

جامعة ابن خلدون - تيارت -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: علوم التسيير

# أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها دراسة تطبيقية حول مجمع صيدال

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر  
تخصص : مالية

من إعداد الطالبتين :

- حلالى فاطمة الزهراء

- عز الدين جهاد

الأستاذ المشرف :

بن صوشة ثامر

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ.....

السنة الجامعية 2014-2015

# الشكر

الحمد والشكر لله تعالى نحمده ونستعينه الذي قدرنا ووقفنا في إنجاز هذا العمل المتواضع والصلاة والسلام على الرحمة المهداة وحبينا المصطفى محمد صلى الله عليه وسلم واجمعنا معه في الفردوس الأعلى، كما نحمده على إلهامنا الصبر طيلة مشوارنا فقد اتخذناه سلاحاً لنا في كل خطوة خطوناها، فكان لنا العون منه فنعم المولى.

العلم دواء القلوب العليلية، وشحذ للأذهان الكليلية، ونور في الظلمة  
وأنسه في الوحشة، وصاحب في الوحدة، وشرؤه للوضع، وعزّه  
للدليل من تحلى بغيره فهو مُعطل ومن تعطل منه فهو مُقفّل.

ولا يسعنا ونحن نضع بحثنا هذا إلا أن نتقدم بالشكر الجزيل وعظيم الامتنان إلى كل من ساعدني في إعداد هذا العمل خاصة إلى الأستاذ المشرف الفاضل <<بن صوشة ثامر >> الذي تفضل بإشراف على بحثنا ومتابعته معنا خطوة بخطوة ولم يبخل علينا بالنصائح والتوجيهات القيمة.

وكما نتوجه بجزيل الشكر إلى كافة أساتذة كلية علوم التسيير.

كما نتقدم بالشكر والعرفان إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد خاصة عمر وياسين وعبد المجيد.

وفي الأخير نسأل ربنا الله عز وجل أن يجعل عملنا هذا خالصاً لوجهه ومقبولاً عنده ورفعاً لأعمالنا ومزايًا حسنتنا ويسد لنا في يوم يقبل فيه الشفعة إلا يرفع فيه مالاً ولا نبوة إلا لمن له الرحمن وصلى الله على سيدنا محمد وعلى آله وصحابه التابعين له إلى يوم الآخرة.

	الشكر
	قائمة الجداول والأشكال
01	المقدمة
05	الفصل الأول: سوق الأوراق المالية
06	المبحث الأول: الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية.
06	المطلب الأول: نشأة والتطور التاريخي لسوق الأوراق المالية
08	المطلب الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية
15	المطلب الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية.
18	المبحث الثاني: الإطار المؤسسي لسوق الأوراق المالية.
18	المطلب الأول: الوسطاء الماليين في عمليات البورصة
23	المطلب الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية
27	المطلب الثالث: التطورات العالمية التي تؤثر على هيكل السوق
29	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية و سيولتها.
29	المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية
34	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية وصيغها المختلفة
38	المطلب الثالث: سيولة سوق الأوراق المالية
41	الفصل الثاني: تحليل وتقييم أدوات سوق الأوراق المالية
42	المبحث الأول: أدوات سوق الأوراق المالية
42	المطلب الأول: أدوات الملكية ( الأسهم )
47	المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات)
54	المطلب الثالث: المشتقات المالية
57	المبحث الثاني: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية
57	المطلب الأول: التحليل الفني
63	المطلب الثاني: التحليل الأساسي

71	المطلب الثالث: الفرق بين التحليل الفني والتحليل الأساسي
73	المبحث الثالث: تقييم أدوات سوق الأوراق المالية
73	المطلب الأول: تقييم الأسهم
78	المطلب الثاني: تقييم السندات
80	المطلب الثالث: تقييم المشتقات
86	الفصل الثالث: دراسة نظرية حول مجمع صيدال
87	المبحث الأول: بورصة الجزائر
87	المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ونظام سيرها
93	المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الجزائر
94	المطلب الثالث: الشركات المقيدة في بورصة الجزائر
96	المبحث الثاني: عرض عام لمجمع صيدال
96	المطلب الأول: تقديم مجمع صيدال
101	المطلب الثاني: نشاط مجمع صيدال
103	المطلب الثالث: تسعير صيدال في بورصة الجزائر
105	المبحث الثالث: تقييم الأوراق المالية لمجمع صيدال في البورصة
105	المطلب الأول: تقييم أسهم مجمع صيدال
107	المطلب الثاني: تقييم سندات
108	الخاتمة

قائمة الجداول:

الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
47	مزايا ومخاطر الأسهم	01-02
52	مزايا ومخاطر السندات	02-02
53	مقارنة بين الأسهم والسندات	03-02
55	أهم الفروقات بين العقود الآجلة والمستقبلية	04-02
71	مقارنة بين التحليل الفني والتحليل الأساسي	05-02
101	تطور المبيعات من 2005-2009	01-03
101	توزيع المبيعات حسب الفروع	02-03
102	انجازات 2008-2009	03-03
102	توزيع الإنتاج حسب الفروع	04-03
106	معطيات أسهم صيدال	05-03

قائمة الأشكال:

الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
32	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	01-01
38	فرضيات الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق	02-01
62	مؤشر القوة النسبية للسهم	01-02
63	مؤشر المتوسط المتحرك	02-02
69	مراحل دورة حياة الصناعة	03-02
98	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	01-03

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء كونها إحدى أدوات السياسة المالية للدولة المعتمد عليها في جذب الفائض من الأموال الغير المعبئة في الاقتصاد الوطني وتوجيه الأموال نحو الاستثمارات الكبيرة مما يؤدي لزيادة الإنتاج وتطور على مستوى هذه السوق، فسوق الأوراق المالية تعتبر وسيلة لتعبئة المدخرات وتوفير الموارد الحقيقية اللازمة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية لذلك باتت وسيلة ملحة في أي اقتصاد من الاقتصاديات الراضية في التطور.

وقد بقيت أسواق الأوراق المالية في كثير من الدول النامية عاجزة عن لعب دورها في النظام الاقتصادي رغم لأنها تبنت النظام الرأسمالي، وذلك جراء ما حملته التحولات الاقتصادية من مشاكل وعقبات كالتضخم والضغوطات الاجتماعية، إلا أنها في السنوات الأخيرة بدأت تشهد تطورات عميقة وسريعة تمثلت في فتح أسواقها وتحريرها لاستيعاب المستجدين في أدوات الاستثمار والمؤسسات المالية، وبالتالي كان عليها أن تعمل على زيادة جاذبية أسواقها في مجال تقديم الخدمات المالية.

كما تمثل بورصة الأوراق المالية مرآة الاقتصاد الذي تتواجد فيه وعنصرا أساسيا أيضا في تقييم المؤسسات والمشاريع، فتدهور قيمة الأدوات المالية المؤسسة ما دليل واضح على عدم نجاحها، بل دليل على ضعف أدائها المالي .

ونظرا لما تتوفر عليه هذه الأدوات من تنوع وتميز في عوائدها والمخاطر الناجمة عن الاستثمار فيها كان لزاما على المؤسسات بهذا المجال أن تضع أسسا وقواعد تقييم هذه الأدوات حتى تصل إلى مراحل متقدمة من النجاح والاستمرارية.

والجزائر على غرار كثير من الدول التي باشرت في إصلاحات اقتصادية بغية التحول من نظام الاقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق، وفي إطار الإصلاحات المنتهجة من طرف الدولة والمتبناة كضرورة أمثلتها التغييرات التي شاهدها العالم، قامت السلطات الاقتصادية وضع سلسلة من الإجراءات والخطط الرامية إلى تحرير أكبر للاقتصاد الجزائري وربطه بمفهوم اقتصاد السوق، الشيء الذي استدعى توسيع حجم ومجالات الاستثمار مانح عنه ظهور الحاجة لموارد مالية أكبر، مما جعل الدولة تستجيب بسرعة بالبحث عن طرق جديدة للتمويل وفق آليات جديدة، وهو ما أثر عنه إنشاء بورصة القيم المتداولة في الجزائر تقوم بهذه المهمة.

## 2- إشكالية البحث:

تأتي هذه الدراسة للإجابة عن السؤال الجوهرى التالى:

- كيف يتم تقييم أدوات سوق الأوراق المالية؟ وماهو واقع ذلك فى بورصة الجزائر؟

ولتوضيح هذه الإشكالية يمكن الاستعانة بالأسئلة الفرعية الموالية:

1- مالمقصود بسوق الأوراق المالية؟

2- ماهى أدوات سوق الأوراق المالية ومختلف المفاهيم والمناهج المستخدمة فى تقييمها؟

3- ماهو واقع تقييم الأوراق المالية فى مجمع صيدال؟

## 3- فرضيات البحث:

- يرتبط الإقبال على الاستثمار فى الأوراق المالية على وجود سوق أوراق مالية منظمة قابلة لاستيعاب الأموال المستثمر بشكل فعال.

