراق إلى أخرى وما يمكن ملاحظته في هذه الصيغة أن متوسط عائد المؤشر يكون مساويا حتما متوسط عائد الأسهم التي تتكون منها عينة المؤشر نفسه .

✓ **الوزن على أساس القيمة:** يتحدد الوزن النسبي للسهم بإعطاء القيمة السوقية الكلية لكافة الأسهم العادية للمؤسسة الممثلة داخل المؤشر، وتحسب القيمة المطلقة للمؤشر بجمع القيم السوقية لكل المؤسسات الممثلة داخل المؤشر.

ومن مزايا هذا المؤشر أنه لا يتأثر في حالة اشتقاق الأسهم كما يمكن أن يقع في الصيغة الأولى كما أنه يفيد كثيرا في الدراسات الكلية وكذا مسيري محافظ الأوراق المالية. ومن العيوب الموجهة إلى هذه الصيغة تمييزها إلى تغيير سعر سهم المؤسسات خاصة منها كبير الحجم مما يحدث تغيرا على القيمة المطلقة للمؤشر وعلى قيمة العائد على المؤشر ومتوسطه.

## 2- طرق حساب قيمة المؤشر<sup>1</sup>:

يمكن التمييز بين طريقتين في كيفية حساب قيمة المؤشرات وهما:

حساب قيمة المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي أو على أساس الأرقام القياسية ويلاحظ أن معظم المؤشرات يتم حساب قيمتها من خلال المتوسط الحسابي .

حساب قيمة المؤشرات على أساس المتوسط الهندسي لأسعار الأسهم المكونة للعينات التي تقوم عليها المؤشرات ونشير إلى أن القليل من المؤشرات فقط التي يتم حساب قيمتها بواسطة المتوسط الهندسي .

1 محمد براق، نفس المرجع السابق ص 175 .



رابعاً: المؤشرات البورصة الأكثر شهرة في العالم

### 1- المؤشرات البورصة الأكثر شهرة في الولايات المتحدة الأمريكية<sup>1</sup>

أ- مؤشر داو جونز Dow Jones: يعتبر مؤشر " داو جونز " أحد أقدم المؤشرات وأشهرها في العالم، وكان موجوداً منذ 1897 وكان يضم آنذاك فقط 12 سهماً أي 10 أسهم من أسهم مؤسسات السكك الحديدية وسهمين من أسهم المؤسسات الصناعية والتي تحتل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطاً في بورصة نيويورك وبعد مرور أربعة سنوات تضمن داو جونز عشرون سهماً، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهماً ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم للعينة ويعتبر مؤشر داو جونز الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار ويتم حسابه كل نصف ساعة.

ب- مؤشر ستاندار اند بورز S&P500: أعطيت له 100 قيمة خلال الفترة 1941 - 1943 ويغطي المؤشر المركب لستاندر 500 خمسمائة قيمة، ويمثل 80% من مجموع الأسعار المسجلة في بورصة نيويورك.

ج- مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم: يأخذ بالحساب كافة القيم المسعرة ببول ستريت حيث يفوق عددها 1500 قيمة وكانت قيمة الأساس لهذا المؤشر هي خمسين ( 50 ) وذلك بتاريخ 31/12/1965 كما أن هذا المؤشر موزون على أساس القيمة السوقية.

### 2- المؤشرات البورصية الأكثر شهرة في اليابان:<sup>2</sup>

أ- مؤشر نيكاي Nikkei: مؤشر ببورصة طوكيو اليابانية، تم إنشاؤه عام 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة ويعتمد في حسابه على أساس القيمة السوقية.

ب- مؤشر توبيكس Tokyo Stock price Index) Topix : لقد تم إنشاؤه 1968/ 01/4 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس ويعتبر هذا المؤشر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزوناً على أساس القيمة السوقية لكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقاً من مؤشر نيكاي.

### 3- المؤشرات البورصة الأكثر شهرة في فرنسا:<sup>1</sup>

1 Martin Zweig, Acheter en Bourse au bon moment, Valor Editions, Paris, 1999, pp : 43, 44.

2 Jérémy Morvan, op-cit, p:101.

أ - مؤشر كاك 40 (Cotation Assistée en Cotation CAC40): بحسب انطلاقا من عينة تتكون من 40 قيمة للأسهم الأكثر تداولاً وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر 40 مؤسسة (بالنسبة لقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987/12/31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة ب 1000 نقطة. وبحسب هذا المؤشر كل 30 ثانية في كل جلسة بورصية، وتتم عملية حساب مؤشر كاك 40 وفق الصيغة التالية :

$$\text{مؤشر كاك 40} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية القاعدية المعدلة}}$$

ب- مؤشر كاك لكافة الأسهم : وهو مؤشر أكبر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتضمن 300 مؤسسة في سنة 1991 ، وقيمة المؤشر في سنة الأساس هي 100 نقطة وذلك 1981/12/31.

المؤشرات البورصة الأكثر شهرة في ألمانيا :<sup>2</sup>

أ - مؤشر فاز : يتضمن 100 مؤسسة ويتم حسابه على أساس القيمة السوقية ، وهو المؤشر الأكثر استعمالاً  
 ب- مؤشر داكس DAX : يسمى أيضا داكس (DAX 30) لقياس كفاءة الأسهم الألمانية ، وتتكون عينة المؤشر من 30 مؤسسة ، وهو شبيه بالمؤشر الفرنسي كاك 40 وبحسب كل 15 ثانية في كل جلسة بورصية ويتم تداوله أيضا في سوق العقود المستقبلية وسوق الخيارات.

المطلب الثالث : مخاطر بورصة الأوراق المالية:

تنطوي بورصة الأوراق المالية على درجة عالية من المخاطرة وذلك بسبب التقلبات التي تحدث بها، مما يؤدي إلى إلحاق خسائر كبيرة بالمتعاملين بها . وتنشأ المخاطر المصاحبة للاستثمار نتيجة عدم التأكد من تحقيق العائد المتوقع، واحتمال خسارة بعض أو كل رأس المال .

1 محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 180.

2 Jérémy Morvan, op-cit, p :99.

أولاً: أنواع مخاطر بورصة الأوراق المالية :

يمكن تقسيم المخاطر ببورصة الأوراق المالية إلى نوعين رئيسيين هما:

**1- المخاطر المنتظمة<sup>1</sup>:** يطلق عليها أيضا مخاطر السوق أو المخاطر العادية أو المخاطر العامة معينة أو قطاع معين، بل تصيب كافة الأوراق المالية في السوق، وبالتالي لا يمكن التخلص منها من خلال التنويع لأنها تؤثر على كل المؤسسات تقريبا في نفس الوقت، وترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة وحالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة أو الحروب أو الانقلابات السياسية ومن هذه المخاطر:

**أ- مخاطر سعر الفائدة:** فارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادي سيفضل بيع الأوراق المالية التي يملكها وإيداع مقابلها وديعة في البنك حيث تدر عليه عائد أكبر كما أن أي تغير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار الأوراق المالية طويلة الأجل بشكل أكثر من تأثيره على الأوراق المالية قصيرة الأجل . فالاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل لا تؤمن عواقبه حيث قد يتعرض لخسارة كبيرة إذا ما صادف ارتفاع سعر الفائدة وقت الحاجة إلى بيعها ومع أن مخاطر سعر الفائدة تصنف ضمن المخاطر المنتظمة لأنها تؤثر في جميع الأوراق المالية، إلا أن تأثيرها يختلف حسب نوع الورقة، فيكون تأثيره أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة عنه في الأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية وتقاس مخاطر سعر الفائدة باستخدام النسبة بين الأصول التي تتأثر بتذبذب سعر الفائدة إلى الخصوم التي تتأثر أيضا بالتذبذب في سعر الفائدة.

**ب- مخاطر السيولة:** وهي مخاطر عدم تمكن المستثمر من بيع أسهمه أو سندات وتحويلها إلى سيولة نقدية في وقت احتياجه إلى أموال نتيجة لعدم وجود طلب عليها، وتختلف إمكانية سيولة الاستثمار باختلاف نوع الاستثمار، فالاستثمار بالسندات والأسهم للمؤسسات الكبيرة أكثر سيولة من الاستثمار في أسهم المؤسسات الصغيرة التي يقل تداول أسهمها.

1 محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة-مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في 30،، سوق الأوراق المالية -الدار الجامعية،

الإسكندرية، مصر، ص 30، 28.

ج- المخاطر السوقية: تتمثل في تلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين، وأحسن مثال على المخاطر السوقية هي الحالة التي أصابت بورصة نيويورك عام 1963 م بعد أن توارت أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي "كيندي"، فقد حدثت عمليات بيع هستيرية اضطرت المسؤولين إلى إغلاق البورصة وبيعت الأسهم بأسعار منخفضة جدا، وعندما فتحت البورصة بعد يومين عادت الأسهم إلى أسعارها الاعتيادية.

د- مخاطر الائتمان: وهي المخاطر التي تنتج عن عدم قدرة الجهة التي أصدرت السندات على سداد قيمتها في المواعيد المقررة وخاصة إذا كانت السندات المصدرة غير مضمونة من الحكومة وهناك مقاييس عديدة لقياس مخاطر الائتمان منها نسبة القروض إلى الائتمان ونسبة خسائر القروض إلى القروض.

هـ- مخاطر التضخم: وتعرف أيضا بمخاطر القوة الشرائية، وهي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد.

2- المخاطر غير المنتظمة<sup>1</sup>: هي المخاطر غير السوقية أو مخاطر الاستثمار في ورقة مالية أو مؤسسة معينة وهي ناتجة عن عوامل تتعلق بمؤسسة معينة أو قطاع معين وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل ومن هذه العوامل حدوث إضراب عمالي في مؤسسة معينة أو أخطاء إدارية أو ظهور اختراعات جديدة أو عمل حملات إعلانية لمؤسسات منافسة أو التغيير في أذواق المستهلكين تجاه منتجات المؤسسة أو ظهور قوانين جديدة تؤثر على هذه المنتجات ومن هذه المخاطر نجد:

أ- مخاطر الإدارة: قد تسبب الأخطاء الإدارية اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار بالرغم من أن المؤسسة تتمتع بجودة المنتجات وقوة مركزها المالي، كما أن تعرض مؤسسة معينة لخسائر من خلال انخفاض مبيعاتها مثلا، سيؤثر بشكل سلبي على سعر سهم المؤسسة داخل البورصات المحلية والدولية، وقد يتحمل المستثمرون في مثل هذه المؤسسات والأسهم خسائر رأسمالية كبيرة.

ب- مخاطر الصناعة: وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين دون أن يكون لها تأثير هام خارج نطاق هذا القطاع، وقد تنتج مخاطر الصناعة عن عوامل عديدة مثلا: عدم توفر المواد الخام للصناعة، أو ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة، أو ظهور اختراعات أحدث فعندما ظهرت السيارات مثلا كسدت صناعة العربات.

1 وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 176، 175.

ثانياً: طرق تقليل مخاطر بورصة الأوراق المالية<sup>1</sup>:

**1-التنويع:** يؤدي التنويع في الاستثمارات إلى تخفيض المخاطرة إلا أنه لا يؤدي إلى إزالتها أو القضاء عليها، وتمثل مجالات تنويع الاستثمار فيما يلي:

- تنويع الأوراق المالية التي يجوز الاستثمار فيها وقيمة الاستثمار في كل نوع .مستوى جودة الأوراق المالية، حيث يرتبط مباشرة مع النسبة المقبولة من المخاطر، فعند الرغبة في عدم قبول مخاطر عالية فإنه يلزم شراء أوراق مالية جيدة المستوى.

- تواريخ الاستحقاق، فيجب أن تتماشى تواريخ استحقاق السندات مع احتياجات التدفق النقدي ومتطلبات السيولة، فهناك مشكلة عدم توافق تواريخ استحقاق الودائع مع تواريخ استحقاق القروض عند إدارة المحفظة يجب مراعاة درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة إذ أن تقليل المخاطر التي تتعرض لها هذه العوائد يتم من خلال اختبار أوراق مالية لا يوجد ارتباط بين عوائدها، فكلما زاد الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة كلما ارتفعت نسبة المخاطر فيها.

**2-سياسة الوقاية من الخسائر:** يمكن إتباع سياسات معينة للوقاية من مخاطر احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية، فعند توقع انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ثمانية أشهر في نفس الوقت الذي يتوقع فيه زيادة الطلب على القروض وظهور حاجة إلى السيولة، فإنه يجب العمل على الوقاية من خسائر بيع الأوراق المالية بعد ثمانية أشهر بتوقيع ما يسمى " بعقد الاختيار " وقد تشمل عقود الاختيار الأسهم والسندات كما قد تشمل العملات الأجنبية والأدوات المالية والسلع، ويعطي عقد الاختيار هذا حامله الحق في بيع وشراء كمية معينة من الأوراق المالية بسعر محدد مقدماً في تاريخ معين والحق في أن لا ينفذ عملية البيع أو الشراء .

1 محمد محمود عبد ربه محمد، مرجع سبق ذكره، ص 32، 31.

## خلاصة الفصل الأول :

تعتبر بورصة الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفقات الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فهي تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها. تمثل بورصة الأوراق المالية سوقا بالمفهوم الاقتصادي للسوق حيث تمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع المتمثلة في الأسهم والسندات والأوراق المهجنة وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري كما تصنّف هذه السوق ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.

إن التعامل في الأوراق المالية يتم من خلال تدخّل عدة أطراف وهم الطالبون والعارضون لرؤوس الأموال والوسطاء والمراقبون وذلك بتوفّر شروط معينة.

نظرا لكون بورصة الأوراق المالية الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للأوراق المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق بكفاءة أسواق الأوراق المالية ومؤشراتها، ونظرا لانطوائها على درجة عالية من المخاطرة بسبب التقلبات التي تحدث بها والتي تؤدي إلى إلحاق خسائر كبيرة بالمعاملين بها فقد زاد الاهتمام بدراسة مخاطرها ومحاولة التقليل منها.

# الفصل الثاني

## تمهيد الفصل الثاني :

تقدم البورصة معلومات سريعة حول أسهم المؤسسات المسعرة بما كأسعارها عوائدها، مخاطرها مما يتيح للمحللين الماليين والمستثمرين تحليل هذه الأوراق وتقييم مردوديتها باعتبارها الخطوة الأهم في سبيل اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها، فبالنسبة لمديري المحافظ الاستثمارية، يكون ذلك التحليل مهما عند بداية تشكيل المحفظة للمرة الأولى من خلال معرفة الأوراق المالية الجذابة من منظور المردودية والمخاطر وبذلك يستطيع المستثمر تحقيق أهدافه من وراء هذا التحليل بما يمكنه من فحص العديد من البدائل الاستثمارية المتاحة بشكل يساعده على اتخاذ القرارات المتعلقة بجيازته أو عدم حيازته للأوراق المالية. ويبقى دور التحليل مستمرا في تقييم المحفظة لأن ما كان جذابا قد لا يكون كذلك والعكس صحيح في ظل التدفق المستمر للمعلومات الجديدة، وسنتطرق إلى معالجة هذا الفصل في ثلاث مباحث رئيسية وهي :

المبحث الأول : مدخل إلى تقييم المؤسسة

المبحث الثاني : تحليل مردودية المؤسسة

المبحث الثالث : تقييم الأوراق المالية للمؤسسة ومردوديتها



## المبحث الأول: مدخل إلى تقييم المؤسسة

## المطلب الأول: القيمة بين الفكر الاقتصادي والمحاسبي والمالي

لقد عرفت القيمة دراسات واسعة في الفكر الاقتصادي، مما يدعونا للوقوف على جانب منها باعتبار أن هذا الفكر يمثل الخلفية النظرية والعلمية لأي ظاهرة اقتصادية يتم الخوض فيها، كما نتطرق في هذا المطلب أيضا إلى القيمة في الفكر المحاسبي وأخيرا إلى القيمة في الفكر المالي باعتبار موضوع الدراسة موضوعا ماليا.

## أولاً: القيمة في الفكر الاقتصادي :

تشكل نظرية القيمة أو ما يعرف بنظرية الأسعار النسبية الأساس (أو نواة) لكل نظام نظري عام، إذ نجدها تمثل محور التحليل الاقتصادي لمختلف المدارس<sup>1</sup>.

ومن الخصوصيات التي جاءت بها دراسات الفكر الاقتصادي للقيمة ما يلي:

ينطلق مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي من أن القيمة تمثل الحكم المتعلق بأهمية سلعة بمفهومها الواسع (سلعة وخدمة<sup>2</sup>).

يميز الفكر الاقتصادي بين ثلاث ثنائيات من المفاهيم المرتبطة بالقيمة، وهي<sup>3</sup>:

- ✓ قيمة إجمالية / قيمة وحدوية: توصف القيمة بالإجمالية إذا كانت مجردة ولا تعكس حكم فرد أو حالة خاصة، بينما القيمة الوحدوية فتطلق على القيمة الفردية أي تعكس حكم فردي.
- ✓ قيمة موضوعية / قيمة ذاتية: تتمثل القيمة الموضوعية في القيمة الاجتماعية بمعنى الأهمية التي يعطيها مجموعة من الأفراد للسلعة بالنظر لقدرتها على إشباع حاجاتهم (المجموعة)، أما بالنسبة للقيمة الذاتية، فتعني القيمة التي يعطيها فرد إلى السلعة بالنظر لما تقدمه من إشباع لحاجاته الخاصة.
- ✓ قيمة الاستعمال/قيمة المبادلة: يعتبر هذا التمييز قديما جدا لأنه ظهر عند اليونان القدامى حيث يركز على طبيعة الإشباع سواء بشكل مباشر بالاستعمال أو بشكل غير مباشر عن طريق مبادلة السلعة بسلع أخرى.

1 محمد مبارك حجيل، التقييم الاقتصادي والمحاسبي، مكتب الأنجلو المصرية، القاهرة، 1974، ص 11.

2 وسام ملاًك، تطور الفكر الاقتصادي من المركنتيلية إلى الكلاسيكية، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، 2011، ص 32.

3 Claude Mouchot, Les théories de la valeur, Economica, Paris, 1994, pp :7,8.

ثانيا: القيمة في الفكر المحاسبي<sup>1</sup>:

ينفرد الفكر المحاسبي بدوره الرائد في القياس ويمثل جوهر ارتكاز العمل المحاسبي ومحوره وذلك من خلال استخدام الأرقام في التعبير عن الأنشطة التي تمارسها المؤسسات الاقتصادية بهدف تحديد نتائجها ووضعيتها المالية، إلا أنه من الملاحظ، عدم توافر نظرية مستقلة للقيمة عند هذا الفكر بالمقارنة بما هو متوافر لدى الفكر الاقتصادي.

يمكن تصنيف ما أورده الفكر المحاسبي في مجال القياس المحاسبي للقيم إلى مدخلين رئيسيين يحتوي كل منهما على أكثر من طريقة يتم اتخاذها كأساس للقياس وهما:

\_مدخل (مقاربة) التكلفة في القياس المحاسبي.

\_مدخل القيمة في القياس المحاسبي .

يعتمد مدخل التكلفة في تقييم وتحديد النتائج وتصوير المراكز المالية للمؤسسات على أساس التكاليف التي تم إنفاقها للحصول على الأصل وذلك بتكلفة الحيازة الشراء للعناصر المحصل عليها من خارج المؤسسة وتكلفة الإنتاج للعناصر المحصل عليها من خارج المؤسسة وتكلفة الإنتاج للعناصر المنتجة بواسطة إمكانيات المؤسسة نفسها .

كما يعتمد مدخل القيمة في التقييم وتحديد النتائج والمراكز المالية للمؤسسة على أساس مفهوم القيمة في عملية التقييم المحاسبي وذلك من خلال طرق القياس الآتية:

\_طريقة التكلفة الاستبدالية الجارية(بأسعار السوق)

\_طريقة محاسبة التحديث المستمر

\_طريقة الدخل المتوقع .

## ثالثا: القيمة في الفكر المالي

ينصرف الفكر المالي في دراسة القيمة إلى القيمة المرتبطة بالمؤسسة وذلك على عكس نظرية القيمة في الفكر الاقتصادي التي كانت تدور حول قيمة السلعة. ولعل ذلك سوف لن ينجز عنه اختلاف في المبدأ بين النظرة إلى قيمة السلعة وقيمة المؤسسة، باعتبار أن المؤسسة مكونة من مجموعة من عوامل الإنتاج من بينها

<sup>1</sup> إبراهيم الدسوقي محمد عبد المنعم، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وأثره على قياس قيمة المنشأة، أطروحة دكتوراه، جامعة القاهرة، 1995 ص 10 .

السلع بمفهومها الواسع سواء كانت استثمارات أو غير ذلك أو الأصول بمفهوم أشمل وعليه تحاول النظرية المالية الفكر المالي التطرق إلى القيمة المتعلقة بالمؤسسة في إطار ما يعرف بنظرية قيمة المؤسسة التي تستمد مرجعيتها في الأساس من الفكر الاقتصادي في الجانب النظري، كما نجد أنها تستعير جانبا من أدوات القياس من الفكر المحاسبي.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: مفاهيم عن قيمة وتقييم المؤسسة

#### أولا: المفاهيم المختلفة للقيمة

هناك عدة مفاهيم للقيمة ومن هذه المفاهيم ما يلي<sup>2</sup>

**1- قيمة التصفية:** تعرف قيمة التصفية بالمبلغ الذي يمكن الحصول عليه من أحد الأصول أو مجموعة من الأصول أو كافة أصول المؤسسة بمعزل عن المؤسسة أو التنظيم الإداري الذي كان يستخدمها .

**2- القيمة القابلة للتأمين:** القيمة القابلة للتأمين مباشرة وواضحة جدا فهي ببساطة قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما التي سيتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة الخسارة معبر عنها بالنقود، وهذا الفرع من القيمة له علاقة ضعيفة بعمليات التملك والاندماج باستثناء عملية مراجعة التغطية التأمينية للمباني والمعدات عقب إتمام عملية التملك.