- لسوق الأوراق المالية دور فى تنشيط الطلب على الأوراق المالية من خلال خلق المناخ الاستثمارى الملائم.

- تعتبر النتائج المحققة من طرف المؤسسة والأوضاع المحيطة بها من بين العوامل المؤثرة على القيمة الحقيقية للورقة المالية.

## 4- أسباب اختيار الموضوع:

إن اختيار هذا الموضوع لم يكن وليد الصدفة، بل لأسباب عدة لعل أهمها مايلي:

- حداثة الموضوع واقتارانه بالتخصص.

- الفجوة الموجودة فى مجالات أبحاث ودراسات تقييم الأوراق المالية.

- الرغبة والميول الشخصى فى تناول البحث فى هذا النوع من المواضيع.

## 5- أهمية البحث:

تتجلى أهمية هذا البحث في تبيان أدوات سوق الأوراق المالية وأهم الطرق والمنهج المتبعة لتحليل وتقييم مختلف الأوراق المالية ومعرفة القيمة الحقيقية لها من أجل شرائها أو التخلي عنها.

## 6- أهداف البحث:

يرمي هذا البحث لتحقيق حملة من الأهداف أهمها:

- محاولة التعريف بمختلف الأوراق المالية من خلال أنواعها، خصائصها مختلف قيمها.
- محاولة التعريف بمختلف التحليل التي يمكن الاستعانة بها لتقييم الورقة المالية، وكذلك مختلف المفاهيم والطرق المستخدمة في تقييم الأوراق المالية والوقوف على قيمتها الحقيقية.
- محاولة الإطلاع على بورصة الجزائر من حيث الهيئات المنظمة لها والمتدخلة بها، وكذا الشركات والمؤسسات المقيدة بها، بالإضافة إلى محاولة الوقوف على واقع تقييم الأوراق المالية في مجمع صيدال.

## 7- حدود الدراسة:

تجدر الإشارة أن هذه الدراسة تدرس الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر وعلى وجه الخصوص سهم مجمع صيدال باعتباره السهم الذي عرف تدهور من حيث حجم التداول أو من حيث حجم التداول أو حيث القيمة.

كما أن هذه الدراسة ستمحور حول الوقوف على تقييم الأوراق المالية، من خلال التطرق إلى مختلف طرق الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية.

## 8- المنهج المستخدم:

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب وتحليل أبعاده والإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات المتبناة، اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي لاستعراض الدراسة النظرية، إضافة إلى منهج دراسة حالة الذي يمكننا من تطبيق جانب من المعلومات النظرية على إحدى المؤسسات الجزائرية المسعرة في بورصة الجزائر ألا وهي مجمع صيدال.



## 9- صعوبات البحث:

- نقص الدعم المعنوي للمضي قدما نحو البحث حول الموضوع.
- نقص وندرة المعلومات المساعدة في تقييم أسهم الشركات المدججة في بورصة الجزائر (صيدال).

## 10- عرض الخطة:

لقد قسمنا بحثنا هذا إلى ثلاثة فصول، فصلين يمثلان الجانب النظري والفصل الثالث الجانب التطبيقي. خصصنا الفصل الأول لمعرفة ماهية سوق الأوراق المالية وهذا بالتعرض إلى نشأة بورصة الأوراق المالية تعريفها وأنواعها ووظائفها وخصائصها، وكذا المتعاملون في هذه السوق، كما تطرقنا إلى كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولتها.

يتعلق الفصل الثاني بالأوراق المالية وذلك من خلال التعرف عليها ومختلف المفاهيم الخاصة بها، بالإضافة إلى الطرق والتحليلات اللازمة لتقييم الأوراق المالية وتحليلها وفقا لتحليل الفني والتحليل الأساسي.

استعرضنا في الفصل الثالث تقييم الأوراق المالية لمجمع صيدال، كما تضمن استعراض لبورصة الجزائر من خلال نشأتها، مختلف الهيئات المنظمة لها والمتدخلين بها ، وتناولنا تقييم سهم مجمع صيدال من خلال تقديم المجمع.

وأخيرا سيتم استعراض نتائج البحث ومختلف الاقتراحات والتوصيات التي بلغناها.

## الفصل الأول: سوق الأوراق المالية

تؤدي الأسواق الأوراق المالية دور جد مهم ، في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها ، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل بشروط جيدة.

كما أن هذه الأسواق تتوفر على منتوجات متنوعة، تسمح للمستثمرين تنوع محافظهم المالية، كما تسمح لأصحاب الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك بيعها على مستوى السوق الثانوي فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب.

كما أن تقبلها ورواجها يقتضي منها توفير الكم والكيف اللازم من المعلومات حتى تكون محل ثقة وحتى يتمكن المستثمرين من اتخاذ القرارات الرشيدة، خاصة في عصر العولمة حيث تلاشت في ظلها الحدود وأصبح المستثمرين يبحثون على مواطن الربح في أي مكان سواء في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية أو غيرها أو حتى في أسواق الأوراق المالية الناشئة، هذه الأخيرة التي ساهم التحرر المالي في ظهورها وتطورها من جهة كما تسبب في وقوع أعنف الأزمات المالية بها.

لهذا قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

**المبحث الأول: الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية.**

**المبحث الثاني: الإطار المؤسسي لسوق الأوراق المالية.**

**المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية و سيولتها.**

## المبحث الأول: الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية .

سوق الأوراق المالية على غرار الأسواق الأخرى، لها مكان معين ونوع خاص من السلع وهي الأوراق المالية، كما أنها تشكل جزء من السوق المالي الموازي للسوق النقدي كما يدخل في تنشيط هذه السوق عدد من المتعاملين كالمستثمرين وغيرهم، كان التطور المالي سببا في ظهورها.

### المطلب الأول : نشأة والتطور التاريخي لسوق الأوراق المالية.

#### 1-نشأة سوق الأوراق المالية:

إن وجود أصناف مختلفة من النقد أدى إلى ولادة مهنة جديدة هي : الصرافة أي بيع العملات ببعضها، فلقد قام حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 528 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان، وبعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية.

ولكن مع دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة والنظام الإقطاعي اندثرت هذه المهنة، لكنها عادت مع عصر التنوير في الجمهوريات الإيطالية، بفضل تجارتها مع الشرق، مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة، وبعد ذلك احتلت مدينة بروج البلجيكية في بداية القرن 14 المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية.

وقد ارتبط ذلك باسم "فاندر بورز"، وقد تحول اسم السيد "بورز" إلى "بورص" باللغة الفرنسية أي سوق الأوراق المالية في اللغة العربية أو البورصة، ويعتبر المؤرخون عام 1339 م، بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة.

وفي عام 1595 م، ظهرت بورصة ليمن الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، غير أنها لم تحظى بالأهمية القصوى إلا بدءا من عام 1639 م، عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع حسم الكمبيالات التجارية، وتؤكد هذا النجاح بعد مئة عام تقريبا 1724 م، عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس.

أما بورصة لندن فلقد وجدت منذ القرن 17، حيث ارتبطت عضويا مع الظهور المبكر للرأسمالية البريطانية، فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن 18 وبقيت بورصة باريس في المركز الثاني عالميا، بعد بورصة لندن، ومع بداية القرن 20 أمكن ملاحظة زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية

المسجلة في البورصة مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات وهذه الزيادة مسجلة في كافة البورصات الدولية.<sup>1</sup>

ومن نهاية عقد الثمانيات أمكن ملاحظة بأن ترتيب البورصة الدولية قد تغير لصالح الولايات المتحدة الأمريكية واليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة ، وتعود المرتبة الأولى من فترة لأخرى بالتناوب إما لبورصة نيويورك أو لبورصة طوكيو، تاركة ورائها البورصات الأوروبية.

## 2- التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية

مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً بمراحل عديدة يمكن إيجازها في الآتي:

**المرحلة الأولى:** تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة ، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية..... الخ، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية، وبالتالي كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، مما أدى إلى اللجوء إلى البنوك للاقتراض قد يترتب على ذلك عواقب وخيمة.

**المرحلة الثانية:** بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت هذه الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهو خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

**المرحلة الثالثة:** ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية و الاستثمارات ..... الخ وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجات من الأموال لكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

**المرحلة الرابعة:** ظهور الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية إنجاح السوق النقد مع السوق المالي.

<sup>1</sup> - زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، طبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، 2009، ص 33-34.

المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية وظهور الأسواق الدولية، فلقد تحولت بعض الأسواق المالية المحلية إلى أسواق دولية تنتقل منها وإليها رؤوس الأموال المختلفة.<sup>1</sup>

المطلب الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية.

1- سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى .

1-1 تعريف السوق وتصنيفاتها:

بالرغم من تعدد أنواع الأسواق تبعا لتعدد معايير تصنيفها، إلا أنه يمكن التوصل إلى تعريف شامل لها.

1-1-1 تعريف السوق: في اللغة العامة يقصد بالسوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها.<sup>2</sup>

1-1-2 عناصر السوق: لا بد من توافر ثلاثة عناصر في السوق هي:

أ- الطرف البائع: وهو الشخص الطبيعي أو المعنوي الذي يعرض السلعة أو الخدمة للبيع بسعر معين.

ب- الطرف المشتري: وهو الشخص الطبيعي أو الاعتباري الذي يرغب ولديه القوة الشرائية في شراء سلعة أو خدمة معينة بسعر معير يرى أنه يتناسب مع المنفعة والإشباع الذي يحصل عليه من استهلاك السلعة أو الخدمة.

ج- السلعة أو الخدمة: هو الشيء المادي محل التبادل أو الخدمة المعنوية محل التبادل يرغب الطرف البائع في بيعه ويحتاج إليه الطرف المشتري لشرائه.

1-2 معايير تصنيف الأسواق

يوجد أسواق لمختلف أنواع السلع والخدمات، ويمكن تصنيفها حسب عدد من المعايير نذكر منها:

1-2-1 من حيث طبيعة السلعة:

يمكن التمييز بين الأسواق الآتية بالاعتماد على هذا المعيار وهي:

أ- سوق المال والنقد: هو الذي يتعامل في الفروض متوسطة الأجل و طويلة الأجل و تسمى أسواق رأسمال، ويتم ذلك عن طريق إصدار السندات و الأسهم.

<sup>1</sup> عاشور شهرزاد و شرقي هنيه، الأسواق المالية دراسة حول البورصات، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة البليدة، 2003-2004 ص 08

<sup>2</sup> -شعون شعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص 241.

**ب- سوق العمل:** يأتي العرض في هذا السوق من العمال وأصحاب المهن، ويأتي للطلب من جانب أصحاب الأعمال والراغبين في التوظيف وتشغيل هؤلاء العمال أو أصحاب المهن ويمثل العرض ( البائع ) في الدول المتقدمة اتحادات العمال والنقابات العمالية والنقابات المهنية. بينما يمثل الطلب ( المشتريين ) رجال الأعمال واتحاد الصناعات والمنتجين. والإعلان في الصحف عن وكالة تطلب موظفين أو عمالا فهو وسيلة للتعبير عن هذه السوق، وقد تدخلت الدولة لتنظيم الوكالات، وأصبحت تزاوّل نشاطها بموجب تراخيص رسمية بشروط معينة لحماية للعمالة، كما أن الطلب على وظيفة هو أيضا صورة من وسائل التعبير عن سوق العمل.

**ج- سوق السلع:** قد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة، وهي السوق المألوفة لنا جميعا والتي تشمل المنتجات الزراعية والصناعية... الخ<sup>1</sup>

### 1-2-2 من حيث توحيد السعر

تنقسم الأسواق إلى نوعين هما:

**أ- السوق الكاملة:** وهي السوق التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة، وشروط السوق الكاملة تحتاج إلى توفر العناصر التالية:

- وجود عدد كبير من البائعين وعدد كبير من المشتريين، حتى لا يؤثر أحدهم على سعر السوق.
  - سهولة وتوافر الاتصالات بين مختلف الأطراف.
  - تجانس وحدات السلع المعروضة بالسوق.
  - سهولة نقل السلعة من مكان لآخر، حتى يتم نقلها من مكان السعر المنخفض إلى مكان السعر المرتفع ، فيزداد العرض منها مما يؤدي إلى توحيد السعر.
- ب- سوق غير الكاملة:** يؤكد الواقع العملي أن النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة لعدم توافر الشروط السالفة الذكر.

**1-2-3 من حيث درجة المنافسة:** يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأسواق من حيث درجة المنافسة:

**أ- سوق المنافسة الكاملة:** يتحدد السعر بقوى العرض والطلب ويفترض في هذه السوق توافر الشروط التالية:

<sup>1</sup> محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000، ص 26-

- وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين.
- لا يوجد تواطؤ أو اتفاقيات بأي صورة من الصور بين البائعين والمشتريين.
- تجانس السلعة محل التعامل.
- حرية دخول البائعين والمشتريين من وإلى السوق في أي وقت ممكن.
- توافر وسهولة الاتصالات الكاملة من وإلى السوق في أي وقت ممكن.
- ب- سوق المنافسة غير الكاملة:** وجود سوق المنافسة الكاملة أو سوق الاحتكار التام لعدم توفر الشروط المسبقة الذكر ونميز منها سوق المنافسة الاحتكارية، وسوق منافسة القلة
- تعريف السوق المالية:** هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال ، حيث أن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة، لذا سيتم البحث في مفهوم سوق الأوراق المالية والعلاقة التي تربطه بسوق المال.
- فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما:
- أسواق النقد.
- أسواق رأس المال .
- تعريف السوق النقدية:** " هو الشق الأول للسوق المالية، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق".
- وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية، تعطى لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت، وبجد أدنى من الخسائر ، أو دون خسائر نظرا لضمان عملية السداد، ومن بين أنواع هذه الأوراق المالية نجد الأوراق التجارية أو ما يسمى أذونات الخزانة.
- وتتميز السوق النقدية بالمميزات التالية:
- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.
- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.
- تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية.

- الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعا في عملية التداول.

### - تعريف سوق رأس المال:

يعرف سوق رأس المال بأنه " السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال"، ويتكون هذا السوق من شكلين هما:

أ- أسواق حاضرة: وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل أسهم، سندات، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

ب- أسواق آجلة: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضا تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آتيا على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض عن وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

## 2 - مفهوم سوق الأوراق المالية

**التعريف الأول:** " سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة لأوراق المالية، أو بالنسبة لأسعار المتفق عليها عن كل نوع".<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** " شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي".

**التعريف الثالث:** تعرف سوق الأوراق المالية بأنها "الميكانيكية التي تستخدم في جمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول".

**التعريف الرابع:** "هي المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من اجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر بمراعاة شروط معينة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية".<sup>2</sup>

من خلال المفاهيم السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي:

<sup>1</sup>-محمد سويلم، إدارة البنوك والبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، ص272.

<sup>2</sup>-M.berrag, **le marché financier en algérie entre le réalité et les espérances**.magistère en sciences de gestion. Option ,ecole supérieure de commerce , guillet1993 , p :5à .



سوق الأوراق المالية ( البورصة ) هو سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق، على اعتبار انه مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات، وتعرف باسم سوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون من السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها سعر السهم أو السند في وجود عدد كبير من المشتريين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات، مع سهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري، وهي أيضا سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.

### 3- أهمية سوق الأوراق المالية

- تلعب البورصات دورا هاما في النهوض بالمستوى الاقتصادي للدول، حيث تتمثل الأهمية فيما يلي:
- البورصة حلقة وصل بين المدخرين من الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى توظيف مدخراتها في المشروعات أكثر فائدة، وبين الشركات والمشروعات الإنتاجية التي تكون بحاجة دائمة إلى مصادر مالية تعينها على استمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية .
- توفر البورصة السيولة للمستثمرين الذين قاموا باقتناء الأوراق المالية في السوق الأولية وهذا من خلال السوق الثانوية عندما يرغبون في ذلك.
- البورصة سوق مستمرة تساعد المستثمر على سرعة إتمام عمليات البيع والشراء للصكوك، بالإضافة إلى أنها تساهم في معرفة الأسعار لأنها تعتبر أداة لجمع المعلومات والإعلان عنها بصورة يومية أو أسبوعية أو شهرية.
- كفاءة البورصة تساهم في رفع كفاءات الشركات والمؤسسات الإنتاجية وزيادة حيويتها، كما تساهم في جذب متعاملين جدد.
- حماية الوحدات الاقتصادية من تقلبات أسعار السندات إذ يتم التخلص منها عند انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.
- تمكن البورصة من إعادة بناء القطاعات الصناعية عن طريق العروض العامة والتكتل بين الشركات فالعرض العام بشراء أسهم شركة معينة، بهدف الإشراف على إدارة تلك الشركة، يوجه إلى المساهمين في الشركة من خلال البورصة وبسعر معين وعدد معين من الأسهم.
- تحقيق التخصصية حيث عمدت الكثير من الدول إلى انتهاز سياسة الإصلاح الاقتصادي وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل

الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد ، وهذا ما يساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية في إطار ما يعرف بالخصخصة<sup>1</sup>

#### 4- سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها:

##### 4-1 خصائص سوق الأوراق المالية:

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نوجزها فيما يلي:  
- التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة، وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين وذلك بنشر معلومات يومية عن موجز الأسهم المباعة والأسعار الحقيقية للتعامل.<sup>2</sup>

- التداول في سوق الأوراق خصوصا في الأسواق الثانوية، يتم من خلال وسطاء أو سماسرة ذوي خبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم.