**3- القيمة الحقيقية:** يرتبط مفهوم القيمة الحقيقية بالأوراق المالية عامة وبالأسهم العادية بشكل خاص ويدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة. وتتحدد هذه القيمة بالنسبة للسهم على ضوء معطيات موضوعية تشمل: قاعدة موجودات المؤسسة، إنتاجية هذه الموجودات، المبيعات والأرباح التي تحققها للمؤسسة، الأرباح الموزعة على المساهمين، آفاق النمو المستقبلية... الخ.<sup>3</sup>

**4- القيمة الإستعمالية / القيمة التبادلية:** القيمة الإستعمالية ليست نوعا من القيمة، ولكن ظرفا تجرى في ظل افتراضات معينة عند تقدير قيمة الأصول. إنه مرتبط بالأصول ذات الاستعمال الإنتاجي ويمكن أن توصف بأنها قيمة أصل ما كجزء من المشروع العامل .

1 إبراهيم الدسوقي محمد عبد المنعم، نفس المرجع السابق، ص 13، 14.

2 طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة - الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 14.

3 محمد أمين عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، الطبعة الثالثة، 2006، ص 71.

أما القيمة التبادلية فهي عكس القيمة الإستعمالية، وترتبط القيمة التبادلية بقيمة الشيء المملوك أو الأصل عندما يتم تبادله في حد ذاته منفصلا عن وجود كيان تشغيلي ما<sup>1</sup>.

### ثانيا: مبادئ نظرية التقييم :

إن المبادئ الاقتصادية الأساسية مثل العرض والطلب تؤثر على قيمة الملك أو الأصل ومع ذلك فهناك أربعة مبادئ اقتصادية محددة تؤثر على تقدير قيمة الأصل بشكل هام وهي كما يلي<sup>2</sup> :

**1-مبدأ وجود بدائل** :لا يعني هذا المبدأ أن كل البدائل مرغوبة بدرجة متساوية لكنه يعني ببساطة أن البائع مجبر على البيع لمشتري معين وأن المشتري ليس مجبرا على الشراء من بائع بعينه. فإذا لم يكن هذا هو الوضع فإن آلية السوق سوف تتشوه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة.

**3-مبدأ الإحلال** :مبدأ الإحلال أو الاستبدال مرغوب بدرجة مساوية. فإذا كان على سبيل المثال بنكين متساويين في الحجم والموظفين والمكاسب ... فإن الفطرة السليمة وعلم تقدير القيمة سوف يقودان لاستنتاج أن البنكين لهما قيمة متساوية أو نسبة متساوية لأتهما يمثلان بديلين مرغوبين بدرجة متساوية وفي هذه الحالة هما بديلين متطابقين<sup>3</sup>.

**4-مبدأ المنافع المستقبلية** :يقضي مبدأ المنافع المستقبلية الذي يكتسب أهمية خاصة في إطار عملية الاندماج أو التملك بأن قيمة الملك أو الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاك ذلك الملك أو الأصل أو السيطرة عليه، ومن هذا المنظور فإن قيمة أي بنك أو مؤسسة أعمال تكون هي القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية أمر معقد جدا ويتطلب وضع افتراضات، عديدة بشأن مستقبل المؤسسة<sup>4</sup>.

1 Claude Mouchot, op-cit, p:5.

2 طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 26.

3 Simon Parienté, Analyse Financière et évaluation d'entreprises, édition Pearson Education, Paris,2006, p:130.

4 وهيبه بوخدوني، إشكالية تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية في ظل سياسة الخوصصة، مجلة الاقتصاد المعاصر، مجلة علمية سداسية محكمة تصدر عن معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي-خميس مليانة-الجزائر، العدد:02 2007، ص124.

## المطلب الثالث : طرق تقييم المؤسسة:

تعددت مناظير وطرق تقييم المؤسسة حسب ما جاء به الفكر المحاسبي والمالي، مما يجعل المعنيين بعملية القياس أو من ينوب عنهم الخبراء أمام كثير من الطرق، تحتم عليهم اختيار الأنسب منها بما يخدم أهدافهم والتي لا وتمثل أغلب طرق التقييم المطبقة في المؤسسات في صيغ رياضية بحتة تطرح مشاكل في حسابها بقدر ما تطرحه في إيجاد المعطيات المكونة لها في ظل تعددها تعدد المداخل، معدل الاستحداث... ، يضاف إلى ذلك الاختلافات الموجودة من حيث المبدأ في الطرق المستعملة في حد ذاتها، ومن هذه الطرق ما يلي:

## أولا : طرق التقييم المرتكزة على منظور الذمة المالية (تقييم الأصول) :

**1- طريقة الأصل المحاسبي الصافي<sup>1</sup>**: يعرف انطلاقا من الميزانية المحاسبية وهو يمثل الفرق بين الأصول المحاسبية الإجمالية والديون مع طرح المصاريف الإعدادية.

الأصول المحاسبية الصافية = مجموع الأصول المحاسبية - (المصاريف الإعدادية + مجموع الديون)

هذه الطريقة سهلة الحساب وتعطينا فكرة على قيمة المؤسسة ولكنها غير فعالة في عملية تقييم المؤسسة، لأنها لا تترجم قيمتها الحقيقية أي أنها لا تأخذ بعين الاعتبار انخفاض قيمة النقود، التقدم التكنولوجي، التضخم، فهي تعتمد على معلومات تاريخية غير خاضعة للتصحیحات وعمليات إعادة التقييم.

**2 القيمة الجوهرية<sup>2</sup> (La valeur substantielle)**: وتعرف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرارية Continuation مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول (الممتلكات والحقوق) التي تكون الذمة المالية للمؤسسة .ويمكن حساب القيمة الجوهرية انطلاقا من الأصول المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية، مضافا إليها العناصر الضرورية للاستغلال التي لا تملكها المؤسسة العتاد المحصل عليه بواسطة القرض التجاري Leasing والمستأجر Locations والمستعار Prêts آخذين بعين الاعتبار القيمة الحالية لأقساط الإيجار Loyers والأتعاب Redevances المتعلقة بها في جانب الخصوم، مع إضافة مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة، تجديد والحفاظ على المعدات، كما يجب استبعاد العناصر التي تملكها المؤسسة وغير الضرورية للاستغلال، وعليه، يمكن حسابها على النحو التالي:

1 Patrice Vizzavona, Evaluation des entreprises, Berti édition, Tipaza, Algérie, 1990, P:4.

2 Jean Brillman et Claude Maire, Manuel d'évaluation des entreprises, LES Editions d'Organisation Paris,

1993, P :142.

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية + مصاريف الاستثمار  
الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد والحفاظ على  
المعدات - العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال.

إنما يمكن ملاحظته في هذه العلاقة، هو حساب القيمة الجوهرية (بصورة إجمالية) الديون متضمنة في حسابها، غير أنه في الواقع نجد بعض الخبراء، خاصة منهم المنتمين للكلية الوطنية البلجيكية للخبراء المحاسبين، قد قسموا القيمة الجوهرية، بالإضافة إلى السابقة) الإجمالية (إلى صنفين آخرين وذلك حسب معيار مكونات تمويل الأصول هما:

القيمة الجوهرية الإجمالية المحفظة **Réduite**: التي تساوي القيمة الجوهرية الإجمالية منقوصا منها الديون بدون فوائد) مثل قرض المورد. □

القيمة الجوهرية الصافية: والتي تساوي القيمة الجوهرية الإجمالية منقوصا منها مجموع □ الديون، مما يجعلها تقترب من مفهوم الأصل الصافي المصحح، لولا بعض التعديلات المتمثلة في أخذ القيمة الأولى العتاد المستأجر والمستعار بعين الاعتبار.

ثانيا: قيمة المردودية :

بشكل نقدي للوسائل المادية، البشرية **Efficienc** تعتبر المردودية مفهوما يسمح بقياس الكفاءة والمالية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة وتوضح بالعلاقة:

### النتائج/الوسائل

كما يمكن تعريفها بأنها تمثل تعبيرا للنتيجة المتحصل عليها من خلال عملية اقتصادية تهدف لتحويل الإنتاج أو للتبادل، بحيث تمثل المرحلة الأخيرة لعملية التبادل التي تظهر على شكل فائض.  
وبما أن الخبر المقيم يسعى لإيجاد قيمة المؤسسة، نجده يبحث عنها انطلاقا من الربح الصافي الناجم عن رأس المال الخاص (الأصل الصافي المحاسبي) .

وعليه، يتمثل فحوى هذه الطريقة في رسملة الناتج عن المؤسسة بمعدل استحداث معين بغية إيجاد قيمتها، حيث تعتبر من الطرق الأكثر استعمالاً من طرف الخبراء وتكتب معادلتها الأساسية على النحو الآتي:<sup>1</sup>

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+i)^t}$$

B: يمثل متوسط الربح المتوقع؛ حيث

t: عدد السنوات

i: يمثل معدل فائدة سندات القطاع العام عند الإصدار .

ويلاحظ أن هذه المعادلة تمثل في الرياضيات المالية القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية ثابتة، حيث تكتب على الشكل:

$$V = B \frac{1 + (1 - t)^{-t}}{i}$$

ويمكن تبسيط الشكل السابق، عندما تكون الفترة غير محدودة على النحو الآتي<sup>2</sup>

$$V = \frac{B}{i}$$

**تقييم الطريقة:** ما يمكن ملاحظته حول هذه الطريقة أنها تحمل الكثير من الرؤى فيما يخص تكوينها والمتمثلان في معدل الاستحداث والربح والتي يمكن أن نستعرض جانباً منها:

<sup>1</sup>ibidem, p :275.

<sup>2</sup>Jean Brilman et Claude Maire, op-cit, p :115.

## 1-الربح<sup>1</sup>

الاعتماد على الأرباح الماضية: يتمثل الربح المأخوذ بعين الاعتبار بالنسبة للطرق التقليدية في الربح المحصل عليه في السنوات الثلاثة أو الخمسة الماضية التي تسبق عملية التقييم، حيث يتم حسابه إما ب :

- حساب المتوسط الحسابي للربح لثلاث أو خمس سنوات الماضية والذي يحسب كما يلي:

المتوسط الحسابي للربح لثلاث أو خمس سنوات الماضية باستعمال معاملات ترجيح بحيث تميل لربح السنة الأقرب، كون أرباح السنوات الأبعد ذات دلالة أقل، ويتم حسابه على النحو التالي:

$$\frac{\text{ربح}(t-3)+\text{ربح}(t-2)+\text{ربح}(t-1)}{3} = \text{B) المتوسط الحسابي للربح لثلاث سنوات}$$

-حساب المتوسط الحسابي للربح لثلاث أو خمس سنوات الماضية باستعمال معاملات ترجيح بحيث تميل لربح السنة الأقرب، كون أرباح السنوات الأبعد ذات دلالة أقل، ويتم حسابه على النحو التالي:

$$\frac{\text{ربح}(t-1) \times 1 + \text{ربح}(t-2) \times 2 + \text{ربح}(t-1) \times 3}{6} = \text{المتوسط الحسابي للربح لثلاث سنوات}$$

حيث: هي  $\frac{3}{6} \frac{2}{6} \frac{1}{6}$  معاملات ترجيح.

يمكن أن تتغير معاملات الترجيح حسب دراسة الخبير المقيم للأرباح الماضية، وعموما تكون هذه المعاملات أكبر لأرباح السنة الماضية ثم تبدأ بالانخفاض كلما اتجهنا نحو الماضي، لكن يلاحظ أن الربح المأخوذ بواسطة الطرق التقليدية لا يعكس قيمة المؤسسة كون أن هذه الأخيرة ليست مرتبطة بنتائجها الماضية بل بما ستحققه من نتائج مستقبلية.

**الربح الناتج عن التوقعات:** حساب المتوسط الحسابي للتوقعات وهو ما استعرضناه في الطريقة، حيث يمثل حقيقة مردودية الأموال المستمرة، إلا أنه يطرح مشكلا في مدى صحة التنبؤات □ .

وعموما من الأحسن استعمال الأرباح المقدرة، وإذا تقدر الأمر في إيجادها أو القيام بها أو سوء تقديرها، يمكن أن يعتمد على الربح الصافي المصحح الماضي.

1 Pierre Conso et Farouk Hamici, gestion financière et marchés financier ,atol édition,paris,1996, p :52.



2- معدل الاستحداث<sup>1</sup> عموما يتم اختيار معدل الاستحداث أو معدل الرسملة تبعاً لاختيار الربح المأخوذ في الحساب فإذا تم اختيار الربح الماضي فإن هذا المعدل يساوي معدل الفائدة على رؤوس الأموال طويلة الأجل أما إذا تم اختيار الربح المتوقع، نضيف إلى معدل السوق علاوة الخطر (Prime de Risque) بغية تلاقي تأثيرات عدم التأكد التي تحيط بالتوقعات.

ثالثاً: التقييم بواسطة طريقة نسبة السعر على الفائدة :

تنتمي هذه الطريقة إلى المنظور المقارن (Approche Comparatives) والذي يعمل على تقييم المؤسسة بدلالة مضاعفات مستخرجة من مؤسسة أو مؤسسات أخرى. وتعتبر هذه الطريقة من أهم طرق هذا المنظور.

ويعرف (Price Earning Ratio) PER لأصل مالي على أنه نسبة سعر الأصل إلى الربح وتمثل السنوي الذي يطرحه، ومن ثم فهو يبين فترة الاسترداد اللازمة لهذا الأصل ويرمز له P/E بذلك هذه النسبة مقلوب معدل مردودية المتمثل في قسمة العائد على قيمة الأصل<sup>2</sup>.

يعتبر مضاعف السعر إلى العائد من أهم نسب تقدير وتقييم أسعار الأسهم وأكثرها شيوعاً واستخداماً في بورصة الأوراق المالية بحيث تشير إلى كم مرة من الربح تقبل هذه الأخيرة دفعه على ورقة مالية (سهم) ما أو بمعنى آخر كم مرة نقوم برسملة العائد المحصل عليه من طرف مؤسسة ما، ولهذا الغرض نجدها تستعمل كثيراً في المقارنات بين الأسواق المالية المتعددة وبين مختلف القطاعات والمؤسسات كمؤشر لاتخاذ القرارات لدى مستثمري المحافظ المالية وتساعد المحللين الماليين في معرفة أوضاع الأسواق المالية، كما تلعب دوراً مهماً في عمليات تقييم المؤسسات بشقيها المسعرة وغير المسعرة<sup>3</sup>.

هناك طريقتان لحساب مضاعف سعر العائد<sup>4</sup> PER

الطريقة التقليدية وهي الطريقة السهلة المتبعة في كافة التحليلات المالية ويتم بموجبها تقييم سعر السهم السوقي بالنسبة لما حققه السهم بالفعل من أرباح خلال فترة 12 شهر ماضية، ويصاغ مضاعف السعر إلى العائد حسب هذه الطريقة كما يلي:

1Jean Brilman et Claude Maire, op-cit, p :155.

2André Kavacs, Comprendre la bourse, Les éditions d'organisation, Paris, 1988, p:46.

3François Neri, Raconte- moi la bourse, Economica, Paris, 1997, p:117.

4جيهان جمال، مرجع سبق ذكره، ص ص 243، 242.

مضاعف السعر إلى العائد = السعر السوقي للسهم / عائد السهم الواحد

**P/E= Market price per share / Earning per share**

وربح السهم (EPS) هو نصيب السهم الواحد من أرباح المؤسسة وهو عبارة عن صافي الأرباح مقسوما على عدد الأسهم في المؤسسة، وبشكل عام، كلما كانت قيمة مضاعف السعر إلى العائد P/E أصغر كلما كان أفضل لأنه كلما قلت قيمته زادت الأرباح وقلت عدد السنوات التي سيصل فيها ما يحصل المستثمر عليه من ربح لتغطية تكلفة شراء السهم وهذا هو الأفضل.

الطريقة الحديثة :

يعتبر مضاعف السعر إلى العائد حسب الأرباح متوقعة (Price to Earning Growth Ratio) "PEG" من أكثر نسب تقييم الأسهم تقدما لكن أقلها استعمالا، حيث أنها تدخل عامل النمو المتوقع في الحساب وذلك من منطلق أن الأداء المستقبلي هو ما يشغل في الواقع العملي بال المستثمرين والمتداولين، ويتم حسابه بقسمة سعر السوق الحالي على المتوسط السنوي للنمو (معدل النمو)، فإذا كانت النتيجة أقل من الواحد الصحيح معناه أن سعر السهم أقل من قيمته الحقيقية، ويعتبر فرصة جيدة للشراء، وإذا كانت نتيجة القسمة مساوية للواحد الصحيح أو أكثر فلا يشتري السهم، لكن يباع إذا كان المستثمر يحوز هذا السهم.

← استثناءات على مضاعف السعر إلى العائد<sup>1</sup>: هناك استثناءات تجعل المستثمر يقوم بشراء السهم أو

الاستمرار في الاحتفاظ به رغم ارتفاع مضاعف سعره إلى عائدته، ومن هذه الاستثناءات:

- أن يتم إعادة هيكلة المؤسسة في الفترة الأخيرة وبالتالي فإن انخفاض أرباحها مؤقت، وبعد ذلك ستكون تلك المؤسسة مقبلة على تطور كبير سينعكس على نتائجها مستقبلا، مما يجعل P/E ينخفض مستقبلا، وعليه، فإن السهم قد يكون مرشحا للشراء.

- أن سمعة إدارة المؤسسة تعتبر جيدة وموثوق منها، وعدم توافر معلومات عن إخلال إدارة المؤسسة بمعايير الأمانة والكفاءة.

- نسبة الأرباح غير التشغيلية نسبة ضئيلة من نتائج المؤسسة.

- الفرق بين مضاعف السعر إلى العائد ومؤشر السوق غير كبير.

1 المرجع السابق، ص 244.

وتعطى صريغة التقييم بواسطة مضاعف السعر إلى العائد، التي تم الحصول عليها من الصيغة العامة لرسملة الأرباح على الشكل:<sup>1</sup>

$$V = \frac{P}{E \times B}$$

حيث :

✓ P/E: مضاعف سعر السهم /العائد .

✓ B: الربح الإجمالي للمؤسسة.

تقييم الطريقة:

أ - بالنسبة لمضاعف السعر/العائد P/E<sup>2</sup>: تتكون هذه النسبة كغيرها من النسب من طرفين وعليه فدالاتها مرتبطة بطبيعتهما وقيمتها والتي لا بد من الوقوف عليهما لتعددتهما :

السعر: يتم الحصول على السعر من البورصة ، وبالتالي فهو متغير يخضع لآلية العرض والطلب داخل السوق، ويتعدد أسعار الأسهم المسجلة في البورصة يطرح مشكل تحديد السعر الواجب تطبيقه، أحدث سعر، السعر في 31 ديسمبر للسنة الماضية أو السعر المتوسط لفترة معينة شهر سداسي، سنة... فتطبيق مختلف هذه الأسعار عند أي محاولة لتقييم سهم معين لغرض اتخاذ القرار من شأنه أن ينتج اختلافا في القيم، نظرا لعدم ثبات السعر بسبب تدفق المعلومات الجديدة، إلا أنه في العادة، يتم أخذ سعر الإقفال في اليوم الذي تجرى فيه عملية التقييم، والذي يمثل أحدث سعر، ويعكس قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مستقبلية بناء على أحدث المعلومات في السوق، وهو ما يهم كثيرا المستثمرين الماليين.

1 Jean Brilman et Claude Maire, op-cit, p :57.

2 Ibidem, p :58.

**العائد:** على عكس السعر، يتم الحصول على العائد الذي يتمثل في الربح من مصادر خارج السوق، ويتم الاعتماد بالدرجة الأولى على القوائم المالية للمؤسسة المعنية، ويلاقي هو الآخر اختلافًا بين الممارسين والأكاديميين على غرار السعر، نظرا لتعدد مفاهيمه الربح الصافي من الضرائب النتيجة الجارية... والأزمات المختلفة التي ينشأ فيها ماضي حالي أو مستقبلي، مما سيؤدي حتما إلى اختلاف القيم الناتجة عن تطبيق المضاعف لو تم استعمال مفاهيم مختلفة له، ونجد أن البعض يوصي باستعمال الربح للسهم BPA والذي يمثل الثروة النظرية للمساهم للسنة الجارية، دون أن يكون ذلك .

لا بد على المحلل أن يدرك العلاقة القائمة بين المضاعف وبعض المؤشرات الهامة، وهي:<sup>1</sup>

**معدل نمو الأرباح:** في حالة توقع نمو في الأرباح، يكون مضاعف الربح مرتفعا، لأن المستثمرين سيقبلون على شراء الورقة المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع السعر، بالمقارنة بالربح المستخرج من القوائم المالية المنشورة، وبالتالي على المحلل المالي أن يفهم بأن العلاقة بين مضاعف الربح PER الحالي ومعدل نمو الأرباح المتوقع هي علاقة طردية .

**معدل الفائدة:** إذا كان معدل الفائدة المتوقع مرتفع، سيؤدي بمضاعف الربح الحالي إلى الانخفاض، ذلك لأن التوظيف وفق معدلات الفائدة يعتبر بديلا استثماريا، وما دام المعدل في ارتفاع فمن شأنه أن يخفض الطلب على الأوراق المالية، مما يؤدي إلى انخفاض سعرها، كما يمكن النظر لعلاقة سعر الفائدة بالأوراق المالية من ناحية أخرى، حيث أن ارتفاع معدل الفائدة يرفع من معدل النقود الحالي من المخاطر، مما يقود إلى ارتفاع في معدل مردودية المطلوب، من طرف المساهمين نموذج تسعير الأصول المالية MEDAF الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة الورقة المالية، وبالتالي فالعلاقة بين مضاعف الربح PER وسعر الفائدة المتوقع هي علاقة عكسية.