- نظرا لمرونة التي تتميز بها السوق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيات الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة ، وقد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت.

- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من أمام المستثمرين في مختلف أرجاء العالم.

- الاستثمار في الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد.<sup>3</sup>

- تتسم سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيها من وكلاء مختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية.

##### 4-2 وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

<sup>1</sup> عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة ، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص23.

<sup>2</sup> -فريد النجار، البورصات والهندسة المالية ،مؤسسة الشباب الجامعية،مصر،1999،ص 92 .

<sup>3</sup> -جمال جويدان الحمل، دراسات الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار الصفاء والتوزيع،الأردن، 2002،ص56.

- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.

- فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء.

- كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية،<sup>1</sup> فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.

- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة، والأسعار.

- أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى مجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها:

- **كفاءة التسعير:** بمعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.

- **كفاءة التشغيل:** بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد.

- **عدالة السوق:** بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

- **الأمان:** يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق.

1 - A .CHoinel,et G ,ROUYER ,les marchés financier structures structures et acteurs et acteurs,revue banque,paris,2 éme édition 1997,p : 35 .

- أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.
- أداة جذب للاستثمارات الأجنبية، وتوطيد التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.
- أداة لتقويم الشركات والمشروعات: حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها.
- أداة لتمويل وخلق السيولة، يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير مباشر إلى نظام تمويل مباشر.

### المطلب الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية.

تنقسم سوق الأوراق المالية بدورها إلى:

#### 1- سوق الأولية (سوق الإصدار).

تتعامل هذه السوق في الأوراق المالية طويلة الأجل ( الأسهم العادية، السندات..... الخ) التي تصدرها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية وتمثل الإصدارات في هذه السوق إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات المساهمة للاكتتاب فيها عند تأسيسها أو الأسهم التي تطرحها الشركات المساهمة للاكتتاب فيها عند تأسيسها أو الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها بالإضافة إلى سندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار في نفس الوقت الطلب عن الاستثمار.<sup>1</sup>

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات في السوق الأولي بثلاثة أساليب هم:

أ- **بنك الاستثمار (بنك الكبر الاستثمار):** هو الوسيط الأساسي في سوق الأوراق المالية، حيث يقوم بأعمال السمسرة والمتاجرة في الأوراق المالية وذلك بعد تغطية معظم الإصدارات الأولية التي تطرح للاكتتاب العام ومن أهم الخدمات التي يقدمها بنك الاستثمار ما يلي:

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي، خلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص43.

- وظيفة الاستشارة: تقديم الاستشارة في مرحلة ما قبل الإصدار أو إدارة الإصدار من حيث دراسة حالة السوق المالية والمركز المالي للشركة وتوقيت عملية الإصدار وسعر الإصدار المناسب.
- وظيفة تنفيذ التعهد: وذلك عن طريق تغطية وتحمل المخاطر.
- وظيفة التسويق: وذلك عن طريق بيوت السمسة التي يتم اختيارها بعناية والتي تقوم بعمليات البيع لجمهور المستثمرين ، ولا تتم عملية البيع والتسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة والتي تتأكد من توافر الشروط القانونية والبيانات الضرورية.
- ب- أن تقوم جهة المصدرة بالاتصال مباشرة بالمستثمرين مثل المؤسسات الضخمة لكي تبيع الأسهم والسندات المصدرة ، وفي تلك الحالة قد يعرض بنك الاستثمار مساعدته للجهة المصدرة في البحث عن الجهة المستثمرة.

ج- أسلوب المزاد: وفقا لهذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم إصدارات تتضمن الكميات المراد شرائها، وسعر الشراء ويتم قبول الإصدارات ذات السعر الأعلى ثم الإصدارات ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدارات، وعادة ما يستخدم هذا الأسلوب لتصريف إصدارات السندات الحكومية.<sup>1</sup>

- سوق تمويل مباشر: يقصد به قيام جميع المعاملات ومن خلال معرفة الأساليب التي يتم بها الإصدار في السوق الأولية يمكن تقسيمها إلى:  
عن طريق وسطاء ماليين، حيث يقومون بشراء الأوراق المالية من المقترضين، ويبيعون هذه الأوراق في السوق الثانوية.

- سوق تمويل غير مباشر: يقصد به قيام جميع المعاملات عن طريق وسطاء ماليين، حيث يقومون بشراء الأوراق المالية من المقترضين، ويبيعون هذه الأوراق في السوق الثانوية

## 2- السوق الثانوية ( سوق التداول )

هي السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم فيها الاكتتاب فيها، وما يترتب عن ذلك من نقل الملكية بين البائع والمشتري وذلك طبعا لسعر السوق السائد وقت البيع والشراء، وسواء كان ذلك من خلال سوق منظمة أو سوق غير منظمة.  
وبالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم التداول على الأوراق المالية بفارق أن الحصيلة النقدية لا تذهب هنا للشركة المصدرة للأوراق المالية وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي وآخر باتجاهين ودون

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص 21

أن تتأثر الشركة المصدرة لأوراق المالية، وهذا على عكس السوق الأولية فهي تتحرك من مستثمر مالي (المدخر) إلى مستثمر مادي (الشركة المصدرة) وبالالتجاه واحد فقط، أي أن الحصيلة النقدية في السوق الثانوية تذهب من وإلى جملة الأوراق المالية، الأمر الذي يضمن توفير عنصر السيولة بشكل دائم بالإضافة لما يترتب على الأسعار السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه من إفصاح لحظي عن القيمة الاقتصادية لشركات المصدرة.

والسوق الثانوية تؤدي الوظائف التالية:

- تحديد سعر عادل للأوراق المالية المتداول فيها يسمى بعملية استكشاف السعر.
- إتمام المعاملات عند ذلك السعر بسهولة وبسرعة ( توفير السيولة ).
- المساعدة على إتمام المعاملات عند أدنى قدر ممكن من التكلفة.
- ويتم التداول في السوق الثانوية باستخدام أحد الأسلوبين:
- أسلوب التفاوض: حيث يقوم كل وسيط بإعلان أسعار العرض أو الطلب وفي ضوءها يتم التفاوض للوصول إلى سعر إتمام الصفقة.
- أسلوب المزاد العلني: الذي يمكن من خلالها الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للبائع والمشتري.<sup>1</sup>

## 1-2 تقسيمات السوق الثانوية:

وتتخذ السوق الثانوية شكلين هما:

- أ- سوق منظمة: وهي سوق تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء وتوجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق يشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق وفقا لقواعد معينة.
- ب- سوق غير منظمة: تتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل ، ويقوم بالتعامل بيوت السماسرة حيث تتم من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات القوية التي تتمثل في الخطوط التليفونية أو أطراف للحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار من يقدم له أفضل الأسعار ، وتتفرع من هذه السوق:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> فيصل محمد الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 56.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع منشأة المعارف، مصر، 2007، ص 109.

**ج- سوق ثالث:** يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير منظمة الذي يتكون من بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع الأوراق المالية.

**د- سوق الرابع:** ويقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسة ، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة يساعده في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب.

وللسوق الرابع مميزات نذكر منها: سرعة إتمام الصفقات وانخفاض التكاليف نتيجة الاتصال المباشر مما يؤدي إلى انخفاض في أتعاب إنهاء الصفقات وهذا ما يمنحه قوة تنافسية للأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة الأخرى وهذا لأنه يتعامل في كافة الأوراق المالية في تلك الأسواق.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: الإطار المؤسسي لسوق الأوراق المالية

تتمثل الأطراف الأساسية المشاركة في سوق الأوراق المالية في العناصر أو الوحدات التي تصدر أوراقا مالية(الوحدات المقترضة)وتتضمن أساسا وحدات قطاع الأعمال والحكومة وذلك في مواجهة الوحدات المقترضة ولكي تتم تلك العملية يتعين توافر وسطاء ماليين وتنظيم تلك العملية.

#### المطلب الأول: الوسطاء الماليين في عمليات البورصة

لكي يقوم المستثمرون بادخار أموالهم عن طريق البورصة، يجب أولا اختيار الوسيط المالي المناسب والذي يخول له القانون الاستثمار في مجموعة من الأوراق المالية المختلفة

#### 1-تعريف وسيط عمليات البورصة ومختلف فئاته

##### 1-1تعريف وسيط عمليات البورصة

يعرف وسيط عمليات البورصة على أنه "كل شخص طبيعي أو معنوي له دراية وخبرة في شؤون البورصة وعليه أن يباشر نشاطه مع بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة"

ويعرف أيضا على أنه لك الشخص الطبيعي أو المعنوي المتخصص في بيع وشراء الأوراق ويجب أن يكون حاصلًا على ترخيص من لجنة عمليات البورصة تؤهله للقيام بهذه المهمة حيث تشترط لتسجيل الوسيط توفر المعايير التأهيلية المتعلقة بكفاءة ونزاهة وصحته المالية وذلك حماية للمتعاملين في البورصة

<sup>1</sup> علي توفيق الحاج، عامر علي خطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي، الأردن، 2012، ص32.