**المخطر:** عندما يكون المخطر المتوقع مرتفعا، سيؤدي ذلك إلى انخفاض مضاعف الربح، لأنه بارتفاع المخطر ترتفع علاوة المخطر، مما تؤدي إلى ارتفاع معدل مردودية المطلوب، ومن ثم انخفاض سعر الورقة المالية، مع ثبات الربح المستقى من القوائم المالية. وعليه، فالعلاقة بين مضاعف الربح PER والمخطر المتوقع هي علاقة عكسية.

<sup>1</sup>Michel Fleuriet et Yves Simon, Bourse et Marchés Financiers, 2eme édition, Economica, Paris, 2003, pp :112,113.

يلاحظ مما سبق أنه للحصول على قيمة منطقية وذات دلالة للمؤسسة أو لأسهمها يجب أن يكون الربح الإجمالي للمؤسسة المراد تقييمه ولنفس الفترة هو ما أُخذ في النسبة P/E .

تكون النسبة P/E متاحة بشكل سهل بما أن مرجعها بورصة الأوراق المالية، إلا أن هناك بعض الاحتياطات يجب أن تؤخذ في الحسبان عند الاستعمال<sup>1</sup>:

-تتأثر القيمة المحصل عليها بشكل كبير بصحة ووضعية السوق المالية .

-تعتبر تطورات سعر الفائدة العامل الرئيسي الذي يوضح بشكل جيد تغيرات النسبة P/E المتوسطة

للسوق المالية.

يصعب أحيانا إيجاد مؤسسات مسعرة مماثلة للمؤسسات المراد تقييمها، كون حجم الأولى أوسع من حجم المؤسسات غير المسعرة .

يكون للمؤسسات المحققة للخسائر نسبة P/E سلبية، كما يمكن أن يكون للمؤسسات الموجودة في فترة إعادة تقييم نسبة P/E جد مرتفعة بشكل مؤقت، فكلتا الحالتين لا تعطي أي دلالة.

يتطلب التطبيق الجيد لهذه الطريقة معرفة معمقة للمؤسسة، لمنافسيها وللقطاع، لترجم خصوصياتها في شكل تغيرات في نسبة P/E مقارنة مع المتوسط الملاحظ (معامل ترجيح) .

وفي الأخير، نلاحظ أن تطبيق هذه الطريقة يحتاج إلى توفر بورصة قيم تتميز بالاتساع وتتمتع بمستوى مقبول من الكفاءة.

رابعا: الطرق المرتكزة على التدفقات

– التدفق النقدي:

يعتبر مفهوم التدفق النقدي مفهوماً أبحاثاً كسونيا وذلك ما يلاحظ من خلال تسميته الأصلية (Cash

Flow) من التي توضح من جهة ما يسمى (Cash out Flow) بالمعبر عن المخرجات من السيولة والفرق

السيولة ومن جهة أخرى ما يسمى ب (Cash in Flow) ، الذي يعبر عن المدخلات من السيولة والفرق

بين هاتين الحركتين ينتج عنه التدفق النقدي الصافي (Net Cash Flow) و من بين طرق التدفق النقدي نجد

ما يلي:

<sup>1</sup>Alain Choinel, Introduction à l'ingénierie financière, La revue Banque, Paris, 1991, P :132.

**1-التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح FCF:** يعبر مفهوم التدفق النقدي المتاح عن تدفقات السيولة الصافية المحققة فعلا من النشاط العادي للمؤسسة (الاستغلال)، وبالتالي يضيف للإيرادات والمصاريف المستقاة من جدول حسابات النتائج المثلة للتدفق النقدي الكلاسيكي (القدرة على التمويل الذاتي) عناصر أخرى مستقاة من الميزانية والمتمثلة في تغيير احتياج رأس المال العامل، بالإضافة إلى العمليات المتعلقة بالاستثمارات وذلك بغية الوصول إلى تدفقات السيولة المتاحة للمؤسسة وكون التدفق النقدي المتاح مستقلا عن طرق التمويل، لذا تستبعد من حسابه المصاريف المالية، كما لا تؤخذ في حسابه إلاّ تدفقات السيولة الناتجة عن الاستغلال، بحيث عند القيام بخصمها (التدفقات المتوقعة) نحصل على قيمة الأصل الاقتصادي الضروري للحصول على نتيجة الاستغلال<sup>1</sup>.

مما سبق، يمكن حساب التدفق النقدي المتاح انطلاقا من النتيجة المحاسبية المصححة أو بإعادة تشكيل العناصر التي تدخل في حسابه، وذلك على النحو التالي:

أ - حساب التدفق النقدي المتاح انطلاقا من النتيجة المحاسبية المصححة<sup>2</sup>:

التدفق النقدي المتاح **Cash Flow disponible** = نتيجة الاستغلال خارج المصاريف المالية وبعد الضريبة على أرباح الشركات = مخصصات الإهلاكات (التدفق النقدي الكلاسيكي) - التغير في احتياج رأس المال العامل للاستغلال + التنازل عن الأصول (صافي من الضريبة على أرباح الشركات) - الاستثمارات.

يقوم بعض الخبراء، بإضافة التدفقات المالية الناتجة عن حركة القروض (زيادة وتسديد القروض)، وعليه يصبح حساب المفهوم على النحو الآتي<sup>3</sup>:

تدفقات الإيرادات = الربح الصافي المصحح بعد الإهلاكات وقبل الضريبة + المصاريف المالية + الإهلاكات الاقتصادية + قيمة التنازل عن الاستثمارات + قروض إضافية متوسطة وطويلة الأجل.

1 Jack Murrin et autres, L'évaluation d'entreprise en pratique, traduit de l'Américaine par Vincent Phalipou, Editions d'organisation, Paris, 2002, p :151.

2 - Ibidem, p:152.

3 -Alain Choinel, op-cit, p:135.

تدفقات المصاريف = ارتفاع في احتياج رأس المال العامل + تكلفة الاستثمارات السنوية + أقساط إهلاك القروض.

التدفق النقدي المتاح = تدفقات الإيرادات - تدفقات المصاريف.

ب - حساب التدفق النقدي المتاح بإعادة تشكيل العناصر التي تدخل في حسابه<sup>1</sup>: يحسب التدفق النقدي المتاح وفق هذا النحو بتحديد العناصر التي تدخل في حسابه من خلال تحليل مفصل لجدول حسابات النتائج والميزانية.

يقوم الخبير - بعد معرفة وتحديد العناصر المكونة للتدفق النقدي المتاح بتشكيل سلسلة من التدفقات النقدية المقدرة لعدد من السنوات ثم القيام باستحداثها (خصمها) بمعدل استحداث معين، وذلك على النحو التالي:

حيث :  $V$  : القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية؛

$Ft$  : التدفق النقدي المتاح المقدر في الفترة  $t$  ؛

$VRn$  : القيمة الباقية للمؤسسة في نهاية المدة؛

$K$  : معدل الاستحداث؛

$n$  : الفترة المأخوذة لحساب التدفقات .

**تقييم الطريقة:** تطرح هذه الطريقة كغيرها من الطرق المعتمدة على التدفقات إشكالا في تحديد عناصر حسابها في ظل عدم وجود إجماع وتوحيد لهذه العناصر والمتمثلة في ( مفهوم التدفق النقدي المتاح، معدل الاستحداث، الفترة المأخوذة لحساب القيمة النهائية " المتبقية " للمؤسسة)، مما يجعل تطبيقها من طرف عدد من الخبراء ينتج اختلافًا في قيمة نفس المؤسسة في ظل عدم الإجماع على مكوناتها.

**2- التقييم على أساس الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي<sup>1</sup> (MBA) :** يشار له أيضا بالتدفق النقدي الكلاسيكي، حيث يمكن استعمال هذا المفهوم في حساب قيمة عائد المؤسسة بدلا من الربح الصافي المصحح،

<sup>1</sup>Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, Dalloz édition, Paris, 2009, p:703.

وعليه تصبح المعادلة من الشكل:

$$V = MBA \times K$$

حيث :  $V$ : قيمة المؤسسة؛

$MBA$  : الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي؛

$K$  : المعامل المضاعف.

ويحسب الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي ( $MBA$ ) أو القدرة على التمويل الذاتي على النحو التالي:

الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي = النتيجة المحاسبية المصححة الصافية + مخصصات الاهتلاكات المصححة (الاقتصادية) + مخصصات بعض المؤونات.

تقييم الطريقة:

يمكن استعمال الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي  $MBA$  في طرق المقارنة على غرار نسبة السعر/ العائد  $PER$  كحل للنقد الموجه لهذا الأخير فيما يخص سياسة الاهتلاكات التي تتميز ، بعض المؤسسات أو القطاعات مثل قطاع الصناعات الثقيلة، حيث يصبح الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي أكثر تمثيلاً للقدرة الربحية منه عن الربح الصافي ويكتب على الشكل:

السعر / الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي ( $MBA$ ).

يسمح الهامش على التمويل الذاتي الذي يمثل التدفق النقدي للمؤسسة بقياس الفائض النقدي خلال دورة الاستغلال لكل سنة مالية، حيث يمكن حسابه بالاستعانة بالسنوات الخمسة الماضية (شكل غير مباشر) أو من خلال التوقعات المستقبلية (شكل مباشر) إن أمكن ذلك، وتعطى علاقة حسابه على النحو التالي:

1]Jean Brilman et Claude Maire, op-cit, p :201.



$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CAF_t}{(1 - i)}$$

حيث تبين هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي.

المبحث الثاني: تحليل مردودية المؤسسة

المطلب الأول: إطار عام حول المردودية :

أولاً: مفهوم المردودية :

يعد مصطلح المردودية من المصطلحات الأكثر استعمالاً في الميدان المالي، ولقد تباينت وجهات النظر في تفسير مدلوله، وذلك لاختلاف الأنظمة الاقتصادية من جهة واختلاف العناصر المأخوذة بعين الاعتبار في حساب المردودية من جهة أخرى، لهذا سوف نحاول سرد أهم التعاريف الواردة عن المردودية بالإضافة إلى بيان الفرق بين هذا المصطلح والمفاهيم المرتبطة به.

**1- بعض تعاريف المردودية<sup>1</sup>**: يعتبر مصطلح المردودية مصطلحاً واسعاً، وهو يختلف باختلاف مجالات تطبيقه فهناك من يرجع أصل عبارة "المردودية" إلى الترجمة اللغوية المباشرة للمصطلح الفرنسي (Rentabilité) الذي تم اشتقاقه من كلمة (Rente) والتي تعني ريع أو إيراد أو من الفعل (Rendre) والذي يعني رد أو إعادة.

كما أن الأصل في كلمة "المردودية" هو المردود حيث تعرف حسب ريكاردو بأنها عائد الأرض الفلاحية أي عائد استخدام الأرض الفلاحية وبمعنى آخر هي الربح المحصل عليه نتيجة استخدام الأرض. ومن الناحية الصناعية تعرف المردودية "بأنها الفائض الذي يزيد عن المبلغ الواجب دفعه لبقاء العنصر الإنتاجي في صناعة ما"

1 ناصر دادي عدون ويوسف مامش، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية، الجزائر، الطبعة الأولى، 2008، ص 12، 13.

فحسب " بيار كنسو **Pierre Canso**" تعرف المردودية بأنها مفهوم يطبق على كل نشاط اقتصادي عند استخدام الإمكانات المادية والبشرية والمالية والتي يعبر عنها بالعلاقة التالية :

المردودية = النتيجة / الوسائل

ويضيف " كنسو" أيضا بأن المردودية يجب أن تكون كافية على الأقل لتحقيق الشروط التالية:

-ضمان المحافظة على رأسمال المؤسسة.

-ضمان دفع الفوائد وتسديد القروض.

أما " دفيغور **Dufigour**" فقد عرف المردودية أنها " عبارة عن قيد مالي "يعبر عنه بالنسبة التالية :

المردودية = النتيجة / رأس المال.

ولهذا فحساب المردودية يتطلب تحديد العناصر المكونة لها أي الأصول، الأموال الخاصة الفائض الخام للاستغلال، النتيجة الصافية...

أما " ب. بنشور **P. Pancher**" فقد اعتبر بأن المردودية " هي العلاقة بين النتائج ورأس المال اللازم من أجل الحصول على النتائج "وقد عبر عنها على النحو التالي :

المردودية = النتيجة / الأموال الخاصة.

يتضح لنا انطلاقا من التعاريف السابقة مدى تطور مفهوم المردودية، الذي كان أول الأمر مرتبط باستغلال الأرض ليشمل بعد ذلك كل العمليات المالية التي تقوم بها المؤسسة، أي أن مفهوم المردودية في المؤسسة يتضمن بشكل أساسي بعدا ماليا، بحيث يشترط قبل كل شيء أن تحصل المؤسسة المعنية حتما على نتيجة محاسبية إيجابية أي على فائض من الإيرادات على التكاليف، حتى يتسنى الكلام على تحقيق تلك المؤسسة للمردودية خلال فترة معينة.

## 2- المفاهيم المرتبطة بالمردودية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص ص 15، 16.

أ- الربحية: تعبر الربحية عن مدى مقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح الناتجة من المبيعات أي ما يمكن تحصيله من رقم أعمال معين وقد تكون بالقيمة المطلقة أو بالنسبة المئوية وهي الأكثر تعبيراً وهي ترتبط بهامش الربحية التي تحققه المؤسسة وتسمح بالحكم على مستوى المبيعات، ويعبر عنها بصورة عامة بالعلاقة التالية:

$$\text{الربحية} = (\text{النتيجة} / \text{رقم الأعمال}) \times 100$$

ب- الفائدة: تستخدم الفائدة كانعكاس جيد لنجاح أو فشل المؤسسة، لكن تواجه بعض المشاكل المتعلقة بقياسها. بالإضافة إلى أنها يمكن تطبيقها بشكل مرضي إذا كانت هي المحدد الوحيد، لذلك يمكن فحص الأرباح داخل مضمون مرجعي في ضوء الموارد المستثمرة، تنبؤاتها، الأرباح القياسية آخذين بعين الاعتبار المنافسين والمعايير المهنية للنشاط.

ج الربح: الربح هو مفهوم في الغالب ضريبي، طالما أنه يحدد الضريبة المستحقة لأنه وعاء لها. من وجهة نظر محاسبية، يمثل الربح النتيجة النهائية لنشاط اقتصادي مربح وهو الفرق الزائد بين التكلفة والدخل لعملية أو فترة ما. من وجهة نظر مالية، يقابل جزء التدفق للأموال المتولدة من النشاط المربح، يقدم الربح الأثر المتبقي لمختلف القرارات المتخذة.

ثانياً: أنواع مردودية المؤسسة:

نظراً لاتساع مفهوم المردودية واختلاف وجهات النظر بخصوصها فإننا نجد عدة أنواع لنسب المردودية، وهذا نظراً لاختلاف "النتيجة" أو "الوسائل" التي يتم أخذها بعين الاعتبار في حساب المردودية، طبقاً للهدف المراد الوصول إليه، وعادة ما يتم التمييز بين ثلاثة أنواع من نسب المردودية والمتمثلة في:

المردودية ذات الصلة بالنشاط أو مردودية الاستغلال أو معدل الهامش.

المردودية ذات الصلة بالأصل الاقتصادي المستخدم لتحقيق نتيجة المؤسسة أو المردودية الاقتصادية .

المردودية ذات الصلة بالأموال الخاصة أو المردودية المالية .

1- مردودية الاستغلال أو معدل الهامش<sup>1</sup>: تعرف مردودية الاستغلال على أنها العلاقة بين نتيجة الاستغلال ومستوى النشاط وبالتالي يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية:

$$\text{مردودية الاستغلال} = \text{نتيجة} / \text{الاستغلال} \times \text{النشاط}$$

ويمكن أن تأخذ نتيجة الاستغلال الشكلين التاليين:

الفائض الخام للاستغلال (EBE).

الفائض الخام الصافي للاستغلال النتيجة المحاسبية للاستغلال.

أما مستوى النشاط فيمكن أن يكون في صورة: رقم أعمال، الإنتاج أو مجموع رقم الأعمال والإنتاج معا، وفي هذا الإطار فإنه يمكن استنتاج النسب التي تقاس بها مردودية الاستغلال والتي يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (2) : نسب قياس مردودية الاستغلال (معدل الهامش).

نسب المرودية الخام للاستغلال (معدل الهامش الخام للاستغلال)	الفائض الخام/رقم الأعمال	الفائض الخام للاستغلال/ الإنتاج	الفائض الخام للاستغلال/ رقم الأعمال + الإنتاج
نسب المرودية الصافية للاستغلال (معدل الهامش الصافي للاستغلال)	النتيجة المحاسبية للاستغلال/ رقم الأعمال	النتيجة المحاسبية للاستغلال/ الإنتاج	النتيجة المحاسبية للاستغلال/ رقم الأعمال + الإنتاج

المصدر: ناصر دادي عدون و يوسف مامش، مرجع سبق ذكره، 2008، ص 17.

1 ناصر دادي عدون و يوسف مامش، مرجع سبق ذكره، ص 16، 17.

**2-المردودية الاقتصادية<sup>1</sup>:** تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيس للمؤسسة وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال مثلة بنتيجة الاستغلال المتحصل عليها من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية المستقاة من الميزانية تقاس المردودية الاقتصادية بمعدل المردودية الاقتصادية:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية (RE)} = \text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة} / \text{الأصول الاقتصادية.}$$

أي تقيس مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال .

**3-المردودية المالية) مردودية الأموال الخاصة<sup>2</sup>:** تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية حيث تؤخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية ويمكن حساب مردودية الأموال الخاصة بالعلاقة التالية:

$$\text{مردودية الأموال الخاصة (Rcp)} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة.}$$

حيث تحدد العلاقة أعلاه مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة، ويمكن بقراءة معمقة تعريف مردودية الأموال الخاصة، على أنها معدل المردودية الاقتصادية عند مستوى استئانة معدوم.

**المطلب الثاني: أثر الرافعة:**

من أجل الوقوف على كيفية تأثير كل من المردودية الاقتصادية والمديونية على المردودية المالية، فإننا نعلمد إلى التطرق بدراسة تحليلية لأثر الرافعة المالية.

**أولا: تقديم أثر الرافعة:<sup>3</sup>**

<sup>1</sup>إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي والإدارة المالية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 2006 ص267 .

<sup>2</sup>Patrice Vizzavona, Gestion Financière et Marchés Financiers, Atol édition, 10ème édition, Paris, 1996, p

:413.

<sup>3</sup>ناصر دادي عدون ويوسف مامش، مرجع سبق ذكره، ص37 .

يمكن تقديم التعاريف الآتية للرافعة المالية:

- يقيس أثر الرافعة المالية الأثر الإيجابي أو السلبي للاستدانة على المردودية المالية، وهذا بمقارنة تكلفة الاستدانة بمعدل المردودية الاقتصادية.

- أثر الرافعة المالية هو تأثير الهيكل المالي للمؤسسة على مردودية أموالها الخاصة ويسمح أثر الرافعة بتقسيم أثر الاستدانة (أثر سلبي أو إيجابي) على مردودية رؤوس الأموال الخاصة (المردودية المالية).  
من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن تعبير أثر الرافعة المالية، يشير إلى التأثير الممارس من طرف المديونية على مردودية الأموال الخاصة، وهذا من خلال بيان مدى التأثير الإيجابي أو السلبي للقروض في المؤسسة على مردوديتها المالية.

ثانيا: صيغة أثر الرافعة المالية<sup>1</sup>

تعطى علاقة المردودية المالية بالصيغة التالي:

$$RF = [RE - i]D(CP + RE) \times (1 - t)$$

حيث:

RF: معدل المردودية المالية .

RE: المردودية الاقتصادية.

i : معدل الفائدة على القروض.

D : الديون.

CP: الأموال الخاصة.

T : معدل الضريبة على الأرباح .

وتترجم هذه العلاقة بأن المردودية المالية تساوي إلى المردودية الاقتصادية بعد الضريبة  $RE \times (1 - T)$  مضافا إليها أثر الرافعة المالية:

$$RF = [RE - i]D(CP + RE) \times (1 - t)$$

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص 27، 28.

ومنه يمكن استنتاج أن أثر الرافعة المالية يتكون من عنصرين:

$$(RE - i) \times (1 - T)$$

يمثل الفرق بين المردودية الاقتصادية ومعدل الفائدة بعد الضريبة على الأرباح ويسمى بفارق أثر الرافعة.

يمثل معامل المديونية ويدعى ذراع الرافعة.  $D/CP$

وتعتبر المردودية الاقتصادية عن مدى الأداء الاقتصادي للمؤسسة بينما تعكس صيغة أثر الرافعة المالية مدى الأداء المالي لها، وبالتالي فإن المردودية المالية هي نتيجة الأداء المالي والاقتصادي للمؤسسة، ويمكن صياغة هذه النتيجة في العلاقة التالية:

$$\text{المردودية المالية} = \text{الأداء الاقتصادي} + \text{الأداء المالي}$$

ويتضح جليا بأن المردودية المالية للمؤسسة ترتبط ارتباطا وثيقا بالمردودية الاقتصادية، تكلفه الأموال المقترضة وبمستوى الإستدانة، ويمكن إبراز أثر كل من المردودية الاقتصادية ومستوى الإستدانة على المردودية المالية من خلال التعرض إلى آليات الرافعة المالية.

ثالثا: آليات أثر الرافعة المالية:<sup>1</sup>

يوضح أثر الرافعة المالية تطور المردودية المالية للمؤسسة تبعا للمردودية الاقتصادية وكذا مستوى الاستدانة مع أخذ بعين الاعتبار تكلفة هذا الأخير وبالتالي ففي حالة كون نسبة المردودية الاقتصادية موجبة فإنه يمكن التمييز بين ثلاث حالات لأثر الرافعة المالية والتي يمكن تلخيصها، كما يلي:

**الحالة الأولى – الأثر الإيجابي للرافعة المالية  $(RE - I) > 0$ :** عندما تكون نسبة المردودية الاقتصادية  $(RE)$  أكبر من معدل الفائدة فإن نسبة المردودية المالية  $(RF)$  تزداد كلما زادت نسبة الاستدانة  $D/CP$ ، ويكون بالتالي أثر الرافعة المالية إيجابيا.

**الحالة الثانية – الأثر السلبي للرافعة المالية  $(RE - I) < 0$ :** عندما تكون نسبة المردودية الاقتصادية  $(RE)$  أصغر من معدل الفائدة  $(I)$  فإن نسبة المردودية المالية  $(RF)$  تنخفض كلما زادت نسبة الاستدانة  $D/CP$ ، ويكون بالتالي أثر الرافعة المالية سلبيا.

1 الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 274، 276.

الحالة الثالثة - الأثر الحيادي للرافعة المالية  $(RE-I) = 0$ : عندما تكون نسبة المردودية الاقتصادية ( $RE$ ) مساوية لمعدل الفائدة ( $I$ ) فإن حجم الديون في هيكل رأس المال لا يكون له ، أي تأثير على المردودية المالية للمؤسسة، وبالتالي فإن أثر الرافعة المالية يخف، وفي هذه الحالة فإن المردودية المالية تساوي المردودية الاقتصادية بعد الضريبة وهذا مهما كان مستوى الاستدانة.

#### رابعا: تحليل علاقة المردودية المالية بالمخطر:<sup>1</sup>

يعرف المخطر بأنه احتمال وقوع حدث ذو تأثيرات سلبية على الأهداف التي تصبوا المؤسسة إلى بلوغها، وكما سبق وأن رأينا فإن مستوى المردودية المالية يتأثر بمستوى المردودية الاقتصادية وكذا بأثر الرافعة المالية. غير أن هذين الأخيرين يتأثران بالمخاطر العديدة التي تحوم بالمؤسسة فالمردودية الاقتصادية تتأثر بما يسمى بالمخطر الاقتصادي، كما أنها تتأثر أيضا بالمخطر الجبائي، أما أثر الرافعة المالية فهو مرهون بالمخطر المالي الذي يهدد المؤسسة المستدينة، وعليه، فإن المردودية المالية تتأثر بالمخطر الاقتصادي، المالي والجبائي.

#### 1-مخطر الاستغلال (المخطر الاقتصادي): هو ذلك المخطر الذي ينعكس سلبا على نتيجة الاستغلال

للمؤسسة، من جراء التغير الطارئ على مستوى نشاطها، الأمر الذي ينعكس مباشرة سلبا على المردودية الاقتصادية للمؤسسة، ومن العوامل المؤثرة على مستوى نشاط المؤسسة يمكن ذكر ما يلي:

\_\_التغير في الطلب على منتجات المؤسسة .

\_\_التغير في أسعار البيع .

\_\_التغير في أسعار المواد الأولية .

\_\_نسبة التكاليف الثابتة مقارنة بالتكاليف الكلية للمؤسسة...إلخ .

#### 2-المخطر المالي: هو ذلك المخطر الذي ينعكس سلبا على عائد ملاك المؤسسة ويتمثل في الزيادة في المخطر

الاقتصادي الناتج عن استدانة المؤسسة، مما يؤدي إلى تعرض نتيجة المؤسسة إلى تغيرات وتذبذبات تمتد آثارها السلبية مباشرة إلى مردودية أصحاب رؤوس الأموال المستثمرة (المردودية المالية) ويتوقف المخطر المالي على عاملين: مخطر الاستغلال ومستوى الاستدانة.

#### 3-المخطر الجبائي: يتعلق المخطر الجبائي بسلوك المؤسسة تجاه التزاماتها نحو الإدارة الجبائية فهو يتولد من

عدم تقيد المؤسسة بالالتزامات الجبائية التي يحددها التشريع الجبائي، أو من عدم الفهم الجيد أو سوء ترجمة

1 ناصر دادوي و يوسف ما مش، مرجع سبق ذكره، ص 31، 37.



نصوص التشريع الجبائي أو بغرض الغش أو التهرب الجبائي، الأمر الذي يؤدي بالمؤسسة، علاوة على تشويه سمعتها أمام إدارة الجبائية إلى تكبدها لأعباء إضافية تتمثل في العقوبات والغرامات، بالإضافة إلى الوقت الضائع الذي يحسب عليها في حالة كونها هدفا للمراقبة الجبائية التي تقوم بها الإدارة الجبائية، والتي تنصب على مراقبة كل الوثائق التي يمكن أن تطلب من المؤسسة.

### المطلب الثالث: تحليل التعادل:

#### أولا: تعريف نقطة التعادل:

يمكن تعريف نقطة التعادل " بأنها النقطة التي تتساوى عندها الإيرادات الكلية للمشروع بالتكاليف الكلية وعند هذه النقطة فإن المؤسسة لا تحقق ربحا أو خسارة، ويكون المشروع عند هذه النقطة أيضا قد غطى جميع التكاليف الثابتة لديه. وبعد هذه النقطة تكون جميع إيرادات المؤسسة هي أرباح بعد طرح التكاليف المتغيرة منها.<sup>1</sup>

#### ثانيا: أهداف تحليل التعادل:

يمكن إجمال هذه الأهداف فيما يلي:

- \_ تحديد حجم المبيعات اللازم لتغطية المصاريف التشغيلية .
- \_ تحديد صافي الربح المتوقع تحقيقه قبل الفوائد والضرائب عند مستويات الإنتاج المختلفة.
- \_ تحديد حجم المبيعات اللازم للوصول إلى حجم ربح معين .

1 عبد الحليم كراحة وآخرون، الإدارة و التحليل المالي، دار صفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2006، ص 277.

ثالثا: استعمالات التعادل:<sup>1</sup>

يساعد تحليل التعادل في:

- \_ اتخاذ القرارات الخاصة بتسعير المنتج ودراسة أثر تغير السعر على ربحية المؤسسة المشروع .
- \_ اتخاذ القرارات الإدارية الخاصة بإنتاج منتجات جديدة .
- \_ اتخاذ القرارات الإدارية الخاصة بوقف إنتاج بعض المنتجات التي تدر ربحا حديا قليلا بحيث لا يؤثر وقف إنتاجها على مبيعات المنتجات الأخرى .
- \_ تحليل الاستثمارات الرأسمالية كأداة مكملية للأدوات الأخرى وذلك للمفاضلة بين المشاريع المختلفة .
- \_ تحديد هيكل التكاليف في المؤسسة وتحديد أثر تغير التكاليف الثابتة والمتغيرة على ربحية المؤسسة .
- \_ تحديد وزيادة أجور العمال .
- \_ اختيار الآليات واستبدالها .

## رابعا: العوامل المؤثرة في مستوى تعادل المؤسسة:

لابد من الإشارة قبل الحديث عن العوامل المؤثرة في نقطة التعادل أنه كلما ارتفعت نقطة التعادل للمؤسسة كلما زادت المخاطر لأن ارتفاع نقطة التعادل يعني أن المؤسسة يجب أن تحقق حجم من المبيعات لتغطية التكاليف الثابتة، وفي حالة تقنين المشاريع فإن قرار الاستثمار الرشيد يؤكد على المشروع الذي يصل إلى نقطة التعادل بوقت أقصر وذلك مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة. ويمكن تحديد العوامل المؤثرة في نقطة التعادل بالآتي:<sup>2</sup>

**1- التكاليف الثابتة للمشروع:** ويعني التغير في التكاليف الثابتة هو إما زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة التي تمثل إحلال الآلات محل الأيدي العاملة أي الاستثمار في الأصول الثابتة أو نقصان الاعتماد على الأصول الثابتة.

1 المرجع سبق ذكره، ص 227، 228.

2 منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي - مدخل صناعة قرارات - دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2005 ص 202 .

**2- التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة:** يقصد بالتكاليف المتغيرة تكلفة المواد الخام والعمالة المباشرة وغيرها من العناصر التي تدخل بشكل مباشر في إنتاج السلعة، حيث أنه كلما استطاعت المؤسسة تخفيض التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة، كلما أدى ذلك إلى انخفاض نقطة التعادل وبالتالي انخفاض المخاطر المتعلقة بالمؤسسة، وتستطيع المؤسسة تخفيض التكاليف المتغيرة بإتباع سياسات شرائية وتخزينية فعالة والاستفادة من خصم الكمية على مشترياتها من المواد الخام وزيادة الرقابة على المخزون السلعي وذلك لحمايته من التلف والتقادم.

**3- سعر بيع الوحدة:** هناك علاقة عكسية بين سعر بيع الوحدة ونقطة التعادل أي أنه كلما ارتفع سعر بيع الوحدة انخفضت كمية التعادل وبالتالي انخفضت المخاطر المتعلقة بهذه المؤسسة، ويجب الإشارة هنا إلى أن المؤسسة ليست لديها الحرية المطلقة في رفع أسعار منتجاتها وخاصة في ظل وجود منافسة من المؤسسات الأخرى. ولا تستطيع المؤسسة رفع أسعار منتجاتها إلا عند وجود ميزة تفضيلية لمنتجاتها مقارنة مع منتجات المؤسسات الأخرى.<sup>1</sup>

**المبحث الثالث: تقييم الأوراق المالية للمؤسسة ومردوديتها**

**المطلب الأول: المدخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية:**

يوجد مدخلان شائعان في تحليل الأوراق المالية يستعملهما المحللون الماليون، إذ ينطلقان من أسس وفلسفة مختلفة تماما عن بعضهما البعض، وهما:

مدخل التحليل الفني للأوراق المالية .

مدخل التحليل الأساسي للأوراق المالية .

وفيما يلي عرض لهذين المدخلين:

**أولا: مدخل التحليل الفني :**

**1-تعريف التحليل الفني:** يعرف التحليل الفني بأنه دراسة حركة السوق من خلال الرسوم البيانية للتنبؤ بمسارات الأسعار المستقبلية وهو يحدد أوقات الدخول والخروج من السهم أو السوق بشكل عام وما هو الوقت الملائم لشراء وبيع السهم من خلال دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية على أمل

<sup>1</sup>خلدون إبراهيم الشديفات، إدارة وتحليل مالي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2001، ص ص155،156.

اكتشاف نمط لتلك التغيرات يسمح بإمكانية التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل فهو يعطينا نتيجة عن خط اتجاه الأسعار السوقية للسهم<sup>1</sup>.

ويقوم هذا المدخل على جملة من الافتراضات تتمثل في ما يلي<sup>2</sup>:

تحدد القيمة السوقية للسهم على أساس قوى السوق، ممثلة في العرض والطلب تحكم العرض والطلب عوامل متعددة بعضها موضوعي والبعض الآخر غير موضوعي حيث أن العوامل الموضوعية نجدها تدخل في نطاق اهتمامات التحليل الأساسي، بينما تتمثل العوامل غير الموضوعية التي لا تتفق مع التحليل الأساسي على سبيل المثال في مزاج المستثمرين (الحالة النفسية)، والتخمين...

يتيح السوق بصفة آلية ومستمرة وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب سواء الموضوعية منها أو غير الموضوعية، ليتم بشكل تلقائي تحديد الأسعار الملائمة.

باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإن الحالة العامة تفضي بأن أسعار الأسهم تحيل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر لفترة زمنية طويلة.

يرجع التغير في اتجاه أسعار الأسهم في الأساس إلى التغير في العلاقة بين العرض والطلب إذ يمكن معرفة أسباب ذلك من خلال تتبع ما يجري داخل السوق نفسه آجلا أم عاجلا .

**2- الأساليب المعروفة في مجال التحليل الفني<sup>3</sup>**: من بين الأساليب المعروفة في مجال التحليل الفني نجد نظرية "داو" التي تعد أقدم وأشهر أدوات التحليل في هذا المدخل إذ تنسب النظرية إلى مؤسسها شارلس هنري داو "Charles Henry Dow" والذي ارتبط اسمه بمؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة.

وتعمل هذه النظرية على فكرة أن أسعار الأسهم تسير في تحركات وموجات مثل الماء، وقد تكون هذه الموجات طويلة أو متوسطة أو قصيرة، وأن هناك اتجاهها رئيسيا للأسعار يحكم هذه الموجات بشكل عام. وما على المحلل إلا أن يكتشف نمط تحرك تلك الموجات اتجاهها ارتفاعها أو انخفاضها وطبيعتها، مما يساعده في تصور القرار وتوقيتته المناسبين الذي ينصح به زبونه المستثمر.

1 جيهان جمال، مرجع سبق ذكره، ص 281 .

2 عبد المجيد المهيملبي، التحليل الفني الأسواق المالية، شركة البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الرابعة، 2004 ص 35 .

3 هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008، ص 162، 163.

ومن بين الأساليب التي تستخدم في هذا التحليل إضافة لنظريتي داو و ايليوت نذكر على سبيل المثال ما يلي:

أ - مؤشر خريطة (القوة النسبية): يحاول هذا الأسلوب اكتشاف الأسهم ذات القوة النسبية، إذ أن هذا المفهوم يقضي بأن درجة تقلب أسعار الأسهم تتفاوت، بحيث توجد بعض الأسهم التي ترتفع أسعارها بشكل حاد وسريع استجابة لارتفاع السوق، غير أن أسعارها تستجيب ببطء نحو الانخفاض في حالة السوق التزولي، فهذا النوع من الأسهم الذي يتميز بهذا السلوك يطلق على أسعاره بأنها تتسم بقوة نسبية. ومن ثم نجد أن المحللين يحاولون استخدام بعض المؤشرات لاكتشاف ذلك كحساب معدل مردودية على الاستثمار للأسهم، ليصنف من خلاله الأسهم ذات متوسط مردودية مرتفع على أنها تتميز بقوة نسبية، بالإضافة إلى استخدام مؤشرات أخرى، وقد يتم الاستعانة برسوم وخرائط تظهر المؤشرات المستخدمة، وذلك لإتاحة قراءة وتتبع أفضل لمثل هذا النوع من الأسهم.

ب- حساب المتوسط المتحرك: بناء على هذا الأسلوب، يعتقد الفنيون أن أسعار الأسهم تميل إلى سلوك اتجاه معين، لذا نجدهم يقومون بحساب المتوسط المتحرك لسعر السهم لفترة كافية تمكنهم من الحكم على اتجاه حركة الأسعار في المدى الطويل، فإذا ما تم اكتشاف ذلك أمكنهم من تحديد الوقت المناسب لاتخاذ القرار.

ج - استخدام الخرائط: يغلب كثيرا على عمل الفنيين استخدام الخرائط، وهذا ما يفسر ارتباط تسميتهم بها، وتفيد الخرائط كثيرا في نقل المعلومات والمؤشرات التي تتبع سلوك الأسعار في الماضي، مما تتيح للمحلل رؤية أدق لتلك المعلومات فيما لو كانت في شكل أرقام، وتفيده بذلك في استنتاج التحليل المفضية إلى تحديد أوقات الارتفاع والانخفاض ومدة ذلك... إلخ. ولهذا الغرض توجد عدة أنواع من الخرائط كخرائط الأعمدة والنقطة والشكل، إذ يستعمل كل نوع للغرض الذي يحاول المحلل الوصول إليه.

ثانيا: مدخل التحليل الأساسي :

**1-تعريف التحليل الأساسي<sup>1</sup>**: هو تقنية تستعمل لدراسة الجوهر الأساسي للعوامل التي تؤثر في الاقتصاد اقتصاد أي كيان سواء دولة أو مؤسسة الغاية من استخدام هذه الطريقة هي محاولة الحصول على أسعار السوق واتجاهاته من خلال شرح وتحليل المؤشرات الاقتصادية والسياسية والعوامل الاجتماعية وترجمة هذه المعلومات إلى إستراتيجية في الاستثمار بالسوق.

1محمود رائد أبو طربوش، الاحتيال والبورصة العالمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010 ص 31 .

2-مراحل التحليل الأساسي: يتضمن التحليل الأساسي مرحلتين الأولى تتمثل في تحليل العوامل الظروف الأساسية، تليها مرحلة التقييم.

أ -مرحلة تحليل العوامل الأساسية: يتم فيها دراسة الظروف الاقتصادية ثم دراسة ظروف الصناعة وتنتهي بدراسة ظروف المؤسسة.

دراسة الظروف الاقتصادية<sup>1</sup>: يتم فيها دراسة الظروف الاقتصادية قصد التعرف على المناخ الاقتصادي بصورة شاملة والمتغيرات الاقتصادية التي قد تؤثر على بورصة الأوراق المالية بصورة أكثر تفصيلا منها: الناتج الإجمالي المحلي، السياسة النقدية، السياسة المالية، معدل التضخم، سعر الصرف، التغيرات في أسعار الفائدة .

ويحاول التحليل الأساسي عن طريق دراسة تلك العوامل الاقتصادية المهمة في أي بلد، التنبؤ باتجاه بورصة الأوراق المالية فيه، ومساعدة المستثمر على اختيار الوقت المناسب لدخول سوق الأسهم أو الخروج منها .  
دراسة ظروف الصناعة<sup>2</sup>: تهدف دراسة ظروف الصناعة إلى التعرف على مستقبل هذه الصناعة أو القطاع في ظل التطورات الاقتصادية في البلد الذي تستثمر فيه المؤسسة .

ومن أدوات تحليل ظروف الصناعة نجد:

تحليل دورة حياة الصناعة.

التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة .

التنبؤ بمعدل ربحية الصناعة .

دراسة ظروف المؤسسة<sup>3</sup>:تهدف هذه المرحلة إلى التعرف على ظروف المؤسسات المختلفة بهدف اختيار عدد من المؤسسات الواعدة داخل الصناعة، والتي تعتبر جاذبة للدخول فيها، ونحاول تحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على منافسة غيرها من المؤسسات المنتجة في القطاع نفسه لاختيار أفضل المؤسسات في كل قطاع والتي من المتوقع أن تتفوق من حيث نموها وربحيتها على غيرها في هذا القطاع، و يعتبر تحليل المركز المالي للمؤسسة أهم المراحل التي نتمنا في بورصة الأوراق المالية، وتتضمن:

1 جيهان جمال، مرجع سبق ذكره، ص186 .

2محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة،الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، مصر،1998، ص65 .

3المرجع السابق، ص90.

تحليل القوائم المالية للمؤسسة: الميزانية العمومية للمؤسسة، قائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية .

النسب المالية: نسب السيولة، نسب النشاط، نسب الربحية، العائد على الأصول ROA على حقوق المساهمين والعائد ROE.

تحليل المخاطر: مخاطر النشاط، التقلب في المبيعات، درجة الرفع المالي ونسبة تغطية الفوائد .

تحليل ربحية السهم: هي صافي الربح بعد الضريبة مطروحا منه توزيعات الأسهم الممتازة ويقسم الناتج على المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية.

ب-مرحلة التقييم<sup>1</sup>: تعمل عمليات التحليل السابقة في مجملها على توجيه الاستثمار من خلال المرور بمختلف المراحل، وفي ذات الوقت تعمل على جمع المعلومات والبيانات قصد الوقوف عند الأوراق المالية ذات الجاذبية ليتم اتخاذ القرارات المناسبة. وبغية الوصول إلى ذلك، لابد بالقيام بمرحلة التقييم التي تكمل المرحلة الأولى، إذ تؤثر مخرجات عملية التحليل بشكل مباشر في مدخلات عملية التقييم، التي تتمثل في شقين أساسيين، وهما:

التدفقات المستقبلية (و/أو الأرباح وتوزيعات الأرباح).

معدل الاستحداث (معدل الخصم).

### المطلب الثاني: طرق تقييم الأوراق المالية:

ما يلاحظ عند استعراض مدخلي تحليل البيانات والمعلومات في مجال الأوراق المالية، بأن مدخل التحليل الأساسي هو الذي يحتاج بعد مرحلة تجميع وتحليل البيانات لطرق التقييم التي تساعد في الوصول إلى القيمة الحقيقية. ويفيد التقييم بشكل عام المستثمرين الماليين في تسيير محافظهم واكتشاف فوارق القيمة، ومن ثم خدمة القرارات في مجال الاستثمار المالي.

#### أولا: تقييم الأسهم العادية :

#### 1-عوامل التقييم<sup>2</sup>: هناك العديد من العوامل التي تؤثر على عملية تقييم الأسهم العادية أهمها:

1 هواري سويس، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 170، 171.

2محفوظ أحمد جودة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 125، 126.

- أ- قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح: فكلما كانت قدرتها أكبر على تحقيق الأرباح كلما اتجه سعر السهم إلى الارتفاع والعكس بالعكس.
- ب- التوزيعات النقدية على المساهمين: تحقيق المؤسسة لأية أرباح لا يعني بالضرورة إجراء عملية توزيع كل هذه الأرباح أو جزء منها على المساهمين، فلكل مؤسسة سياسة معينة خاصة بها بالنسبة لعملية التوزيعات التي يقررها المساهمون.
- ج- اتجاهات النمو في الأرباح: عند دراسة اتجاهات النمو في الأرباح، فإنه يتوجب الأخذ بعين الاعتبار الأرباح التي تحققت من العمليات المتعلقة بطبيعة العمل نفسه حيث يتم استبعاد أي أرباح عرضية ناتجة عن عمليات ليست من طبيعة عمل المؤسسة.
- د- معدل العائد المطلوب على الاستثمار: يمثل معدل الفائدة السائد بالإضافة إلى معدل خطورة الاستثمار في المؤسسة وبالتالي فمعدل العائد يختلف وفقا لمعدلات الفائدة السائدة ونسبة الخطورة التي يحملها كل سهم.
- 2- طرق تقييم الأسهم العادية: يوجد نموذجان لتقييم الأسهم العادية يتمثلان في نموذج خصم توزيعات الأرباح ونموذج مضاعف السعر إلى العائد PER.