ويمكن تعريفه من الناحية القانونية بأنه "أي شخص طبيعي أو معنوي يتوسط بين بائع ومشتري للأوراق المالية لإتمام صفقة بينهما، وحده له الحق في القيام بعملية الوساطة في تداول اليم المنقولة شرط الحصول على ترخيص لذلك"

يتضح لنا من خلال ما سبق أن الوسيط قد يكون شخصا طبيعيا (فرد) أو شخصا معنويا (مؤسسة) حيث لا تتم طبيعة الوسيط بقدر ما يهم النشاط الذي يزاوله، إذ أنه يتوسط بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية في البورصة وكما يمارس هذا النشاط لا يجب أن يكون على دراية وخبرة في هذا المجال وأن يكون له ترخيص بذلك.<sup>1</sup>

## 1-2 الفئات المختلفة للوسطاء في عملية البورصة

من خلال التعاريف السابقة لوسيط عمليات البورصة تندرج الفئات التالية:

### 1-2-1 سمسرة الأوراق المالية

يجب التفرقة بين السمسار الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه، وبين بيوت السمسرة التي تقدم الخدمة الكاملة في هذا المجال، فالأول يسمى بالسمسار الوكيل وقد يطلق عليه اسم سمسار الخصم وهي عبارة عن شركات السمسرة التي قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء والتي تتمثل في عمليات البيع والشراء ومقابل ذلك فإنه يحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات، وفي نفس الوقت هناك سمسار وكيل والذي يقوم بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدءا من الإجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم النصح والمشورة لاتخاذ القرار المناسب. وهناك ما يسمى سمسار الصالة وهو يعمل داخل المقصورة في البورصة ووظيفته هي تنفيذ تلك الأوامر التي ترد إليه من سمسار الوكيل.

وقد يكون سمسار الصالة تابع إلى السمسار الوكيل أو سمسار كل الخدمات وقد يكون منفصل عن السمسار الوكيل وفي هذه الحالة قد يحصل على عمولة مقابل عملية التنفيذ.

### 1-2-2 صانع السوق (الوسيط التاجر)

يلعب صانع السوق دورا هاما في الأسواق المالية وذلك لإنعاش الأسواق وحماية التداول والمحافظة على الأسعار في البورصة دون تدخل هيئة أسواق المال، ويعمل صانع السوق كسمسار أيضا.

<sup>1</sup> بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة (بورصة تونس)، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص 99.



ويعتبر صناع السوق من ذوي الاختصاص في أسهم بعض الشركات فقط، ويمكن توضيح الأنشطة الرئيسية لهذه الفئة كما يلي:

- أنه يعمل كسمسار من حيث تنفيذ أوامر الشراء والبيع وفي مقابل إتمام هذه العملية فإنه يحصل على عمولة تنفيذ الأوامر وهو في ذلك مثل سمسار الصالة أو السمسار الوكيل.<sup>1</sup>
- يعمل صانع السوق كتاجر من أجل المحافظة على سيولة السوق وتعاملاته وذلك عندما يكون تدفق السوق غير كاف حيث يقوم بالبيع أو الشراء حسب ظروف السوق، وغايته في ذلك المحافظة على استمرارية السوق وكذلك أن تكون التغيرات السعرية في حدود معينة حتى لا تتضخم المكاسب والخسائر.

### 1-2-3 المتخصصون

المتخصص ماهو إلا سمسار اختار وفق نشاطه على مجموعة محدودة من الأسهم يتم تداولها في مركز واحد، وهو بهذا لا يفارق ذلك المركز، يقوم بتلقي طلبات السماسرة الآخرين لينفذها نيابة عنهم ولا يحق لأي وسيط أن يمارس أعمال المتخصص إلا بموافقة لجنة السوق المالي، كما يشبه التجار كونه يستطيع أن يتاجر لحسابه الخاص، يبيع وشراء بهدف تحقيق الربح.

ويعمل المتخصصون بطريقة تحقيق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة، ففي حالة زيادة المعروض عن المطلوب من ورقة مالية معينة يعمد المتخصص إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لجلب مستثمرين جدد، كما يبدي في ذات الوقت استعدادا لشراء ما يرفض منها ليضيفه إلى المخزون، وذلك في محاولة أخرى عندما يزيد المطلوب عن المعروض يلجأ المتخصص إلى استخدام ماله من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد.

وهو في ذلك ملزم بأن تكون التغيرات السعرية طفيفة مما يحقق هدف ضبط ايقاع حركة السوق وليس بهدف تحقيق أرباح طائلة، وهذا يمكن القول بأن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين ونظر خطورة الدور الذي يلعبونه في هذا الشأن فإن شروط عضويتهم عادة ماتتسم بقدر كبير من التشدد<sup>2</sup>

### 2-وظائف وسيط عمليات البورصة

يتعامل وسطاء البورصة على مجموعة متنوعة من المستثمرين، ولهذا جاءت وظائفهم داخل البورصة متنوعة تنوع الأصناف التي يتعاملون معها، ويمكن حصر الوظائف فيما يلي:

### 1-2-1 التفاوض على الأوراق المالية

<sup>1</sup> هـدال غنية، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2001-2002، ص 33.

<sup>2</sup> حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة) الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص 33-34.

ويتعلق ذلك بتنفيذ أوامر الشراء أو البيع مقابل عمولة يحصل عليها الوسيط بحيث يحقق أحسن سعر ممكن في الإطار الممكن للتفاوض (حيث أن الأوامر مرتبطة بمدة معينة) وتتطلب المفاوضة في الأوراق المالية معرفة دقيقة لأحوال السوق المالية ومعلومات وافية عن الورقة المالية محل التفاوض وخبرة كبيرة عن تحركات الأسعار في السوق، بحيث يمكن مثلاً أن يجزئ الأمر، أو أن ينتظر حتى اللحظة المناسبة التي يتحقق فيها أحسن سعر بيع شراء للعميل.

## 2-2 تقديم النصح والمشورة

يمكن أن يقدم الوسيط النصح والمشورة للعملاء بشأن قرارات الاستثمار وما قد ينطوي عليه عمليات البيع والشراء للقيم المنقولة، وتبقى حدود النصح والمشورة المقدمة للعميل تتوقف على الشروط المتفق عليها بين الوسيط والعميل، فيمكن أن يلتزم السمسار بالقيام بدور المستشار فقط دون أن يكون له الحق في اتخاذ القرار ويمكن أن تتعدى إلى الإشراف على القيمة المنقولة<sup>1</sup>

## 2-3 حفظ وحماية الأوراق المالية

قد لا يرغب العميل في أن يأخذ الأوراق ويأتي بها في كل مرة يرغب في إجراء صفقة ما في البورصة وخاصة ما إذا كانت قيمتها كبيرة جداً، أي سيكون في خطر من السرقة أو الضياع، لذا يقوم وسطاء البورصة بالاحتفاظ بالأوراق المالية للعميل وذلك في أماكن مخصصة لذلك، حيث يوفر هؤلاء الوسطاء خزائن لحفظ الأوراق المالية للعميلين كما أنهم قد يصنعون تأميناً لها ضد حوادث السرقة أو الضياع أو الحوادث (كالاحتراق مثلاً) وبالتالي يوفر على العميل الكثير من الجهد في المراقبة والمحافظة على أوراقه المالية.

## 2-4 تسيير المحافظة لصالح العميل وإدارتها

قد يلمس العميل في نفسه العجز عن تشكيل محفظة أوراق مالية وتسييرها، وبالتالي يلجأ إلى الوسيط المالي ليناوب عنه في هذه المهمة ويمضي له توكيل بذلك ويضع بمساعدته إستراتيجية استثمارية، هذه الإستراتيجية تلي أهدافه الاستثمارية مع الأخذ بعين الاعتبار حالته المادي.

<sup>1</sup> Daniel Szpiro, introduction a la finance de marché Economica, paris 10, 1998, p38 .



- الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلا على مؤهل جامعي وما شابه ذلك.
- أغلب التشريعات تشترط الجنسية والأهلية القانونية.
- إثبات حسن السيرة والنزاهة التجارية وأن لا يكون قد حكم عليه في قضايا تمس الشرف.
- أن لا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة، فلا يكون عضو قي مجلس إدارة إحدى الشركات ولا مستشارا أو خبيرا بها أو بأحد المصارف التحلي بالأمانة،الصدق والمهارة في التعامل وتنفيذ أوامر العملاء.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني:تنظيم سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية،من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية،ولتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية نحاول البحث في العناصر التالية:

#### 1-نظام تشغيل سوق الأوراق المالية

يشترط في سوق المنظمة أن يتم فيه 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 ضروريا،وتحدد الهيئة المشرفة على السوق 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.