### نموذج خصم توزيعات الأرباح<sup>1</sup>:

يُحصل السهم العادي على تدفق نقدي في صورة توزيعات أرباح متوقعة (غير محددة مسبقاً) بجانب أرباح محتجزة تُحدث معدل نمو، ومعدل الخصم المناسب هو معدل العائد المطلوب من جانب الملاك تكلفتة الفرصة البديلة للملاك، وعمر السهم العادي مالا نهاية لهذا فإن معادلة تسعير السهم العادي تأخذ أكثر من شكل حسب معدل النمو كالاتي:

تدفق ينمو بمعدل نمو معدوم: تكون قيمة السهم كما يلي<sup>2</sup>:

1 محمد عبده مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 204.

2 André Kavacs, Op.cit, p :40.



$$V=D/t$$

حيث:

V: قيمة السهم العادي؛

D: التوزيع المتوقع؛

t: معدل الخصم.

تدفق ينمو بمعدل نمو ثابت ابتداء من السنة الأولى يمتد إلى مالا نهاية<sup>1</sup>: وتسمى هذه الطريقة بطريقة "فوردن - شابيرو، Gordon-Shapiro" إذ يتمثل فحوى هذه الطريقة في افتراض أن كما تقوم على افتراض أن التوقعات إلى مالا نهاية وعليه تصبح ، g توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت توزيعات الأرباح للسنة الواحدة تساوي توزيع الربح للسنة السابقة مضافا إليه معدل النمو وذلك على النحو التالي: إذن، تعطى صيغة "فوردن شابيرو" كما يلي :

$$V = Di \frac{1}{(t - g)}$$

مع شرط  $t > g$

حيث:

V: قيمة السهم العادي؛

Di: التوزيع المتوقع؛

t : معدل الخصم؛

g : معدل نمو التوزيعات.

-تدفق ينمو بمعدل نمو غير ثابت: في هذا الإطار نجد أن نموذج "فوردن - شابيرو GordonShapiro" غير واقعي، مما يدعو إلى تبني نموذج يطره بوضع معدل نمو غير ثابت، والذي يمثل حركية نمو المؤسسة وتطورها، وعموما ترتبط حالة النمو غير الثابت بالمؤسسات حديثة النشأة، ففي بداية مرحلة النمو السريع

1 Pascal Barneto et Georges Gregorio, Finance-Manuel et Application- Dunod Edition, Paris, 2007,

تتجه المؤسسة نحو إعادة استثمار الأرباح المتولدة والتي تكون على حساب إجراء توزيعات الأرباح، وبقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ المؤسسة في إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ في التزايد من سنة إلى أخرى، وعند نقطة ما في مرحلة النضج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض إلى أن يصل إلى مستوى تستطيع المؤسسة الإبقاء عليه في المدى الطويل، حينئذ يستقر معدل النمو .

### ثانياً: تقييم الأسهم الممتازة:<sup>1</sup>

لا تثير عملية تقييم الأسهم الممتازة أي إشكالات تحليلية عند عملية حسابها مثل الأسهم العادية ويرجع السبب في ذلك كون الأسهم الممتازة تحصل على توزيعات أرباح ثابتة ومتفق عليها ولأجل غير محدد في المستقبل مما يسهل عملية خصم التدفق النقدي لتوزيعات الأرباح المقررة للسهم الممتاز. وفق هذا الإطار فإن معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم الممتازة والذي يمثل معدل الخصم سوف يحدد بمقدار المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة عندما تتخلف إدارة المؤسسة عن دفع الأرباح المقررة لهم، وهكذا يستطيع المستثمر أن يقدر هذا العائد المطلوب مقارنة مع استثمارات أخرى مماثلة ولذلك فإن معادلة قيمة السهم الممتاز هي:

$$V=D/t$$

حيث:

D: التوزيع السنوي؛

t : معدل الخصم .

ثالثاً: تقييم السندات:<sup>2</sup>

تعتبر عملية تقييم السندات أسهل من عملية تقييم الأسهم العادية والأسهم الممتازة، ويعود السبب في ذلك إلى سهولة ودقة تحديد وتقدير التدفق النقدي الناتج عن الاستثمار في السندات والمتمثل بمقدار الفوائد الدورية الثابتة والمعروفة.

1 حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 682 .

2 حمزة محمود الزبيدي، نفس المرجع السابق، ص 685، 691.

إن قيمة السند سوف تتقلب ارتفاعا أو انخفاضاً وفق التغير في أسعار الفائدة، فعندما ترتفع أسعار الفائدة فإن القيمة الحالية للسند سوف تنخفض نظراً لانخفاض القيمة الحالية للتدفقات النقدية على السند والعكس صحيح .

يستلزم تحديد قيمة السند في أي فترة في المستقبل معرفة:

عدد الفترات المتبقية من عمر السند حتى تاريخ الاستحقاق ؛

القيمة الاسمية للسند؛

سعر الفائدة على السند؛

معدل سعر الفائدة السوقية للسندات المتشابهة الخطر وهو يمثل معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر بالسندات.

هذه المجموعة من المتغيرات هي الأساس لتحديد القيمة الحالية للسند أي قيمته السوقية ولذلك معادلة قيمة

السند هي :حيث أن

$V$ : قيمة السند؛

$I$ : فائدة السند التي تدفع في كل فترة؛

$t$ : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)؛

$Vn$ : القيمة الاسمية للسند؛

$N$ : فترات الاستحقاق للسند .

المطلب الثالث: تقييم مردودية الأوراق المالية :

أولاً: معدل المردودية:

**1-تعريف معدل المردودية<sup>1</sup>**: يقصد بمعدل المردودية  $R$  مقدار النمو النسبي للثروة بين تاريخين معينين، أما معدل العائد فهو النسبة بين العائد الموزع وسعر السهم.

**2-معدل المردودية في الزمن المتقطع<sup>2</sup>**: في هذه الحالة الفرق بين الفترتين هو الواحد الصحيح (خطوة واحدة)، و تكون صيغة معدل المردودية  $R$  كما يلي :

1Michel Fleuriet et Yves Simon, op. cit, p :70.

2 Jacques Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, 2eme Édition, Economica, Paris, 2005, p:78.

$$R_t = C_t + D_t + C_{t-1}/C_{t-1} = (C_t + D_t + C_t/C_{t-1})_{-1} = (C_t/C_{t-1})_{-1} + (D_t/C_{t-1})$$

معدل	فائض قيمة
العائد	نسبي

حيث أن

$R_t$ : معدل المردودية؛

$C_t$ : السعر المصحح؛

$D_t$ : العائد المصحح؛

$C_{t-1}$ : سعر السهم في الفترة  $t-1$ .

الأسعار المصححة والعوائد المصححة: تستوجب كثير من العمليات إجراءات تصحيحية مثل: رفع رأس المال، تقسيم الأسهم تخفيض عدد الأسهم.

تتمثل عملية التصحيح في نسب إلى كل عملية بيع أو شراء معامل مصحح.

ويعرف هذا المعامل بأنه عبارة عن النسبة بين القيمة النظرية للسهم بعد العملية والتي قبلها مباشرة وتعطى علاقته كما يلي:

ويتم العملية التصحيح إما بضرب كل من العوائد والأسعار التي سجلت قبل تاريخ العملية في المعامل

المصحح، أو بتقسيم كل من الأسعار والعوائد التي تلي تاريخ العملية على المعامل المصحح.

**3- معدل المردودية في الزمن المستمر<sup>1</sup>**: في هذه الحالة معدل نمو الثروة بين الفترتين مقسم على عدة فترات

جزئية ولتكن  $q$  ففي الحالة السابقة اعتبرنا أن  $q = 1$  ، على أساس أن المردودية تم حسابها مرة واحدة في نهاية الفترة ولتكن سنة.

ثانيا: معدل العائد:

1 Ibidem , p:82.

**1- تعريف معدّل العائد:** يقصد بمعدل عائد السهم (Le rendement du titre) العلاقة بين عائد السهم وسعره في البورصة، ويعبر عنه كما يلي:<sup>1</sup>

$$\text{معدل العائد} = \frac{\text{عائد السهم}}{\text{سعر السهم}}$$

فلما يكون معدل عائد ضعيف يعني هذا تضخم الأسعار أو نتائج ما دون المستوى، أما معدل عائد مرتفع يعني أن السهم لم يقيم بقيمته وهذا يمثل خطرا على السهم وبقائه في السوق غير مضمون. ويشترط المساهمون معدل عائد عالي على المؤسسات التي توزع كل الأرباح أو تقريبا لغياب احتياطات مخصصة للسنوات التي تعاني فيها من العجز.<sup>2</sup>

**ثالثا: فرضية كفاءة بورصة الأوراق المالية في تقييم مردودية المؤسسة:**<sup>3</sup>

بدأ الاهتمام بمفهوم كفاءة الأسواق المالية وعلاقته بالبيانات التي تحتوي عليها القوائم المالية للمؤسسة كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي أو تحليل القوائم المالية والذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيرا خاطئا، لذلك توصل الباحثون في مجال الاستثمار إلى أن عدم الكفاءة معناه انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية وبالتالي انحراف معدل مردودية السهم عن قيمته الحقيقية.

### خلاصة الفصل الثاني:

يقوم المستثمرون الماليون داخل بورصة الأوراق المالية باتخاذ قرارات تدخل في إطار تسيير حوافظهم الاستثمارية معتمدين على تقييم المؤسسات (الأسهم) ومردودية أوراقها وعليه استطعنا أن نخلص في نهاية هذا الفصل إلى جملة من الاستنتاجات:

1 Didier Vitrac, Investir en Bourse avec succès, Gualino éditeur, 2ème édition, Paris, 2003, p:153.

2Olivier Picon, Gagner de l'argent en Bourse, Maxima, 9ème édition, Paris , 1999, p:144.

3محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص123

يوجد أسلوبان شائعان في تحليل الأوراق المالية وهما التحليل الفني والأساسي، ويختلفان كثيرا من حيث فلسفة التحليل التي يقومان عليها إذ أن التحليل الأساسي يهدف إلى البحث عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، بينما نجد أن التحليل الفني يقوم على تحليل حركة أسعار الأوراق المالية من بيانات السوق الماضية لمحاولة اكتشاف نمط معين، أساسه اختيار الوقت المناسب لاتخاذ القرار المناسب.

نجد أن مدخل التحليل الأساسي هو الذي يتفق مع عملية التقييم، إذ يقوم بتتبع مراحل التقييم المنهجية، حيث ينطلق من تحديد الهدف والتمثل في دعم وترشيد قرارات المستثمرين الماليين لتسيير محافظهم قصد تعظيم عوائدها و/أو تقليل المخاطر المرتبطة بها، ثم يقوم بمرحلة تجميع المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية ليتم تشخيصها وتحليلها للوصول إلى مدخلات التقييم، ثم في الأخير يقوم بتطبيق الطريقة التي تفضي إلى القيمة الحقيقية.

يتم في نهاية التحليل الأساسي استعمال إحدى الطرق الموافقة لتقييم الأوراق المالية، إذ يتم للخروج بالقيمة الحقيقية الموافقة استعمال طريقة خصم التوزيعات أو مضاعف الربح PER للمعلومات التي تم تحليلها. يختلف معدل مردودية (R) عن معدل العائد باعتبار أن معدل المردودية هو مقدار النمو النسبي للثروة بين تاريخين معينين، أما معدل العائد فهو النسبة بين العائد الموزع وسعر السهم .

# الفصل الثالث

## تمهيد الفصل الثالث:

كان على الجزائر عندما تحولت إلى اقتصاد السوق أن تنشئ بورصة القيم التي تعتبر من ركائزه الأساسية، إذ أريد لها منذ إنشائها تنشيط السوق المالية من جهة ودفع برنامج الخوصصة من جهة أخرى من خلال إدخال المؤسسات ذات الأداء الجيد، فتم فتح جزء من رأسمال كل من مؤسسة شركة اليانس، رياض سطيف، مؤسسة تسيير نزل الأوراسي، وهذا ماستطرق اليه في الفصل الثالث من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث وهي :

المبحث الأول : التعريف ببورصة الجزائر

المبحث الثاني : مدخل لشركة أليانس

المبحث الثالث : هيكلية شركة أليانس



المبحث الأول : التعريف ببورصة الجزائر:

المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر

في ظل انتقال الجزائر إلى اقتصاد السوق، أصبحت البورصة أداة ضرورية، فهي تعتبر وسيلة جديدة من وسائل تمويل الاقتصاد وبذلك يتدعم نظام التمويل دون التقليل من أهمية التمويل المصرفي<sup>1</sup>. إن المؤسسة ليست الوحيدة التي تلجأ إلى إصدار قيم منقولة، فالدولة والجماعات تلجأ أيضا إلى هذه الوسيلة من أجل تمويل مختلف حاجياتها، ونلاحظ أن الأوراق المصدرة من طرف الدولة والجماعات توافق دين متوسط وطويل الأجل، وعلى العكس الأوراق التي تصدرها المؤسسات تسمح بزيادة المساهمين - في حالة إصدار أسهم - أو المقرضين - في حالة إصدار سندات.

إن سوق رؤوس الأموال هو الإطار الأمثل لجمع رؤوس الأموال طويلة الأجل من خلال إصدار قيم منقولة ضرورية لتمويل المشروعات، وتكون مدة إنجاز المشروع وتسديد القروض طويلة أيضا<sup>2</sup>.

بالإضافة إلى أن هذه السوق باستطاعتها مساعدة الكثير من المؤسسات على تنويع مصادر تمويلها والسير بها نحو مستقبل أفضل<sup>3</sup>.

إن اللجوء العلني للإدخار يعتبر كمرحلة أولية لدخول المؤسسة في البورصة، وإن الطابع العلني للإدخار

ينتج من:

- توظيف الأصول المالية بحجم يتعدى دائرة محدودة من الأشخاص.
- قبول الأصول المالية للتداول لدى بورصة القيم المنقولة.
- اللجوء إما إلى البنوك، إلى المؤسسات المالية أو الوسطاء في عمليات البورصة أو إلى أساليب الإشهار العادي.

100 إن توظيف الأصول بحجم يتعدى الدائرة المحدودة يفترض حدوثه عندما يعني أكثر من

شخص<sup>1</sup>، ويجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر قيما منقولة بالتجائها إلى التوفير علنا أن تنشر

1 المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، لجنة التقييم، مشروع تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي للسداسي الثاني من سنة 1998، الدورة الثالثة عشر،

1999، ص77.

2 COSOB, Guide des valeurs mobilières, les guides COSOB, impression ANEP-Algérie-, 1997, P7

3 Abdelhak Lamiri, Gérer l'entreprise algérienne en économie de marché, Prestcomm éditions, 1997, P47.

مذكرة لإعلام الجمهور تتضمن العناصر الإعلامية التي من شأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دارية كذكر معلومات عن:

- تقديم مصدر القيم المنقولة وتنظيمه.

- وضعيته المالية.

- موضوع العملية المقرر إنجازها وخصائصها.

فيما يخص بورصة الجزائر، فإن فكرة إنشاءها تدخل في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 ودخلت حيز التطبيق سنة 1988، في نفس السنة صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، إن رأس المال الاجتماعي للمؤسسات العمومية والذي يمثل حق الملكية قسم لعدد من الأسهم التي وزعت ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم، ولكي يتم تبادل أسهم هذه الشركات يجب إنشاء سوق مالية لهذا الغرض.

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر مرت بعدة مراحل:

**المرحلة الأولى 1990-1992:** في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم

المؤسسات الحكومية على استقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، ومن جملة هذه الإجراءات أنشئت مؤسسة دعيت "شركة القيم المنقولة" ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، أما رأسمال هذه الشركة فلقد قدر بمبلغ ( 320000 دج) يدير الشركة مجلس إدارة مكون من 8 أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

**المرحلة الثانية ابتداء من سنة 1992:** لقد مرت هذه الشركة بفترة حرجة نتيجة لضعف رأسمالها الاجتماعي

وغموض الدور الذي يجب أن تلعبه، في فيفري 1992 رفع رأس مال الشركة إلى ( 932000 دج) كما أن اسم الشركة تغير وأصبح بورصة القيم المنقولة<sup>2</sup>

والتي تأسست بالمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، وبعد أن كانت صناديق المساهمة

هي التي تمتلك أسهم الشركات، دخلت الجزائر مرحلة الخوصصة وأصبح الأفراد بإمكانهم اقتناء أسهم

المؤسسات.

1 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مجموعة قوانين، 1997، ص 7.

2 شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر، أطلس للنشر، ص ص 79، 80.

تعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة وشركات الأسهم، ويكون مقر البورصة في الجزائر العاصمة<sup>1</sup>—

### المطلب الثاني : العقبات التي أخترت انطلاق بورصة القيم المنقولة في الجزائر<sup>2</sup>:

لقد أصبحت السوق المالية في الجزائر منذ 1997 واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية، إذ أن الهياكل التي تكونها آنذاك وهي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم والوسطاء في عمليات البورصة والنظام المتضمن سيرها قائمة بالفعل وهذا في حد ذاته خطوة هامة نحو تجسيد نظام اقتصادي يعتمد على مبادئ اقتصاد السوق، لكن رغم هذا التقدم الملحوظ، إلا أن بعض العقبات جعلت الانطلاقة الفعلية لهذه السوق صعبة وعرقلت تطورها ومن هذه العقبات .

**عقبات قانونية:** إن غالبية المؤسسات الهامة مؤسسات عمومية أي ملك الدولة، أسهمها لا يمكن أن تقتنيها إلا صناديق المساهمة. بمعنى آخر انتقال ملكية الأسهم يتم من صندوق إلى آخر أي بطريقة إدارية إن أهمية البورصة لا تظهر جلية إلا إذا كان بإمكان الأفراد الحصول على جزء من الأسهم وهذا يفترض خصوصية المؤسسات. **عقبات اقتصادية :** كانت غالبية المؤسسات ملك للدولة ومعظم هذه المؤسسات خاسرة إ ن هذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم هذه المؤسسات كما أن هناك مؤشرات لا تشجع الأفراد. على استثمار مدخراتهم في شراء هذه الأسهم، مثل معدل التضخم المرتفع معدلات الفائدة كما أن نصف الكتلة النقدية يذهب إلى السوق الموازية بدلا من الاستثمار في مجالات أخرى.

**عقبات سياسية :** يسعى كل مستثمر إلى الحصول على أقصى حد من الضمانات لاستثماره وفي هذا الإطار يعد الاستقرار السياسي العامل الرئيسي لتأسيس سوق مالية وسيرها الفعال، إذ على المستثمر في البورصة أن يكون متيقن من ثبات القوانين التي تدير السوق المالية أيا كان الفريق الحكومي المسير . كما أن الثقة في مصداقية مؤسسات الدولة ضرورية للمدخر لأن التخوف وانعدام الثقة يعيق تطور السوق المالية، ورغم التقدم المحقق من أجل إضفاء الاستقرار على المؤسسات فإن الوضع الأمني كان يؤثر على البلاد وهو لا يخدم الاستقرار السياسي.

1 COSOB, Guide de l'investisseur, les guides COSOB, impression ANEP-Algerie-, 1997, P10-11—

2 شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص ص80، 81 .

عقبات اجتماعية وثقافية: إن الانفجار الديموغرافي في الجزائر جعل كل العائلات منشغلة بالاستجابة لحاجيات أفرادها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو الصندوق الوطني للادخار والتوفير من أجل الحصول على السكن، ومن جهة أخرى فإن الثقافة المالية تكاد أن تكون منعدمة سواء على مستوى العائلات أو المسيرين وذلك نظرا لغياب الممارسة بالبورصة.

المطلب الثالث : تنظيم بورصة الجزائر:

أولا : الهيئات المنظمة للبورصة.

### 1- (COSOB) لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:<sup>1</sup>

أ - تقديم اللجنة : لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

تتكون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من رئيس وستة ( 06 ) أعضاء يعين الرئيس بمرسوم رئاسي لعهددة مدتها ( 04 ) سنوات، ويعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية بناء على ( اقتراح من السلطات والوزارات المعنية بحسب كفاءتهم في مجال المالية والبورصة، لمدة أربع ( 04 ) سنوات تبعا للتوزيع الآتي:

قاض يقترحه وزير العدل .

عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية .

أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي .

عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر .

عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين مصدري القيم المنقولة .

عضو تقترحه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2009 ، ص ص 11،8 ، في [www.cosob.org](http://www.cosob.org).

تخصص للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إعانة تمنح إياها من ميزانية الدولة، وتتقاضى أتاوى مقابل الأعمال والخدمات التي تقدمها أثناء ممارسة صلاحياتها وتحدد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم.

#### ب- مهام اللجنة: تسهر اللجنة على:

**حماية المستثمرين في القيم المنقولة:** تسهر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو دخول إلى البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية.

تمارس اللجنة زيادة على هذه المراقبة القبلية على الإعلام مراقبة بعدية على المؤسسات المقبولة في جدول التسعيرة وتعلق بالمنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه المؤسسات: الكشوف المالية والتقارير السنوية، ولا تشمل تأشيرة اللجنة تقييما لنوعية العملية التي يقرها المصدر، بل تعني أن المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية صحيحة وكاملة لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتتاب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية.

**حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها:** تهدف مراقبة السوق أساس إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها وتنصب على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة وماسكي الحسابات حافظي السندات وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وتسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكد مما يُبَيَّن:

احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد الرامية إلى حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير منصف.

سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر .

القيام بتسيير السندات وفق الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها .

**ج- سلطات اللجنة:** لقد زود المشرع اللجنة، لتمكينها من القيام بمهامها، بسلطات تنظيمية وسلطات اعتماد ومراقبة وتحقيق وتأديب وتحكيم.

**السلطة التنظيمية:** تقوم اللجنة في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، وتتعلق الأنظمة التي يتم سنها على الخصوص بما يأتي:

القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف.

الجماعي في القيم المنقولة وعلى ما سكي الحسابات وعلى حافظي السندات.

واجبات الإعلام المفروضة على المؤسسات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني.  
على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية.  
تسيير محفظة القيم المنقولة .

قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات .  
القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة .  
القواعد المتعلقة بمسك الحسابات - حفظ السندات .

القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات .  
شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.  
**سلطة الاعتماد والتأهيل** :تعتمد اللجنة :

الوسطاء في عمليات البورصة .

شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك .  
تؤهل ماسكي الحسابات-حافظي السندات .

**سلطة المراقبة والتحقيق** :تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد من :

احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق .

امتثال المؤسسات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها.  
إدراج التصويبات في حالة حدوث مخالفات .

حسن سير السوق .

تؤهل اللجنة، من أجل تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة لإجراء التحقيقات لدى مؤسسات أو مؤسسات مالية معينة بعملية معينة على القيم المنقولة.

**السلطة التأديبية والتحكيمية** :تنشأ ضمن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديب وتحكيم تتكون من الرئيس وعضوين ينتخبان ضمن أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وقاضيين يعينهما وزير العدل .ويتولى رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أمانة الغرفة ومن مهامها:

في المجال التأديبي :تختص الغرفة بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء .

في عمليات البورصة، وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

في مجال التحكيم: تختص الغرفة بدراسة كل نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة قد يحدث:

بين الوسطاء في عمليات البورصة .

بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم .

بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة .

## 2- شركة إدارة بورصة القيم (SGBV):

أ- تعريف شركة إدارة بورصة القيم: تعتبر شركة إدارة بورصة القيم المنقولة SGBV شركة خاصة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري في البورصة حيث تم تأسيسها في 25 ماي 1997 برأسمال يقدر ب 24 مليون دينار جزائري وهي التي يكون فيها المساهمون عبارة عن مجموعة من الوسطاء في عمليات البورصة والمعتمدين من لجنة البورصة، وفي الواقع فإنه منذ نشأتها ما فتئ رأسمالها يشهد الكثير من حالات الارتفاع، إذ قفز من 24 مليون دينار) في سنة ( 1997 إلى 475.200.000 دينار) في سنة ( 2010 وذلك بعد أن تمت تسوية العديد من الزيادات المختلفة في الرأسمال.

ولشركة إدارة بورصة القيم المنقولة مجلس إدارة مكون من هيئة مالية تتمثل في :

1 - BEA , CNEP, BDL, BCA, BADR, BNA .

2- Union Bank .

3 - CAAR, CAAT, CNR, CNMA, SAA .

الوسطاء في عمليات البورصة الذين يحتكرون سوق تداول SGBV شارك في رأسمال مؤسسة الأوراق المالية في البورصة لحساب زبائنهم المدخرين أو لحسابهم الخاص<sup>1</sup>.

ب- مهام شركة إدارة بورصة القيم: تعمل شركة إدارة بورصة القيم على:

التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة .

التنظيم المادي لجلسات البورصة .

تسجيل مفاوضات الوسطاء في عملية البورصة .

تنظيم عمليات المقاصة حول القيم المنقولة .

<sup>1</sup>التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010 ، ص74.

تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدتها .

نشر المعلومات المتعلقة بعمليات التداول في البورصة

إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة .

**3- المؤتمن المركزي على السندات" الجزائر للتسوية :** المؤتمن المركزي على السندات هو الهيئة الثالثة من الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وهي شركة ذات أسهم ارتفع رأسمالها من 75 مليون دينار جزائري في سنة 2002 إلى 240 مليون دينار جزائري سنة 2010 ويتكون رأسماله من 240.000 سهم بقيمة 1.000,00 دينار من القيمة الاسمية يقوم المؤتمن المركزي على السندات بمهمة تسوية وتسليم المعاملات على السندات، وهي هيئة تتولى الوظائف الرئيسية الثلاث الآتية:

**وظيفة الحفظ:** فهو يمسك حسابات باسم المهنيين، وإذا كان الوسيط المالي يقوم بمسك الحساب الخاص بالمستثمر فإن المؤتمن المركزي على السندات يتولى مسك حساب الوسيط المالي.

**وظيفة حركة تداول السندات:** وذلك عن طريق النقل من حساب إلى حساب .ويقوم البنك والمؤسسات المصدرة والمتداولون بإرسال تعليمات تسليم السندات .ويراقب المؤتمن المركزي هذه التعليمات وينظم اتفاق الأطراف على التداول، وبحلول تاريخ التسوية/التسليم يقوم المؤتمن المركزي بقيد حسابات السندات والأوراق النقدية في حساب الدائن والمدين.

**وظيفة إدارة السندات:** فهو يسمح للمهنيين بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات الوضع قيد الدفع، زيادة رأس المال (... حسب التعليمات التي تصله من أصحاب الملكية .وزيادة على هذه الوظائف الثلاث) الحفظ وحركة السندات وإدارة السندات (التي تمثل المهام الأساسية للمؤتمن المركزي على السندات فإنه لا بد من التذكير بأن هذا الأخير يمكن أن يتولى وظائف أخرى تتعلق بالسندات منها:

تقنين الأدوات المالية .

جمع المعلومات الاسمية بناء على طلب المؤسسات التي تقوم بالإصدار .

زيادة على تسيير عمليات التسوية والتسليم والعمليات المرتبطة بالسندات المتعلقة بالقيم المنقولة الأسهم وسندات استحقاق المؤسسات (فإن سندات الشبيهة للتخزين قد تم تحويلها من بنك الجزائر إلى الجزائر للمقاصة، ويمارس المؤتمن المركزي مهامه على السندات تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.



ثانيا: المتدخلون في بورصة الجزائر

### 1- الوسائط في عمليات البورصة<sup>1</sup>:

أ- تعريف الوسطاء: لا يمكن القيام بعملية التفاوض على القيم المتداولة المقبولة بالبورصة إلا من طرف الوسطاء في عمليات البورصة وهؤلاء الوسطاء، إما أن يكونوا أشخاصا اعتباريين في شكل شركات مساهمة أو أشخاصا طبيعيين على أن يتم اعتمادهم من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة..

ب- الشروط الواجب توافرها لاعتماد الوسطاء في عمليات البورصة: حتى يتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة بالجزائر، ينبغي أن تتوفر فيهم جملة من الشروط والتي تختلف بالنظر إلى كون الوسيط شخصا طبيعيا أو شخصا اعتباريا.

الشروط الواجب توافرها في الوسيط الذي له صفة الشخص الطبيعي: ينبغي على الشخص الطبيعي الذي يريد أن يصبح وسيطا في عمليات البورصة تحقيق جملة من الشروط هي: جزائري الجنسية ولا يقل عمره عن 25 سنة .

التمتع بالأخلاق الحسنة والتراثة اللازمة لضمان حماية المدخرين .

تقديم اكتاب كفالة تقدر بمبلغ خمسمائة ألف ( 500.000 ) دينار جزائري، ويمكن للجنة أن تحدده بمبلغ أكبر، بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة التي قد تقتضي ضمانا أكبر.

حيازة محل واضح التعيين وملائم لممارسة النشاط تحقيق شروط الكفاءة المهنية كالحصول على شهادة ليسانس في التعليم العالي في التخصص أو شهادة معادلة لها، كما ينبغي أن يكون المعني قد حصل على تكوين مقبول في شؤون التجارة وتسيير القيم المتداولة وكسب تجربة مهنية مرضية.

الشروط الواجب توافرها في الوسيط الذي له صفة الشخص المعنوي: ينبغي على الوسيط في عمليات البورصة ذي الشخصية الاعتبارية أن تتوفر فيه جملة من الشروط حتى يمكنه ممارسة وظيفته كوسيط وهذه الشروط هي:

الشكل القانوني الذي ينبغي أن يأخذه هذا الشخص المعنوي هو شركة مساهمة .

حيازة رأسمال مقدراه الأدنى مليون دينار جزائري ( 1000.000 ) دج (ويمكن للجنة أن تحدد قيمة الكفالة بمبلغ أكبر بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة والتي تتطلب ضمانات أكبر).

1محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 380،382.

تتكون رؤوس الأموال الخاصة من رأس المال الاجتماعي والاحتياطات والحاصل المنقول من جديد ونتيجة نهاية الدورة المالية.

حياسة محلات واضحة التعين وملائمة لممارسة النشاط وضمن أمن مصالح العملاء على أن يكون مقر المؤسسة بالجزائر.

توفر المؤسسة على مسير على الأقل يهتم بالإدارة العامة لها تكتمل فيه شروط التأهيل للشخص الطبيعي سالف الذكر.

ولقبول الوسطاء في عمليات البورصة سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين يتعين عليهم تقديم طلب اعتماد لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وينبغي أن يرفق طلب الاعتماد عموما بما يلي:

وثائق تثبت المساهمة في صندوق الضمان، والاكنتاب في تأمين ضمان المسؤولية تجاه زبائنهم خاصة ضد مخاطر الخسارة، سرقة الأموال والقيم الممنوحة لهم من طرف زبائنهم.  
التزام باحترام القواعد الأخلاقية .

وثيقة تثبت ملكية أو كراء المحلات المخصصة لنشاط الوسيط في عمليات البورصة التزام بالاكتتاب في حصة من رأسمال شركة إدارة بورصة القيم ولا يكون الاعتماد نهائيا إلا عندما يكتب فعلا الوسيط في عمليات البورصة في الحصة المحددة من رأسمال الشركة المذكورة

المستثمرون الماليون: يستطيع المستثمر المالي في بورصة الجزائر التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق اللجوء لهيئات التوظيف الجماعي المنقولة إذ أن هذه الأخيرة نص عليها القانون من خلال الأمر رقم للقيم96\_08 المؤرخ في 10 جانفي 1996.

#### المطلب الرابع : التفاوض على الأوراق المالية في بورصة الجزائر :<sup>1</sup>

**1- نظام التفاوض في بورصة الجزائر :** تعتبر بورصة الجزائر سوقا مرمزة تسير عن طريق الأوامر وهي غير مجزأة وتقوم على العمليات العاجلة وعليه فإن كل القيم المتداولة يتم التفاوض عليها في سوق رسمية موحدة وذات الدفع النقدي العاجل فقط في مكان معين، حيث توجد قاعة التداول في شركة تسيير بورصة القيم، ولقد تم تحديد يوم الاثنين من كل أسبوع يتم فيه التفاوض على الأوراق المالية، حيث يتولى إدارة الجلسات ممثل عن شركة تسيير بورصة القيم.

<sup>1</sup>محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 394، 391.

أوامر بورصة الجزائر: يعتبر الأمر تعليمة يعطيها العميل للوسيط في عمليات البورصة أو بمبادرة من هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط صناعة السوق، حيث ينبغي على كل أمر بورصة مقدم من طرف عميل للوسيط في البورصة أن يتضمن المعلومات التالية:

موضوع العملية شراء أو بيع .

اسم الورقة المالية المراد التفاوض عليها وتحديد خصائصها .

عدد الأوراق المالية المراد التفاوض عليها .

مدة صلاحية الأمر بالتنفيذ .

الإشارة إلى حدود السعر .

ويمكن إعطاء أمر البورصة وتسليمه للوسيط في عمليات البورصة إما:

كتابيا: وفق نموذج موضوع تحت تصرف العميل .

هاتفيا: مع تحديد ساعة وتاريخ المكالمة حيث يتم استلامها من قبل الوسيط، ولقد تم الأخذ بثلاثة أنواع من أوامر البورصة في الجزائر، وهي:

الأمر بسعر السوق .

الأمر بالسعر الأحسن .

الأمر بالسعر المحدد .

يستمد هذا الاختيار من بين مختلف الأوامر المعمول بها في البورصات العالمية، إلا أن الأوامر الثلاثة المتعمدة في بورصة الجزائر تتميز بالقدم والبساطة، والعمل بها يراود منه تجنب كل التباس أو عدم التفاهم بين من يعطي الأوامر والوسطاء في عمليات البورصة في سوق حديثة النشأة.

**3- نظام التسعيرة في البورصة:** يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظامين للتسعير، هما المستمر والثابت سواء كان يدويا أو بواسطة الإعلام الآلي، غير أن الطريقة التي تعمل بها بورصة الجزائر حسب ما تم تقريره من طرف شركة تسيير بورصة القيم تتمثل في طريقة التسعير الثابت بالمناداة أو الصندوق، وتعني هذه الطريقة تطبيق سعر موحد لمجموع الصفقات المبرمة لكل قيمة متداولة خلال جلسة معينة للتفاوض في البورصة إذ يتماشى هذا النظام مع حجم مبادلات ضعيف، حيث يسمح السعر المحدد بتعظيم حجم المبادلات بأكبر قدر ممكن.

**4- المقاصة والتسديد:** تهتم المقاصة بإنهاء المبادلات على القيم المتداولة المنجزة في جلسات التفاوض في البورصة ويتم ذلك بدفع المبالغ المستحقة من طرف الوسيط في عمليات البورصة للمشتري وتسليم الأوراق المالية من قبل وسيط البائع، وينبغي أن تتم هذه العملية خلال جلسة مقاصة التسديد الذي يعتبر بنك توظيف كل الوسطاء في عمليات البورصة، لذا فحضوره بالغ الأهمية لتأكيد التغطية النقدية للوسطاء المشترين على أساس كشف من حساباتهم، ويكون هذا البنك مطالبا بتنفيذ تحويل الأموال الناتجة عن التزامات الوسيط في جلسة التفاوض وذلك في نفس اليوم، كما أن تسليم الأوراق المالية يتزامن مع تحويل الأموال:

-على شكل شهادات مادية في حالة الأوراق المحسدة.

-على شكل شهادة وجود في حالة الأوراق غير المحسدة والمسجلة في حساب.

يقوم بعد ذلك مشتري الورقة المالية بممارسة حقوقه بتسجيل اسمه على سجل المساهمين مكان اسم المالك القديم كون أن الشركات المقبولة والمسجلة في قيد البورصة تضع تحت تصرف مشتري الأوراق المالية مصالح تسيير سجلات المساهمين، تحويلات الأوراق المالية ودفع توزيعات الأرباح ويتعين على هذه المصالح إتلاف الأوراق القديمة وإصدار أخرى جديدة باسم المالكين الجدد وفي الحالة التي يرغب فيها المساهم الجديد أن تكون بحوزته أوراق المحسدة فإنه بإمكانه طلب تسجيل الأوراق في حساب، وفي كل الحالات التي يتعين على المؤسسة إجراء تغيير الملكية على سجل المساهمي .

1- أمثلة عن البورصة العالمية :

**أ- البورصة الأمريكية:** <sup>1</sup> تعد "بورصة نيويورك" من أكبر البورصات منذ سنوات ، وترجع إلى عام 1700 وكان يطلق عليها أحيانا " Big Bang" ، وتقدم بورصة نيويورك مجموعة متكاملة من الخدمات المالية للمستثمرين و المدخرين ، تسجل تداول أكثر من 2500 سهم عادي وممتاز ، و يتم تسجيل تداول الأسهم الأجنبية فيها عن طريق شركات الوساطة التي تقوم نيابة عن الشركة المصدرة للقيم بتحصيل الأرباح ودفع العمولات .

والى جانب بورصة نيويورك هناك بورصات أخرى مثل : شيكاغو، لوس انجلوس، بوسطن، فيلادلفيا، و

تتميز البورصات الأمريكية بالخصائص التالية :

◀ الكفاءة المرتفعة .

1 فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص 111 .

- ◀ تقارير مالية متقدمة عن أوضاع البورصة.
- ◀ وجود هيئات مختصة لحماية المعاملات داخل البورصة (هيئة لحماية المستثمرين، هيئة لحماية المدخرين).
- ◀ يتم فرض رسوم على الأوراق المالية الأجنبية .
- ◀ تتداول الأوراق المالية إما عن طريق السوق الثانوية ، أو خارج البورصة و التي تمثل الجزء الأكبر من المعاملات .
- ◀ من المؤشرات المتداولة "مؤشر داو جونز" الذي يمثل 30 % من بورصة نيويورك، و مؤشر "ستاندردبور" يمثل 80% من القيم المتداولة بالبورصة.

### ب- تعريف بورصة دبي :<sup>1</sup>

بورصة دبي المالية : هي أهم بورصة للأوراق المالية في دبي وأهم بورصة في الإمارات مع سوق أبوظبي للأوراق المالية أفتتح في 26 مارس 2000 طرح السوق 20% من أسهمه في نوفمبر 2006 بعد أن أصبح شركة مساهمة عامة ، وعدد الموظفين فيه 4718 موظف .

رأس المال المدفوع: 8,000,000,000 درهم وتبلغ القيمة الاسمية للسهم: 1.00 درهم عدد الأسهم القائمة 8,000,000 سهم.

يتمثل نشاط الشركة في إدراج وتداول أسهم الشركات المساهمة العامة بالإضافة إلى السندات والصكوك الإسلامية والصناديق الاستثمارية .

### المبحث الثاني : مدخل لشركة أليانس :

#### المطلب الأول :التعريف بشركة أليانس للتأمينات الجزائرية:<sup>2</sup>

- شركة اليانس Alliance: هي أليانس للتأمينات هي شركة مملوكة للقطاع الخاص ذات أسهم برأسمال وطني، تأسست في 30 جويلية 2005. بموجب الأمر 95\_07 رقم المؤرخة في 25 جانفي 1995 ، والصادر عن وزارة المالية، والمتعلقة بفتح سوق وبعد الحصول على موافقة الجهات المختصة (المرسوم رقم 122/05) ،

1www.Bourse de Dubai.com.

2 offre commerciale, ALLIANCE ASSURANCES.

انطلق نشاط الشركة سنة 2006 التأمينات، بواسطة القيام بجميع عمليات التأمين وإعادة التأمين، حيث تقدم شركة أليانس منتجات وخدمات تأمينية حسب الطلب وحاجة التأمين وهذا كما يلي:

#### أولا - التأمينات الموجهة للأفراد والمخصصة ل:

- ✓ السيارات بما فيها المساعدة؛
- ✓ الحوادث الفردية - حياة / وفاة؛
- ✓ المخاطر المتعددة للسكنات؛
- ✓ السفر (تأشيرة فضاء شنغن ووجهات أخرى، عمرة الحج) ... ؛
- ✓ الكوارث الطبيعية؛
- ✓ الصحة والاحتياط؛

#### ثانيا - التأمينات المهنية:

- ✓ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة / المؤسسات المتوسطة الصناعية، المهن الحرة، الحرفيين والتجار؛
- ✓ السيارات (أسطول صغير أو كبير)؛
- ✓ المساعدة (أسطول صغير أو كبير)؛
- ✓ المخاطر المتعددة المهنية (بما فيها المسؤولية المدنية وضمانات أخرى)؛
- ✓ تأمين المجموعة (إضافي صحة)؛
- ✓ الكوارث الطبيعية، أضرار المياه؛
- ✓ نقل البضائع بحرا وبرا وجوا؛

#### ثالثا - التأمين على الأخطار الصناعية: الشركات الكبرى:

- ✓ حرائق ومخاطر ملحقه؛
- ✓ تحطم الآلات؛
- ✓ المسؤولية المدنية العامة؛
- ✓ المسؤولية المدنية المهنية؛
- ✓ المسؤولية المدنية "المنتجات المسلمة"؛
- ✓ خسائر الاستغلال بعد حريق أو تحطم الآلات؛
- ✓ خسارة منتجات مخزنة في غرفة التبريد؛

- ✓ سرقة منتجات وسرقة الصندوق/الخزينة؛
- ✓ تأمين أنظمة الإعلام الآلي الصغيرة؛
- ✓ أسطول سيارات (أكثر من 51 سيارة)؛
- ✓ إضافي صحة لفائدة المستخدمين؛
- ✓ نقل البضائع بحري، بري، جوي؛
- ✓ اضطرابات واحتجاجات شعبية؛

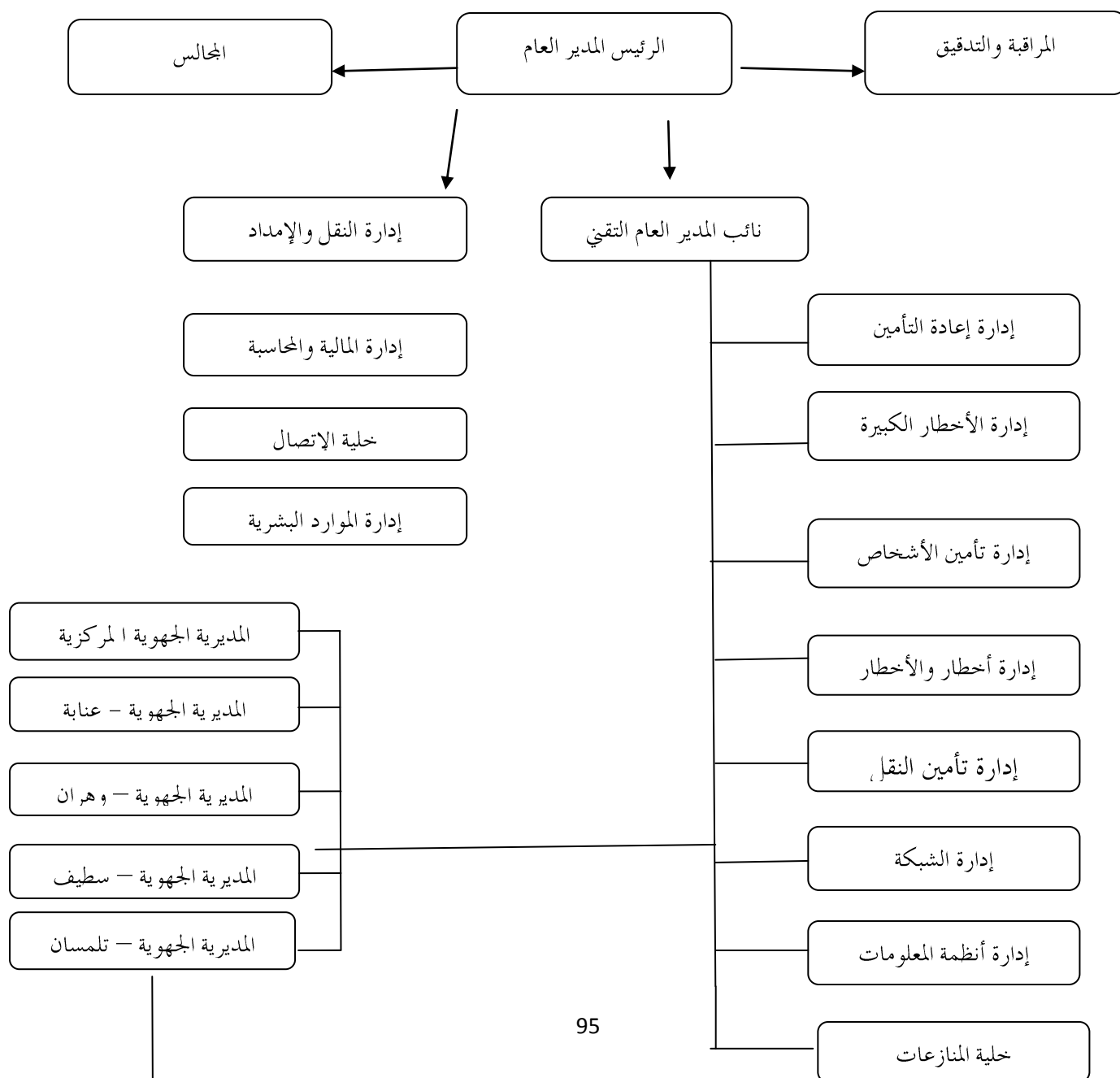
#### رابعا - التأمينات على البناء والأعمال الهندسية:

- ✓ المسؤولية المدنية للمصمم) مكاتب الدراسات وهيئات المراقبة والمهندسين)؛
- ✓ المسؤولية المدنية لمنجز المشروع ( المشرف على الإنجاز، مقاولون رئيسيون، أو مناولون في الإنجاز)؛
- ✓ جميع أخطار الورشات في الهندسة المدنية وكل أخطار تركيب الآلات والتجهيزات؛
- ✓ نقل وتخزين وسيط شامل لتجهيزات الورشة؛
- ✓ جميع أخطار شاحنات الورشات؛
- ✓ المسؤولية المدنية للوفاة؛
- ✓ الحوادث الفردية للعاملين في الورشات؛
- ✓ تأمينات على نقل المنتجات والتجهيزات؛
- ✓ خسائر الاستغلال المسبق.