من خلال ماسبق يتضح لنا أن مكونات نظام التشغيل بورصة الأوراق المالية تتكون من:

#### 1-1صالة التداول

وهو المكان المخصص للتداول<sup>2</sup>

#### 1-2الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة

وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع وشراء الأوراق بالبورصة،ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص ويمكن أن يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

<sup>1</sup>عبد الغفار حنفي،البورصات والمؤسسات المالية،الدار الجامعية،الإسكندرية،2004،صص326-327.

<sup>2</sup>محسن أحمد الحضيري،كيف تتعلم البورصة في 24سا،الطبعة الأولى ايتراك للنشر والتوزيع،مصر،1999،صص55-56.

ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازاته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.<sup>1</sup>

### 1-3 طرق التداول بسوق الأوراق المالية

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين -**طريقة المفاوضة:** وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

-**طريقة المزيدة:** وفي هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علناً، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

### 2- المتعاملون

هناك تصنيفين للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية هما:

### 2-1 تصنيف المتعامل حسب الهدف من التعامل

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في البيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:<sup>2</sup>

### 2-1-1 المضاربون المحترفون

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه، علوم اقتصادية، 2005-2006، ص 49-50

<sup>2</sup> أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 30.

## 2-1-2 المضاربون الهواة

وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

## 2-1-3 المتآمرون

تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

## 2-1-4 المستثمرون

هناك نوعان من المستثمرين

-المستثمر الداخلي: ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.

-المستثمر العادي: ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

## 2-2 تصنيف المتعاملين إلى عارضين وطالين

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، أنه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار.

وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال

## 2-2-1 الطالبون لرأس المال

وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة والعموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين:<sup>1</sup>

-الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس.

-الفئة الثانية: تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

<sup>1</sup> محمود أمين زوبل، يومس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 51.

## 2-2-2 العارضون لرؤوس الأموال

ويقصد بالعارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية... الخ.

## 3-الأوامر

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق 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 مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر. وهناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية نذكر بعضها التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة، والتي يراها صاحب الأمر أنها تتلاءم لتنفيذ الصفقة هي:

- الأوامر بالسعر أحسن سواء في الشراء أو البيع.

- الأوامر بالسعر محدد وتتحدد ما بين السعر الأعلى والسعر الأدنى.

- الأوامر المرتبطة بالشرط: يطلب صاحب الأمر من وسيطة أن يشتري أوراقا مالية معينة بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقا، والعكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ، أي أن الصفقة تتم على أساس مبلغ محدد عند الشراء أو البيع.<sup>1</sup>

## 4-شروط الدخول إلى البورصة

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة.

ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية:

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

<sup>1</sup>شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 65

- حيث طرح 25% إلى 20% - أن يفتح رأس مال اجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك 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 سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.
- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.
- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: التطورات العالمية التي تؤثر على هيكل السوق

تمت تطورات سريعة في هيكل أسواق الأوراق المالية حدثت خلال العقود الأخيرة لعل أهمها مايلي:

#### 1- الابتكارات

هما: Financial Innovation يشير الأستاذ ستيفن روس إلى نوعين من الابتكارات المالية ابتكار أصول مالية تتناسب مع البيئة الاقتصادية والمالية الجديدة ومن أمثلتها المشتقات، والثانية ابتكار سياسات ديناميكية للتعامل مع الابتكارات الجديدة من الأصول المالية.

ويقصد بها<sup>2</sup> Financial Engineering وترتبط الابتكارات المالية عادة ما يسمى بالهندسة المالية التطوير والتطبيق الخلاق للتكنولوجيا المالية لحل المشاكل التمويلية والاستفادة من الفرص المالية ويعتبر مفهوم التكنولوجيا المالية مفهوم واسع يدخل في إطاره ضمن ما يدخل الابتكارات المالية كالمشتقات وصناديق الاستثمار.

وثمة أسباب أدت إلى ظهور الابتكارات المالية لعل أهمها:

- تزايد التقلبات في أسعار الأسهم وأسعار الصرف، وتزايد معدلات التضخم.
- التقدم في تكنولوجيا الاتصالات والكمبيوتر.
- تزايد خبرات وقدرات الأطراف المشاركة في السوق بسبب تقدم أساليب التدريب.
- المنافسة القوية بين مؤسسات الوساطة المالية.

<sup>1</sup>-P. Monnier, les marchés boursiers, verreuil, paris, 3ème édition, 1997, pp :28-29.

<sup>2</sup>عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 146<sup>2</sup>



## Globalisation العولمة 2-

يقصد بعولمة أسواق المال تحقيق التكامل بينها على مستوى العالم لكي تصبح سوقا عالمية واحدة، وثمة عوامل عدة تتجه بنا إلى تحقيق تكامل أسواق المال أو على الأقل تحقيق اندماج الأسواق المحلية في السوق العالمية أهمها:

### 1-2 Dérégulation إزالة القيود

تزايد الاتجاه العالمي لتحرير أسواق المال وذلك بإزالة القيود المفروضة على المعاملات والمؤسسات المالية ولا يقصد هذا القيود التي تتخذها الحكومات لحماية المستثمرين كمتطلبات الإفصاح وغيرها بل يقصد بها القيود التي تفوق التعامل والتدفق الحر للأموال ويأخذ جانب التحرير محورين أحدهما يتعلق بإزالة القيود المفروضة على المؤسسات المالية، ويختص المحور الأول من تحرير السوق بكل من:

- إزالة القيود على الصرف الأجنبي، وتخفيض الضرائب على المستثمرين.

- تخفيض حدة القيود على كل من شراء الأجانب الأوراق المالية المحلية وإصدار سندات عن طريق مقترضين أجانب، ومشاركة البنوك التجارية الأجنبية في الأسواق المحلية للإقراض، وأخيرا مشاركة بنوك الاستثمار الأجنبية والبنوك التجارية في مجال ترويج السندات التي يبيعها في الأسواق المحلية.

### 2-2 التقدم التكنولوجي

يؤدي التقدم التكنولوجي إلى زيادة درجة تكامل أسواق المال وكفاءة تلك الأسواق، فالتقدم في وسائل الاتصال يساعد على إيجاد حلقة اتصال قوية بين المتعاملين والتجار في جميع أنحاء العالم، الأمر الذي يؤدي إلى تنفيذ أوامر البيع والشراء في ثوان معدودة.

ومن ناحية أخرى يؤدي التقدم في تكنولوجيا الكمبيوتر بجانب التقدم في الاتصالات إلى سرعة تدفق المعلومات بشأن أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي يساعد المتعاملين في أسواق المال على مراقبة ومتابعة ما يحدث في الأسواق العالمية ويمكنهم في نفس الوقت من تقدير تأثير تلك العوامل على محافظ أوراقهم المالية.

### 2-3 تنامي أهمية استثمارات المؤسسات المالية

تزايد حجم استثمارات وتعاملات المؤسسات المالية وعلى الأخص صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات بالمقارنة بحجم استثمارات مالية بالخارج لكي تحسن من درجة تنوع محافظها المالية، وتستفيد من فرص الربحية بالخارج، أما الأفراد المستثمرين فعندما تكون لديهم الرغبة في الاستثمار بالخارج فإنهم يلجئون إلى

المؤسسات المالية كصناديق الاستثمار، وبالرغم من تزايد نصيب المؤسسات المالية من الاستثمارات المالية في الأسواق الدولية إلا أن نصيبها من حجم التعاملات كان أكبر.<sup>1</sup> وقد مارس الحجم الكبير لتعاملات المؤسسات المالية ضغوطا كبيرة أسهمت في خفض تكاليف التعامل في أسواق الأوراق المالية، إذ أدى ذلك إلى تغيرات كبيرة أسهمت في تعدد نظم التعامل في الأسواق المالية بشكل تنافسي خفض من القيود المفروضة على التعامل ومن ثم خفض من تكلفة التعامل

### المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولتها

من الدور الرئيسي الذي تلعبه الأسواق المالية هو تحويل فائض الأموال من أصحاب المال إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم فرص استثمارية عبر الوسطاء الماليين ولهذا جاءت العديد من التساؤلات حول كفاءة الأداء في السوق وماهية صياغتها وعلاقة المعلومات بكفاءة السوق.

#### المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت.

#### 1- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

على أنه "السوق (Efficient Market) يعرف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأ ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر التي تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه"<sup>2</sup>

<sup>1</sup>عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 146-148.