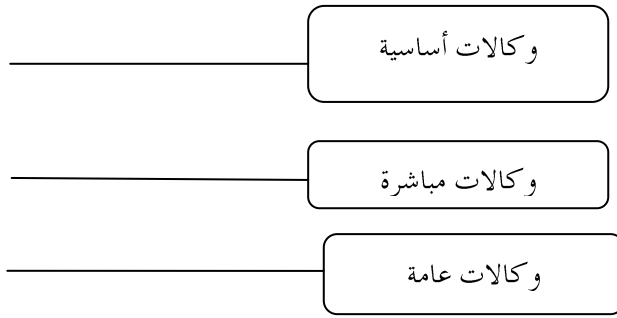
وتجدر الإشارة إلى أن شركة أليانس هي أول شركة خاصة تلتزم بميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر وكان هذا سنة 2009 من خلال الكلمة التي ألقاها الرئيس المدير العام للشركة بإحدى الملتقيات آنذاك، حيث أكد بأن هذا الميثاق هو ضمان الشفافية بالنسبة للشركات، وأن الشركات الخاصة تتعهد أن تكون شفافة في حساباتها وإدارتها لعملائها والحكومات وجميع الجهات الفاعلة الاقتصادية والاجتماعية.

أليانس للتأمينات متواجدة في جميع مناطق الجزائر، إن التطور الذي عرفته شبكتها التجارية وحتى نهاية سنة 2011، تم افتتاح 193 مركز إنتاج، مهيكلة إلى 11 وكالة رئيسية، و 29 وكالة مباشرة، و 59 وكيل عام، 92 ملحقة، موزعة على 35 ولاية .

الشكل الرقم (1): الهيكل التنظيمي لشركة أليانس للتأمينات الجزائرية.







**Source:** allianceassurances , notice d'information, augmentation de capital de 1433 million da viaun appel public a l'epargne et introduction du titre en bourse, visa cosob n° 2010/02 du 8aout 2010 , insertion boal 59du 24,P:32

### المطلب الثاني : رأس مال شركة أليانس ودخولها بورصة الجزائر<sup>1</sup>

بدأت الشركة بمزاولة نشاطها برأس مال ابتدائي قدره 500 مليون دج، وفي أواخر سنة 2009 بلغ رأس المال الاجتماعي للشركة 800 مليون دج ، ونتيجة لرغبة الشركة في رفع رأس مالها إلى 2,2مليار دج لجأت إلى عملية اكتتاب عام تمهيدا لإدراج حصة من أسهما في بورصة الجزائر، على أن تبدأ فترة الاكتتاب من الثاني نوفمبر 2010، إلى غاية 1 ديسمبر، وتأتي هذه العملية بعد منح لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها الضوء الأخضر من خلال موافقتها يوم الثامن أوت 2010 تحت رقم 2010/02، وقد حدد سعر الاكتتاب ب 830 دينار/ للسهم الواحد.

وتأتي هذه الخطوة وفقا للقرار 375\_09 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 يعدل ويكمل المرسوم رقم 344\_95 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأس مال شركات التأمين<sup>2</sup> ، حيث وافقت الجمعية العامة لشركة أليانس للتأمينات الجزائرية بالجمعية الغير عادية في 21 جويلية 2010 على زيادة رأس مال الشركة والمقترح من إجتماع مجلس الإدارة بتاريخ 20 جويلية 2010.

وتعتبر شركة أليانس أول مؤسسة من القطاع الخاص تدخل إلى البورصة، ولقد بلغت الأموال التي تم رفعها مقدار 1,4مليار دينار، وقد اشترك في هذه عملية جمع بطاقات الإكتتاب البنوك التالية<sup>4</sup> :

1 allianceassurances , notice d'information, Op cit , P:8.

✓ CPA القرض الشعبي الجزائري، مسؤول الفريق؛

✓ BDL بنك التنمية المحلية؛

✓ BNA البنك الوطني الجزائري؛

✓ CNEP BANQUE صندوق الادخار والاحتياط؛

✓ BADR بنك الفلاحة والتنمية الريفية؛

✓ BEA البنك الخارجي الجزائري؛

✓ SGA سوسيتي جينيرال الجزائر؛

✓ BNP PARIBAS بي أن بي باريا الجزائر.

وكانت تجزئة العرض (التقسيم الأصلي للعرض) كما يلي:

✓ القسم " أ : "تعني الأشخاص الطبيعيون من جنسية جزائرية : 33,3% من العرض مخصصة لهذا القسم ( 600,00 سهم)، العدد الأدنى للاكتتاب 5 مع حد أقصى ب 50.000 سهم .

✓ القسم " ب : "الاستثمارات المؤسسية : 28,5% من العرض مخصصة لهذا القسم (514,286 سهم)، عدد الأسهم الأدنى للاكتتاب هو 1.000 مع أقصى حد 250.000 سهم.

✓ القسم " ج : "الأشخاص المعنويين من جنسية جزائرية: 33,5% مخصصة لهذا القسم ( 604.511 سهم)، عدد الأسهم الأدنى للاكتتاب هو 1.000 مع أقصى حد 250.000 سهم.

✓ القسم " د : "الوكلاء العاملون المعتمدون لشركة التأمين أليانس : 2,4% مخصصة لهذا القسم ( 42,857 سهم)، عدد الأسهم الأدنى للاكتتاب هو 20 مع أقصى حد 1.400 سهم.

✓ القسم " ه : "العمال الأجراء في شركة التأمين أليانس وفروعها : 2,4% مخصصة لهذا القسم (42,857 سهم)، عدد الأسهم الأدنى للاكتتاب هو 20 مع أقصى حد 140 سهم.

ولقد كان رأسمال هذه الشركة يبلغ قبل رفعه 800 مليون دج تم اكتتابها كليا وتحريرها من طرف المساهمين الآتي ذكرهم:

جدول رقم (3) يبين عدد المساهمين وعدد الأسهم الموزعة لهم

النسبة المئوية	عدد الأسهم	الفئة المساهمة أو الاسم واللقب
50%	2000,000	-خليفةاتي حسان
15%	600,000	-خليفةاتي رشيد

14%	560,000	-رحمون محمد
10%	400,000	-عيساتي محمد
5%	200,000	-عربات المغرب ش.ذ.أ
4%	160,000	-أورحمون عبد الكريم
1.5%	60,000	-إيترابا، شركة ذات المسؤولية المحدودة
0.5%	20,000	-إيجيترابا، شركة ذات المسؤولية المحدودة
100%	4000,000	المجموع
	800,000,000	دج

Source : alliance assurances , notice d'information, Op cit , P:22.

وتسعى شركة أليانس إلى تحقيق جملة من الأهداف، حيث اعتبر الرئيس المدير العام لشركة أليانس للتأمينات فتح رأس مال الشركة عن طريق البورصة عملية تاريخية بالنسبة للشركة والسوق المالية، كما أكد بأن هناك أهداف إستراتيجية ستتحقق من وراء العملية الأولى من نوعها في تاريخ السوق المالية الجزائرية، ومن بين الأهداف التي ذكرها:

- ✓ رفع رأسمال الشركة تطبيقا لشروط قانون التأمينات 2009؛
- ✓ -توسيع قاعدة الشركة بمساهمين جدد عن طريق الإدخار العام؛
- ✓ اقتسام الثروة الناجمة عن العملية من خلال إعطاء فرصة جديدة للجزائريين لتوظيف أموالهم عن طريق وسائل جديدة للإدخار؛
- ✓ -المساهمة في تفعيل بورصة الجزائر من قبل المتعاملين العموميين والخواص .
- ✓ زيادة حصة الشركة في السوق؛
- ✓ ابتكار منتجات جديدة؛
- ✓ زيادة التواصل مع المساهمين.

المطلب الثالث: بطاقة فنية حول شركة أليانس للتأمينات الجزائرية:<sup>1</sup>

اهم المؤشرات لشركة اليانس، كما يلي :

-تطور رقم أعمال الشركة والحصة في السوق :

جدول رقم (4) يمثل تطور رقم الأعمال خلال الفترة 2007-2009 كما يلي :

السنة	2007	2008	2009
رقم الاعمال (دج)	1675.932.050	2851.860.992	3423.089.368.44

المصدر : من إعداد الطالب بناء على معطيات التقرير السنوي لسنة 2007 و 2009.

حققت الشركة في السنة المالية 2008 إنتاج إجمالي يقدر ب 2,85 مليون دج وهو ما يقابل زيادة قدرها حوالي 70 % مقارنة بعام 2007 ، وهي بذلك تحتل المرتبة الثانية في القطاع الخاص، وفي المرتبة السابعة على مستوى قطاع التأمين.

أما الحصة في السوق فقد بلغت 3,7 % لسنة 2008 ، وعلى مدى أربع سنوات فقط من بداية نشاطها حققت الشركة معدل نمو بلغت نسبته 46%.

وفي سنة 2009 بلغ رقم الأعمال 342.089.368,44 دج حيث تحقق ما توقعته الشركة بشأن رقم أعمالها، كما بلغت حصتها السوقية 4,4%.

المبحث الثالث :هيكلية الشركة

المطلب الاول : مجلس الإدارة و الجمعية العامة في الشركة

أولا -مجلس الإدارة:<sup>2</sup>

ولقد تطرقنا سابقا في هذا الفصل إلى تشكيلة مجلس إدارة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية وكذا المهام المنوطة به، يقوم مجلس الإدارة بإنشاء لجان متخصصة ومساعدة حيث تقدم صورة واضحة حول عمل الشركة تحديد نقاط القوة والضعف ، وأهم هذه اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة لشركة أليانس هي :

✓ لجنة المراجعة (comité d'audit) : قامت الشركة في الربع الرابع من السنة المالية 2010

بالتشجيع على إنشاء لجنة للمراجعة مؤلفة من ثلاثة أعضاء غير تنفيذيين يعينهم أعضاء مجلس الإدارة.

ومن مهام هذه اللجنة :

1- <http://www.echoroukonline.com/ara/economie/63308.html>

2\_ alliance assurances , notice d'information, Op cit, P:85.

- ✓ -دراسة هيكل الرقابة على تسيير الشركة؛
- ✓ دراسة الأخطار محل التأمين؛
- ✓ -الإشراف على عمليات التفقد والتفتيش والرقابة؛
- الإشراف على الأعمال التقنية، الإدارية، والمحاسبية للشركة.
- ✓ لجنة الأجور والمكافآت **comité rémunération** : وتمثل مهمتها في تقديم التوصيات إلى مجلس الإدارة في ما يتعلق بسياسة أجور بعض الإداريين من الهيئة العليا وكبار العاملين في الإدارة بما في ذلك علاوات الأداء والمكافآت الأخرى.
- ✓ لجنة الإستراتيجية **comité Stratégie** : وتمثل مهمتها في اقتراح المحاور الإستراتيجية المتعلقة بسير عمل الشركة وتطورها، تعقد هذه اللجنة أربعة اجتماعات في السنة، ومن صلاحيات هذه اللجنة اعتماد التقارير المتعلقة بتسيير الشركة.

#### ثانيا -الجمعيات العامة للمساهمين (**l'assemblée générale des actionnaires**):

وهي عبارة عن اجتماع لعموم المساهمين، حيث تنقسم إلى نوعين: جمعية عامة غير عادية استثنائية وهي وحدها مختصة بصلاحيات تعديل القانون الأساسي للشركة كتغيير رأس مال الشركة أو تغيير اسمها- المادة 674 (معدلة) من القانون التجاري الجزائري-، جمعية عامة عادية تجتمع مرة على الأقل في السنة وغالبا ما تعقد في ماي أو جوان حيث على مجلس الإدارة أن يبلغ المساهمين ويضع تحت تصرفهم كافة الوثائق الهامة قبل ثلاثين يوما من انعقاد الجمعية العامة وهذا لطرح انشغالهم وتلقي الإجابات عليها من طرف الإدارة - المادة 676,677 (معدلة) من القانون التجاري الجزائري -وهذا ما يزيد في تعزيز الثقة والاتصال بين المساهمين والإدارة.

ففي اجتماع للمساهمين لشركة أليانس للتأمينات في جمعية عامة عادية) الملحق رقم: 01 ( في 29 جوان 2011 ، وبعد مرور ستة أشهر من إغلاق الدورة المحاسبية وهو وفق القانون، إذ تم فيه تقديم تقرير مجلس الإدارة وكذلك تقرير محافظ الحسابات لدورة 2010 ، والمصادقة على حسابات الدورة المحاسبية 2010 ، وتوزيع الأرباح وتحديد قيمة العوائد، وكذلك تحديد أتعاب الحضور ومنح الصلاحيات. حيث تمت المصادقة على حسابات شركة أليانس لسنة 2010 واتخاذ القرار بتخصيص نتيجة الدورة حيث كل سهم تحصل على 20 دج بينما كانت هناك خسائر متعلقة بالدورة الماضية تقدر بـ 16308823,82 دج

(مرحل من جديد) بينما كانت الاحتياطات الإيجابية تقدر ب 5 % من النتيجة الصافية 9900495.48 دج، بينما كانت مكافأة المسيرين التي اعتبرت كأجرة مسير مقدرة ب 2.5 % وهي لم تتجاوز 10% وهي قانونية بينما المتبقي بعد توزيع العوائد وهو ذو قيمة معتبرة إذ يتم ترحيله إلى الدورة المقبلة والمقدر ب 30959131.60 دج.

### المطلب الثاني : القوائم المالية في شركة أليانس (Etats financiers):

-تلتزم للتأمينات الجزائرية بالقانون 07\_11 المؤرخ في 25 نوفمبر 2007 والمتضمن النظام المحاسبي المالي، والذي ينص على أن " :الحاسبة المالية نظام لتنظيم المعلومة المالية يسمح بتخزين معطيات قاعدية عديدة وتصنيفها وتقييمها وتسجيلها، وعرض كشوف تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية وممتلكات الكيان ونجاعته ووضعية خزينته في نهاية السنة المالي"، وحسب النظام المحاسبي المالي أعدت الشركة القوائم المالية التالية :

الميزانية (Bilan): تحدد بصفة منفصلة عناصر الأصول وعناصر الخصوم مع الفصل بين العناصر الجارية والعناصر غير الجارية سواء في الأصول أو في الخصوم.

جدول حسابات النتائج (compte de résultat): يلخص مختلف الأعباء والنواتج المحققة من طرف الشركة خلال السنة المالية ولا يأخذ بعين الاعتبار تاريخ التحصيل أو الدفع ويظهر النتيجة الصافية للسنة المالية.

جدول تدفقات الخزينة (tableau de flux de tresorerie): ويهدف إلى تقديم قاعدة مستعملي القوائم المالية لتقييم قدرة الشركة على توليد سيولة الخزينة وما يعادلها وكذا معلومات حول استعمال هذه السيولة.

الملاحق (les annex): يتضمن معلومات وتوضيحات تساعد في فهم العمليات الواردة في القوائم المالية. وتهدف هذه القوائم المالية إلى تزويد مستخدميها بمعلومات حول الوضعية المالية للشركة وأدائها ونلخص هذه المعلومات في ما يلي:

معرفة الوضعية المالية للشركة :يمكن لمستخدمي القوائم المالية وخاصة المستثمرين والمقرضين تقييم الوضعية المالية للشركة وهذا من خلال:

-معرفة قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها المالية- السيولة -في آجال الاستحقاق؛

-معرفة قدرة الشركة على استمرار نشاطها وهذا من خلال قدرتها على توليد تدفقات نقدية أي لا تواجه عسرا ماليا.

معرفة قدرة الشركة على تحقيق الأرباح: أيضا كذلك يمكن لمستخدمي القوائم المالية وخاصة المستثمرين والمقرضين تقييم قدرة الشركة على تحقيق الأرباح وهذا من خلال جدول حسابات النتائج، حيث تفيد هذه المعلومات في :

-معرفة قدرة الشركة على سداد القروض وفوائدها المستحقة.

\_مدى قدرة الشركة على توزيع أرباح المساهمين (DIVIDENDE).

### المطلب الثالث : حساب مردودية أليانس<sup>1</sup>

لقد استأنفت السوق الأولية للأسهم في سنة 2010 عملية إصدار الأسهم وذلك بعد غياب طويل عن إصدار مثل هذا النوع من السندات في السوق، ويأتي هذا الإصدار الجديد لأسهم مؤسسة التأمين " أليانس " ليعزز قسم الأسهم في بورصة الجزائر التي لم يكن يوجد بها آنذاك إلاّ سهمين فقط وهما سهم مؤسسة تسيير نزل الأوراسي وسهم مجمع صيدال .وبالفعل فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كانت قد منحت خلال هذه السنة

تأشيرتها لمؤسسة التأمين " أليانس " لكي تشرع هذه المؤسسة في عملية رفع رأسمالها عن طريق الطلب العلني على الادخار .وتندرج هذه العملية ضمن إطار المطابقة مع أحكام المرسوم التنفيذي رقم 09-375-344 المؤرخ في 16 نوفمبر سنة 2009 الذي يعدل ويتمم المرسوم التنفيذي رقم 95 المؤرخ في 30 أكتوبر سنة 1995 والمتعلق بالرأسمال الأدين لمؤسسات التأمين.

تتمثل خصائص هذه العملية فيما يأتي:

مبلغ الإصدار 1.433.787.970 دج .

عدد الأسهم الجديدة موضوع الإصدار 1.804.511 :

صنف الأسهم :أسهم عادية .

الشكل :اسهم متزوعة الصفة المادية ومقيدة في الحساب .

القيمة الاسمية 200 دج .

<sup>1</sup> للإطلاع على التقارير السنوية لشركة أليانس: [www.allianceassurances.com](http://www.allianceassurances.com) .

سعر الإصدار 830 :دج .

2010/01/ الانتفاع بالسندات 01 :

تم افتتاح عمليات الاكتتاب في 2 نوفمبر 2010 وإقفالها في 1 ديسمبر 2010

الربح وفوائض القيمة المترتبة على بيع أسهم مؤسسة التأمين " أليانس "معفاة كلياً من إلى غاية (IBS) والضريبة على أرباح الشركات (IRG) الضريبة على الدخل الإجمالي 2013/12/31.

ممارسة الحق التفضيلي للاكتتاب : لم يجد إلا المساهم " شركة المغرب للمركبات"، مؤسسة الذي مارس حق الاكتتاب التفضيلي بصفة غير قابلة للتخفيض (MTC SPA) ذات أسهم بالتناسب مع عدد الأسهم التي توجد بحوزته أي 5% من الإصدار 90226 (سهم) أما باقي المساهمين في مؤسسة " أليانس"، شركة ذات أسهم فإنهم قد تنازلوا عن حقوقهم التفضيلية في الاكتتاب.

المردودية المالية الخام +24% ~ يتوافق هذا المعدل مع المعايير الدولية و يبقى أعلى من متوسط السوق الجزائري

مردودية المالية الصافية +17% ~ يعكس هذا المعدل الفعالية الوطيدة للشركة التي عرفت تحقيق الربح من خلال رؤوس أموالها الخاصة، و الذي يترجم أيضا مؤشر المردودية المالية المتينة للمؤسسة لاسيما إذا تمت مقارنتها بالمعدلات دون المخاطر أو بالتضخم . مما سمح لشركة أليانس للتأمينات بالتخلص من ديونها . في سوق فعالة، ينبغي على قيمة سهم أليانس أن تتطور بدورها وفقا لنفس نسب زيادة الأرباح المعاد استثمارها ( احتياطات) .

أموال الخاصة 2,56مليار دينار جزائري +17% في تزايد مستمر لاسيما بسبب الربحية . مجموع الأصول 7,10مليار دينار جزائري يجدر للإشارة بأن سبب هذه الزيادة هو نوعي أيضا ، بحيث سجلت الاستثمارات المالية أقوى نسبة من النمو قدرها .22%

رمز I SIN	الرمز في البورصة	اسم الشركة	القطاع/الفتحة	القيمة الاسمية/دج	عدد الاسهم
DZ0000010037	ALL	أليانس للتأمينات	التأمينات	200	5 804 511



باستعمال النسبة التالية:

$$\frac{\text{العائد} \times \text{عدد الاسهم}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{مردودية المؤسسة}$$

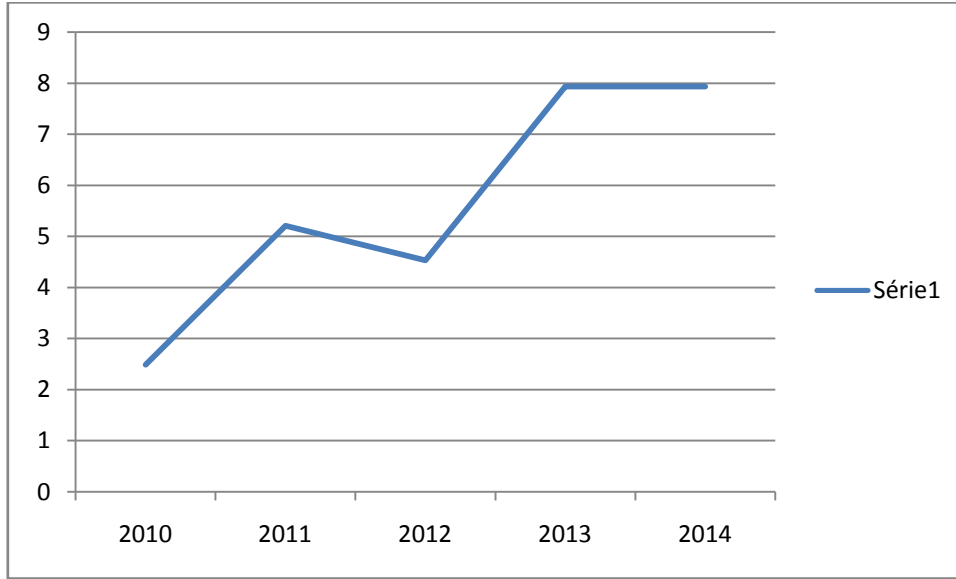
مع العلم أن الأموال الخاصة اليانس تقدر ب 2,560.000.000 دينار جزائري وعدد أسهمه هو : 5 804 511 سهم، وباستعمال عوائد سهمه المستعملة سابقا سوف نتحصل على مردودية اليانس كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (5) يبين مردودية أليانس من سنة 2010-2014

تاريخ الجلسة	سعر السهم (دج)	العائد (دج)	مردودية الشركة (%)
2010/11/02	400	11	2,49
2011/12/27	385	23	5,21
2012/05/25	400	20	4,53
2013/12/01	480	35	7,93
2014/10/18	720	35	7,93

المصدر: وثائق داخلية للمؤسسة بتصرف

الشكل رقم (2): منحى يبين مردودية شركة اليانس من 2010 إلى 2014 :



المصدر : من إعداد الطالبة بناء على التقارير السنوية للشركة

تحليل المنحنى : منحنى تطور نلاحظ من خلال المنحنى أن مردودية الجمع في تذبذب منذ 2010 فكانت في انخفاض رغم ارتفاع نتيجة الصافية للمجمع من 2012 إلى 2014 ، واستقرت مردودية عند القيمة 7,93% رغم ارتفاع نتيجته الصافية من 2013 إلى 2014 وهذا راجع لتذبذب عائده الموزع خلال الفترة المدروسة.

مما سبق نستنتج أنه لا يوجد ارتباط بين النتيجة الصافية المحققة من طرف شركة اليانس ومردوديته وهذا راجع إلى عدم كفاءة بورصة الجزائر في تقييم أسهم المؤسسات المسعرة بها، أي انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية أدى إلى سوء تقدير عوائد سهم شركة اليانس وبالتالي سوء تقدير مردوديته.

## خلاصة الفصل الثالث :

نستنتج من خلال ما تقدم ما يلي:

كان هدف الجزائر وراء إنشاء بورصة القيم الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق من جهة وتحقيق الخصوصية الجزئية للمؤسسات العمومية من جهة أخرى.

تتمثل الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (cosob) مؤسسة إدارة بورصة القيم (SGBV) ومؤسسة المؤتمن المركزي على السندات .

عرف سوق الأسهم ركودا في السنوات السابقة إلى غاية 2010 تاريخ إصدار أسهم مؤسسة اليانس للتأمينات ليعزز قسم الأسهم في بورصة الجزائر التي لم يكن يوجد بها آنذاك إلا سهمين فقط سهم مؤسسة تسيير نزل الأوراسي وسهم مجمع صيدال.

لم تنجح بورصة الجزائر في تقييم مردودية شركة اليانس وهذا راجع إلى عدم كفاءتها في تقييم سعر سهمه فلم يعكس هذا الأخير وضع الشركة.

الخاتمة

دخلت الجزائر منذ مطلع التسعينات من القرن العشرين إلى مرحلة تحول تميزت بإصلاحات اقتصادية كبرى ترمي إلى التوجه نحو اقتصاد السوق، على غرار ما تشهده الدول التي كانت تنتهج نظام الاقتصاد المخطط، لكن تطبيق هذا النظام (اقتصاد السوق) من شأنه أن يفرز وضعية جديدة للاقتصاد الوطني تختلف عن ما سبق اختلافا كبيرا وجوهريا، بالنظر لاعتماده على آليات السوق في تحديد الأسعار، وارتكازه على فرضية رشادة الأعوان الاقتصاديين في اتخاذ مختلف قراراتهم، كما نجد أن هذا التحول يتميز بالانفتاح الاقتصادي ويدفع نحوه.

إن اقتصاد السوق الذي يميز و يطبع هذا الوضع الجديد يقتضي وجود بورصة أوراق مالية فعالة تمكّن من التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية، ولتشجيع قيامها قامت الجزائر بخصوصية جزئية لبعض المؤسسات العمومية ذات الأداء الجيد عن طريق طرح جزء من أسهمها للاكتتاب العام فكانا الهدفين مترامين تفعيل انطلاقة بورصة الأوراق المالية من جهة وتحقيق الخصوصية من جهة أخرى، خاصة أن المرور عن طريق البورصة أصبح أمرا ضروريا لا يمكن تفاديه للعديد من المؤسسات لجمع رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار المطلوب أو لتوسيع عملية استثمارية قائمة أصلا.

ولعل من أهم أدوات تقييم المؤسسات المسعرة بها مقارنة مردودية أسهمها بغية ترشيد قرارات المستثمرين.

أما عن النتائج التي توصلنا إليها في نهاية هذا البحث فتتمثل في:

- تتجه المؤسسات لزيادة رؤوس أموالها للتوسع في مشاريعها الحالية أو الدخول في توسعات جديدة إلى بورصة الأوراق المالية بدلا من الاقتراض من البنوك لأن البورصة توفر لها تمويلا بدون مقابل عكس ما يحدث لو لجأت إلى البنوك.
- تعبر كفاءة بورصة الأوراق المالية عن نظام متكامل من العناصر يعكس المسار الأمثل للمعلومات، إذ أن كفاءتها هي محصلة ونتيجة كل مكوناتها ضمن ذلك المسار، الذي يبدأ بكفاءة نظام المعلومات ثم بعد ذلك، يتم تحليل تلك المعلومات وترجمتها في شكل قيم تعكس فعلا القيمة الحقيقية لكل سهم، ويتوقف ذلك على كفاءة مستخدمي المعلومات أنفسهم أو من ينوب عنهم أو من يزودهم (المحللون الماليون) بتلك التحليل بتكاليف معقولة كفاءة التسعير .

- تجسيد تلك القيم المحصل عليها في الأسعار، وذلك بترجمتها في شكل قرارات يصدرها المستثمرون لتشكيل العرض والطلب ومن ثم يتحدد سعر التوازن الموافق لتلك المعلومات في ظل كفاءة التشغيل.
- على إثر هذه الملاحظات تؤكد صحة الفرضية الأولى.
- تقوم نظرية التقييم على مجموعة من المبادئ الاقتصادية تمثل قواعد تستند عليها طرق التقييم على الخبير أن يراعيها، إذ تمثل الإطار النظري الذي يكون مهما ومفيدا عندما يضاف للمكاسب المهنية والميدانية التي تكون لدى الخبير المقيم، فالتقييم عملية مهنية تكون نتائجها محل نجاح إذا ما كانت تعتمد على خلفية نظرية واضحة.
- يوجد أسلوبان شائعان في تحليل الأوراق المالية وهما التحليل الفني والتحليل الأساسي وما يمكن ملاحظته هو أنهما يختلفان كثيرا من حيث فلسفة التحليل التي يقومان عليها، إذ يهدف التحليل الأساسي إلى البحث عن القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال تحليل العوامل الأساسية التي تؤثر على تدفقاتها في المستقبل، وبذلك نجد يوافق نظرية الاستثمار وباستعمال طرق التقييم نجده يعتمد على نظرية التقييم، إذ يتبع أسلوبا منهجيا واضحا وسليما، وبذلك فهو يتميز بالطابع الأكاديمي - المهني بينما يقوم التحليل الفني على تحليل حركة أسعار الأوراق المالية انطلاقا من بيانات السوق الماضية لمحاولة اكتشاف نمط معين، يتم على أساسه اختيار الوقت المناسب لاتخاذ القرار المناسب، إذ يعتمد كثيرا على فكرة أن المستقبل امتداد للماضي، دون الاعتماد على نظرية واضحة تحكمه - على غرار السابق - وبالتالي نجده عملا مهنيا صرفا.
- يتم في نهاية التحليل الأساسي استعمال إحدى الطرق الموافقة لتقييم الأوراق المالية، إذ تستعمل طريقة خصم التوزيعات أو مضاعف الربح للخروج بالقيمة الحقيقية الموافقة للمعلومات التي تم تحليلها، حيث تفيد هذه القيمة المستثمر المالي في اتخاذ القرار المناسب، بمقارنة القيمة المحسوبة مع السعر المسجل في البورصة لحظة التقييم، وبالنظر إلى ملكيته للورقة المالية من عدمها، سيتم اتخاذ القرار المناسب.
- يمثل معدل مردودية السهم مقدار النمو النسبي للثروة بين تاريخين معينين، أما معدل العائد فهو النسبة بين العائد الموزع وسعر السهم.
- تحول الجزائر إلى اقتصاد السوق استوجب إنشاء بورصة القيم المنقولة .
- وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

بالرغم من مرور عدة سنوات على إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر إلا أن أداؤها ما يزال ضعيفا إذ تتصف بما يلي:

- قلة المؤسسات المسعرة بما حيث إلى حد الآن توجد ثلاث مؤسسات مسعرة بما فقط هي مجمع صيدال، مؤسسة تسيير نزل الأوراسي ومؤسسة أليانس للتأمينات بعد انسحاب رياض سطيف وهذا راجع إلى صعوبة استيفاء الشروط القانونية للدخول إلى البورصة.
- ضعف التنوع في محفظة الأوراق المالية للمستثمر إذ يتم التعامل فقط على ثلاثة أسهم في الحاضر وسندين.
- ومنه الفرضية الثابتة تعتبر خاطئة.

هناك عدة عقبات وعراقيل حالت دون فعالية بورصة الأوراق المالية بالجزائر تمثلت فيما يلي :

- إنشاء بورصة الأوراق جاء بشكل مبكر دون مراعاة الظروف الاقتصادية والاجتماعية التي تعيشها البلاد.
- ضعف الثقافة المالية لدى غالبية الجمهور وهذا ما يؤدي إلى عرقلة الاستثمار في الأوراق المالية.
- انتشار السوق الموازية ما يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى الاستثمار في هذه السوق بدل توجيهها إلى بورصة الأوراق المالية.
- ضعف أداء المؤسسات الاقتصادية مما يجعلها غير قادرة على تلبية شروط الانضمام إلى البورصة.
- غياب سياسة ترويجية واضحة لبورصة الأوراق سواء من طرف الهيئات المنظمة لها أو من طرف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية.
- لم تنجح بورصة الجزائر في تقييم مردودية شركة اليانس وهذا راجع إلى عدم كفاءتها في تقييم سعر سهمه فلم يعكس هذا الأخير وضع الشركة.
- رغم دخول شركة اليانس إلى بورصة الجزائر إلا أنها لم تكن مصدرا لتمويل استثماراته التي أو عن

FNI

وبعد استخلاص النتائج، لا بأس بأن نقدم جملة من التوصيات التي رأينا بأنها ضرورية والمتمثلة في:

- إعطاء دفع قوي للمستثمرين التأسيسيين من خلال تفعيل فكرة صندوق الاستثمار الجماعي والشركة ذات الرأسمال المتغير على أرض الواقع عن طريق المساهمة في إنشائها وتطويرها بتكوين من يقوم على إدارتها تكويننا كافيا في مجال أدوات الاستثمار المالي.
- ضرورة تبني أدوات تحليل وتقييم الأوراق المالية على الأقل بشقيها التقليدي كما هو معمول به في البورصات الناشئة خاصة العربية منها قصد الابتعاد عن اتخاذ القرارات غير المبنية على أساس تقني واضح.
- تشجيع المؤسسات ذات الملاءة المالية على الدخول إلى البورصة وتطبيق إجراءات جبائية تتمثل في منح إعفاءات كلية لمداخليل التوظيف والقيم المضافة للأوراق المالية المسعرة فيالبورصة، وذلك لتشجيع المدخرين على توجيه مواردهم المالية نحو اقتناء أوراق مالية.
- أخذ التجربة من بورصات الأوراق المالية العالمية والعربية لاكتساب الخبرة والتجربة الميدانية.
- إنشاء قاعدة بيانات لبورصة الأوراق المالية وهذا لنشر الثقافة الاستثمارية المالية والإعلام المالي بين الأفراد والتعريف بنشاط السوق وفرص الاستثمار وهذا بمختلف الوسائل المسموعة والمكتوبة وهذا لخلق دائما الوعي البورصي لدفع المواطنين لاستثمار مدخراتهم في الأوراق المالية.
- إقامة سوق إسلامية للأوراق المالية تطبق فيها قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية سواء من جهة نوعية الأدوات المعروضة أو من جهة العقود.
- ضرورة تأسيس هيئة تعنى بعملية تقييم المؤسسات(خاصة المسعرة في البورصة) من شأنها أن تساهم في ترقية هذا النشاط.
- ضرورة توحيد المفاهيم والمصطلحات المالية من خلال هيئات موحدة، لكي تتيح للخبراء تفضي لنفس النتائج (Standard). المقيمين استعمال مفاهيم معيارية



# قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

I. الكتب:

- 1- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003 .
- 2- جيهان جمال، عالم البورصة ( رؤية تحليلية تعليمية بسيطة)، كايرو كوبي سنتر، مصر 2009 .
- 3- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2004 .
- 4- خلدون إبراهيم الشديفات، إدارة وتحليل مالي، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2001 .
- 5- شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999 .
- 6- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات -تحديد قيمة المنشأة -الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2008 .
- 7- عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2006 .
- 8- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، شركة البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع القاهرة، الطبعة الرابعة، 2004 .
- 9- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية(البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى الأردن، 2008 .
- 10- عنايات النجار ووفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2006 .
- 11- فريد راغب النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية -محاور التمويل الاستراتيجي -الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009 .
- 12- محسن احمد الحضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع الطبعة الثانية، مصر، 1999 .
- 13- محفوظ أحمد جودة وآخرون، الأسهم المالية( بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010 .
- 14- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، 2008 .
- 15- محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الطبعة الثالثة، الرياض، 2006 .

- 16- محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007 .
- 17- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 1998 .
- 18- محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة-أسهم-سندات- أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2006 .
- 19- محمد مبارك حجیل، التقييم الاقتصادي والمحاسبي، مكتب الأنجلوالمصرية، القاهرة، 1974 .
- 20- محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة -مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية -الدار الجامعية، مصر، بدون سنة نشر .
- 21- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 1993 .
- 22- محمود رائد أبو طربوش، الاحتيال والبورصة العالمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010 .
- 23- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية -مؤسسات، أوراق، بورصات -دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004 .
- 24- مدحت كاظم القرشي، تطور الفكر الاقتصادي، دار وائل للنشر، عمان الطبعة الأولى، 2008.
- 25- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة الجزء الأول، الجزائر، 2005 .
- 26- منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي-مدخل صناعة القرارات -دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2005 .
- 27-ناصر دادي عدون ويوسف مامش، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية، الطبعة الأولى، الجزائر، 2008 .
- 28-وسام ملاك، تطور الفكر الاقتصادي من الركنيتلية إلى الكلاسيكي، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، 2011 .
- 29- وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الطبعة الأولى، الأردن 2010.
- 30- الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر، الطبعة

الأولى، الأردن، 2006.

## II. الرسائل والأطروحات:

- 31- ابراهيم الدسوقي محمد عبد المنعم، المحتوى الإعلامي للمعلومات الحاسوبية وأثره على قياس قيمة المنشأة، أطروحة دكتوراه، جامعة القاهرة، 1995 .
- 32- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006 .
- 33- محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تمويل التنمية مع دراسة حالة الجزائر، الجزء الأول : بورصة القيم المتداولة وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، جامعة الجزائر، 1999 .
- 34- مصطفى بوشامة، دور بورصة الأوراق المالية في تمويل الاستثمار - حالة النموذج الأمريكي - رسالة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، 2004 .
- 35- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008.

## III. التقارير :

- 36- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2009 .
- 37- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لسنة 2010 .
- 38- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، مجموعة قوانين، 1997 .
- 39- التقارير السنوية لشركة اليانس للتأمينات من سنة 2010 إلى سنة 2014 .

## IV. المجلات والدوريات :

- 40- حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، مجلة دولية علمية محكمة تصدرها جامعة محمد خيضر - بسكرة - العدد 11، 2007.
- 41- محفوظ جبار وعديلة مريم، قياس دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية: دراسة حالة بورصة تونس خلال الفترة 1991-2002 ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مجلة - محكمة متخصصة في الدراسات والأبحاث الاقتصادية تصدرها جامعة فرحات عباس، - سطيف - الجزائر، العدد 6، 2006.
- 42- وهيبه بوخدون، إشكالية تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية في ظل سياسة الخصوصية في مجلة الاقتصاد المعاصر، مجلة علمية سداسية محكمة تصدر عن معهد العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير - المركز الجامعي - خميس مليانة - الجزائر، العدد: 02، 2007.

43- المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، لجنة التقييم، مشروع تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي للسداسي الثاني من سنة 1998، الدورة الثالثة عشر، 1999.

قائمة المراجع باللغة الفرنسية:

I. الكتب

- 44- André Kavacs, Comprendre la Bourse, les éditions d'organisation, Paris 1988.
- 45- Abdelhak Lamiri, Gérer l'entreprise algérienne en économie de marché, Prestcomm éditions, 1997.
- 46- Claude Mouchot, Les théories de la valeur, Economica, Paris, 1994.
- 47- Didier Vitrac, Investir en bourse avec succès, Gualino éditeur, 2ème édition, Paris, 2003.
- 48- Henri Bourachat et autres, 100 fiches pour comprendre la Bourse et les Marchés financiers, 2<sup>em</sup> édition, Rosny cedex, France.
- 49- Jack Murrin et autres, L'évaluation d'entreprise en pratique, traduit de l'Américaine par Vincent Phalipou, Editions d'organisation, Paris, 2002.
- 50- Jacques Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, 2ème édition, Economica Paris, 2005.
- 51- Jean – Pierre Deschanel et Bruno Gizard, A la découverte du monde de la Bourse, Presses Universitaires de France, Paris, 1999.
- 52- Jean Brilman et Claude Maire, Manuel d'évaluation des entreprises, LES Editions d'Organisation Paris, 1993.
- 53- Jérémy Morvan, Marchés et Instruments financiers, Dunod Edition, Paris, 2009.
- 54- Martin Zweig, Acheter En Bourse Au Bon Moment, Valor Editions, Paris, 1999.
- 55- Michel Fleuriet et Yves Simon, Bourse et Marchés Financiers, Economica, 2ème édition, Paris, 2003.
- 56- Olivier Picon, Gagner de l'argent en Bourse, Maxima, 9ème édition, Paris, 1999.
- 57- Olivier Picon, La bourse; Ses mécanismes; Gérer son portefeuille; Réussir ses placements, encyclopédie Delmas, 14ème édition, Toulouse, France, 2000.

- 58- Pascal Barneto et Georges Gregorio, Finance –Manuel et Application–, Dunod, Paris, 2007.
- 59- Patrice Vizzavona, Evaluation des entreprises, Berti édition, Tipaza,Algerie,1990.
- 60- Patrice Vizzavona, Gestion Financière et Marchées Financiers, Atol édition, Paris, 1996.
- 61- Pierre Conso et Farouk Hamici, Gestion Financière de l'entreprise, 9<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 1999.
- 62- Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, Dalloz édition, Paris, 2009.
- 63- Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d'entreprise, édition Pearson Education, Paris, 2006.

**.II** المجلات:

- 64- Alain Choinel, Introduction à l'ingénierie financière, La revue Banque, Paris, 1991.

**.III** الدوريات :

- 65- COSOB, Guide des valeurs mobilières, les guides COSOB, impression ANEP–Algérie–, 1997.

**.IV** المواقع الإلكترونية:

[www.Bourse de Dubai.com](http://www.Bourse de Dubai.com).  
[www.allianceassurances.com](http://www.allianceassurances.com)  
[www.cosob.org](http://www.cosob.org).