<sup>2</sup>منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 38

ويعرف أيضا مثنى عبد الإله ناصر "السوق الكفاء هو الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها المكاسب، وتجدد الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما، فقرارات المستثمرين بين قليلي الخبرة قد تأخذ الأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها"<sup>1</sup>

وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفو إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب:

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين.
- توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات.
- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.<sup>2</sup>

## 2- خصائص سوق الأوراق المالية الكفوءة

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء:

<sup>1</sup> مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية

الاقتصادية، تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 11/12/2005، ص4

<sup>2</sup> مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد

07، جامعة خيضر، بسكرة، 2009-2010 ص18

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثراواتهم.
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القديمة.
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.

### 3-أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق الأوراق المالية وهما:

#### 3-1 الكفاءة الكاملة

يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة في السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

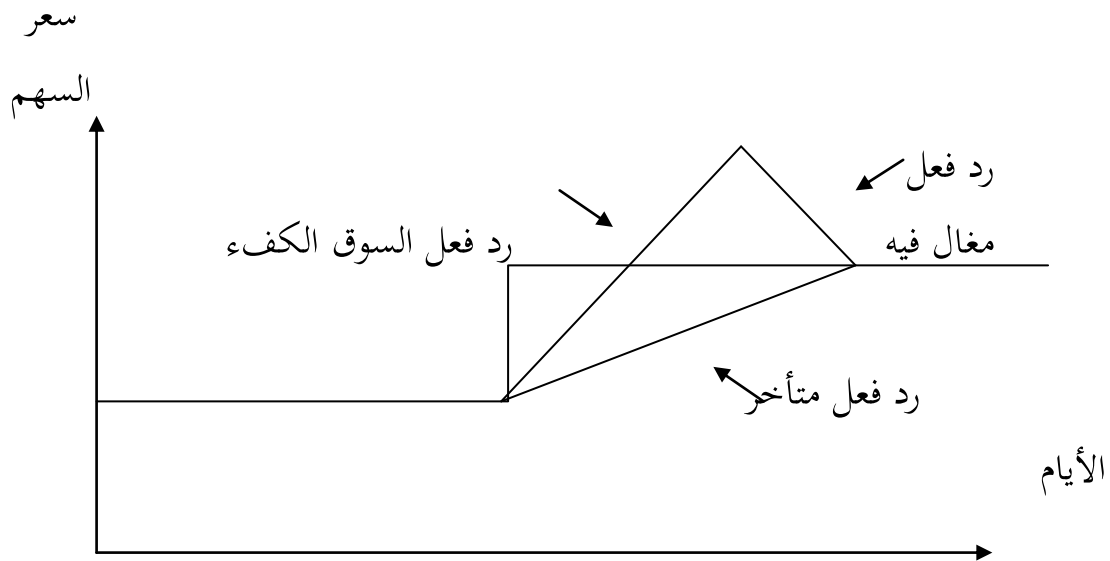
- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق أو على بيعه وشراؤه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- رشادة المستثمرون، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 75.

### 3-2 الكفاءة الاقتصادية

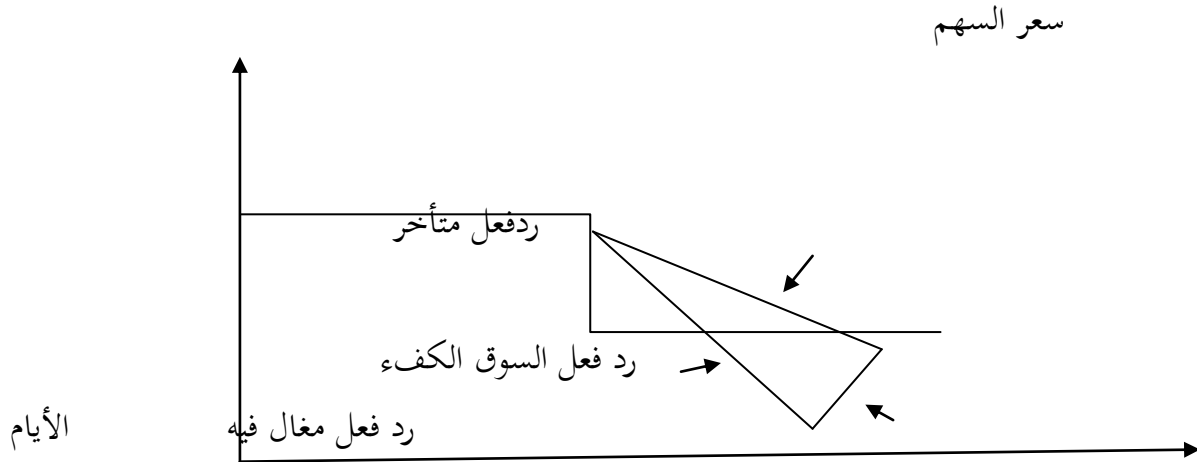
وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات انعكاسها على اسعار الأسهم وذلك يعني أن القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب(المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا)نتيجة الفارق في السعر وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.<sup>1</sup>

شكل رقم(01-01)التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية  
شكل " أ"رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة(ارتفاع الأسعار)



<sup>1</sup>مفتاح صالح ومعارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 183.

شكل "ب" رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة (انخفاض الأسعار)



المصدر: مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009-2010 ص 193

الشكلين يوضحان ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية حيث يوضح التمثيل البياني سلوك السعر في ظل السوق الكفاء وغير كفاء بناء على المعلومات الواردة إلى السوق: - ففي حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إنتاج إحدى الشركات، سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم بالارتفاع بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية (الشكل "أ").

- أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك سينعكس سلباً في سعر السهم بالإنخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات مما لن يحقق للمستثمرين أرباحاً فيتصف السوق في مثل هذه الحالة بعدم الكفاءة، أين يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق (الشكل "ب").

- أما حالة الاستجابة المغالى فيها فيقصد بها بلوغ سعر السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات مما يدفع بالسعر إلى أعلى مستوياته، ومن ثم يتعدل بعد ذلك تدريجياً (الشكلين "أ" و"ب")

## المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية وصيغها المختلفة

يضمن السوق الكفاء وفقاً للمفهوم المتقدم تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى أكثر المجالات ربحية.

### 1-متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين هما:

#### Price efficiency كفاءة التسعير 1-1

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن تكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات لهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين.<sup>1</sup>

#### Operational efficiency كفاءة التشغيل 2-1

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويمكن القول أن هذه الكفاءة قد تحققت إذا تم خلق التوازن بين العرض والطلب دون تكبد المتعاملون تكاليف تعامل عالية وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل أما عن التعاملات وكذا الضرائب فهي تلعب دوراً هاماً في الحد من الكفاءة التسعيرية للسوق فكلاهما قد يقف عائقاً أمام إتمام بعض التعاملات التي من شأنها الوصول إلى ما يعكس القيمة الحقيقية للسهم على وجه الخصوص.

وثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات أهمها:

- السماح للمؤسسات والشركات أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه، وقد استخدم هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية، حيث صدر تشريع في أول ماي 1975 سمح بموجبه للشركات بتسجيل أوراقها المالية، في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي أسهم في تقوية المنافسة بين صناع السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه في مقابل خلق سوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 107.

- جعل عمولة الشراء محلا للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط من التداول في السوق.

- من خلال القرارات التي تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين الطلب والعرض.<sup>1</sup>

## 2-الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

قام كل من "هاري موربرت" و"بوجن فاما" بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات كما يلي:

### 2-1-1 فرضية الصيغة الضعيفة

تقتضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية أن سعر التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، كالتغيرات في أسعار وأحجام المعاملات، وعوائد الأوراق المالية للفترات وعليه فإن المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة عدم الجدوى للمستثمر. ويعني هذا أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي، وتعرف هذه الظاهرة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار عن بعضها وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات مما يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية بين لحظة وأخرى، كما لدينا طريقتين لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للصيغة الضعيفة لغرض كفاءة السوق من أهمها:

### 2-1-1-1 اختيار الأنماط

يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات وتظهر كما يلي:

+ تعني حركة سعرية بالزيادة

- تعني حركة سعرية بالانخفاض

0 تعني عدم وجود حركة

### 2-1-1-2 اختبار سلسلة الارتباط

يعتمد هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل حيث أن FAMA المدى الطويل يمكن أن يكشف من وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ويرجع هذا الاختبار إلى فاما.

<sup>1</sup>عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 156.



في الخمسينيات عندما قام باختبار 30 سهما متكون لمؤشر داوجونز وذلك من خلال دراسة معامل الإرتباط لسلسلة من العوائد المتتالية لفترة من يوم إلى أيام، وقد بين أن نسبة ضئيلة من السهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة وتصبح هذه النتيجة بمثابة تأكيد واقعي لفرضية الصيغة للكفاءة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار.

## 2-2 فرضية الصيغة المتوسطة

يقضي هذه الصيغة المتوسطة بأن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المتاحة للمستثمرين إلى جانب المعلومات الخاصة بفتة معينة كأعضاء إدارة المؤسسة المصدرة للأوراق المالية وكبار العاملين فيها... الخ.

بحيث تستجيب السوق للأوراق المالية للمعلومات الواردة بعدم قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات ليعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية وبالتالي يصعب على المستثمر أن يحقق أرباح غير عادية نظرا لتعديل السعر وفقا للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة، وقصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين السعر في ظل هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير وقد تم اختبار فرضية الصيغة

المتوسطة من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية المنشورة كالأرباح والتوزيعات. كما اختلفت بعض الدراسات في اختبارها لغرض السوق الكفاء من النوع متوسط القوة حيث اثبت بعضها سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر لتحقيق عوائد غير عادية على حساب الآخرين.<sup>1</sup>

وتعتبر هذه النتيجة بمثابة تأكيد للصيغة متوسطة القوة، في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الموجودة في السوق وتحقيق أرباح غير عادية.

## 2-3 فرضية الصيغة القوية

تعكس فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية جميع المعلومات والمتمثلة في المعلومات التاريخية التي تخص بما حدث من تغيرات على الأسعار وحجم التبادلات للأوراق المالية في الماضي إضافة إلى تلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين إلى جانب المعلومات الخاصة بفتة معينة كأعضاء إدارة الشركة المصدرة للسهم وأعضاء مجلس إدارتها وأنها غير متاحة للسوق ككل.

<sup>1</sup> بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك

مالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013 ص ص 77-79

ومما سبق يبدو أن تأييد فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية يميل إلى الضعف أكثر من إلى القوة وذلك نظرا لإمكانية استعمال المعلومات المتحركة من قبل فئة من المتعاملين الداخليين على نحو يؤهلهم لتحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين آخرين. ويمكن اختبار فرضية السوق القوية من خلال وسيلتين أساسيين نعتد كل منها على تحليل المعلومات الخاصة وهما:

### 2-3-1 العاملون بالشركة

يمكن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة بالمقارنة بباقي المستثمرين، ولذلك يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية للتثبت من مدى قدرتهم على تحقيق أرباح عادية ومن ثم مدى صحة الفرضية القوية لكفاءة السوق من عدمه، وقد أيدت العديد من الدراسات قدرة كبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاتجار في الأوراق المالية فيما يعتبر عدم تأييد واضح لفرضية السوق الكفاء في شكله القوي.

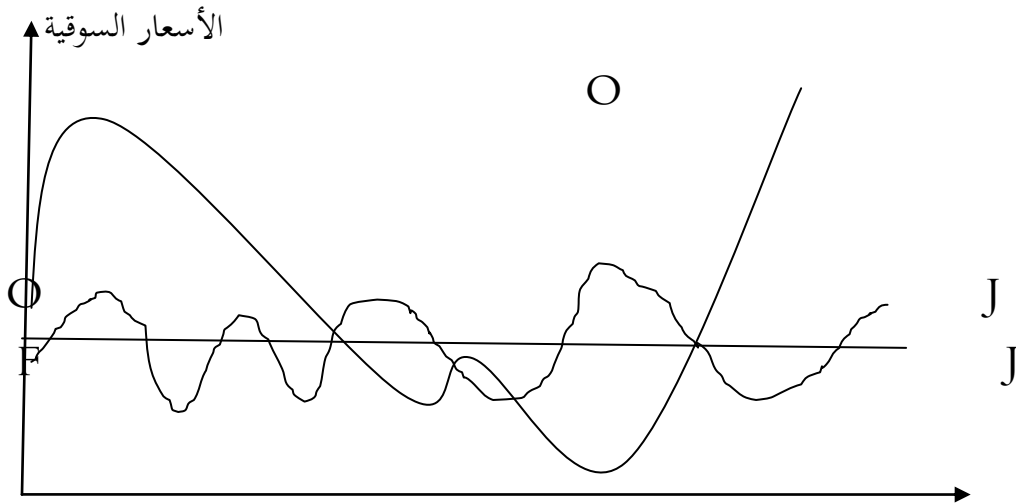
### 2-3-2 مديرو المؤسسات المالية

يملك مديرو المؤسسات المالية المخصصة مثل: صناديق الاستثمار القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما يستطيعون استخدام أدوات التحليل، ومن ثم إمكانية التوقع اتجاه السوق وقد تم اختبار هذه الصيغة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة مما يحققه المستثمر العادي. ولقد جاءت العديد من الدراسات في هذا الشأن لتؤكد عدم مقدرة المستثمرين المؤسسين على تحقيق أداء أفضل من ذلك الخاص بالسوق بمعنى عدم إمكانية تحقيق أرباح متميزة على حساب المستثمر العادي الذي يسير محافظته المالية وفق إستراتيجية الاستثمار.<sup>1</sup>

ولفهم أكثر هذه الصيغ بيانها في شكل بيانيا الذي يعكس طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاث للكفاءة

<sup>1</sup>عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص161

شكل رقم (01-02) فرضيات الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق



الفترة الزمنية

Source : .Fronned's investments :Analysis and Manangement(New  
york :Mc Gaw Hill Inc1976 .P.528

ويتضح من الشكل كالاتي:

السعر الحقيقي ويعكس الكفاءة التامة للسوق والتي يمثلها فرض السوق القوي حيث (FF) 1- يمثل الخط  
السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أي اختلافات.

الشكل المتوسط لكفاءة السوق حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة (JJ) 2- يمثل المنحنى  
الحقيقية صغيرة.

الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث تكون اختلافات بين السعر السوقي والقيمة (OO) 3- يمثل  
المنحنى

الحقيقية واسعة.

### المطلب الثالث: سيولة سوق الأوراق المالية

إن مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية ينصرف إلى سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة وثمة  
خصائص إذا توافرت فإن السوق تتصف بالسيولة وهي:

#### 1- عمق السوق

تتصف السوق بكونها عميقة إذا كانت حركة التعاملات فيها نشطة، ويتحقق ذلك مع وجود أوامر بيع  
وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية وفي حالة السوق العميقة يؤدي الخلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو

المعرضة إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، ومؤدى ذلك أن الخسائر الرأسمالية التي قد تحدث عادة ما تكون هامشية.

وعلى العكس من السوق العميقة تتسم السوق الضحلة بعدم استمرارية التعامل في الورقة المالية، ويؤدي الخلل في التوازن بين العرض والطلب إلى تغيرات كبيرة في الأسعار، ففي حالة فائض الطلب قد يرتفع السعر إلى درجة أن من يرغب في الشراء قد ينتظر لفترة أخرى على أمل انخفاض السعر، وفي حالة زيادة العرض على الطلب ينخفض السعر مما يعرض حامل الورقة المالية لخسائر ضخمة قد تجبره على تأجيل البيع

## 2- اتساع السوق

تكون السوق متسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية، ويحقق ذلك الاستقرار النسبي في سعرها، ويقلل من ثم من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وفي السوق المتسعة لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع، ومن المتوقع أن يقبل صانع السوق هامش ربح صغير يبره ارتفاع معدل دوران الورقة.

## 3- سرعة استجابة السوق

يقصد بخاصية استجابة السوق القدرة على معالجة أي اختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار ويضمن ذلك تلبية الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة، مما يقلل من تردده في بيعها كما يضمن أيضاً عدم انتظار المشتري المحتمل للورقة لفترة لاحقة لشرائها بسعر أقل.

وثمة أساليب متعددة يمكن أن تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات لعل أهمها:  
- طرح الأسهم للاكتتاب العام بدلا من الطرح الخاص لها، إذ تتيح الطرح العام للأسهم إمكانية إعادة بيع الأوراق المالية المشتراة في أي وقت الأمر الذي ينشط حركة التداول للسهم بالسوق، ويسهم في رفع سيولة السهم.

- تسجيل الأوراق المالية في السوق إذ من شأن ذلك لأن يساعد المستثمرين استمرار على الحصول على المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية والصناعات التي تنتمي إليها، فضلا عن توفير معلومات عن التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لهذه الأوراق بشكل مستمر الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المسجلة بشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل للأوراق المسجلة مقارنة بغيرها.

-إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة،ومن شأن ذلك أن يجذب شريحة عريضة من المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة يعزز من سيولة هذه الأوراق الأمر الذي يؤدي إلى تزايد الإقبال على صنع السوق غلى قبول هامش ربح منخفض مما يزيد من سيولة الورقة ومن ثم جاذبيتها بالنسبة للمستثمرين.<sup>1</sup>

### خاتمة الفصل الأول

تؤدي أسواق الأوراق المالية دور جد مهم في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات الاستثمار فوائضها وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة.

كما أن لسوق الأوراق المالية تنظيم معين يسمح بعملية الإصدار والتداول للأوراق المالية من خلال الوسطاء الماليين وبعض إجراءات التعامل بين المتعاملين من أوامر وعمليات محددة لأسعار سوق الأوراق المالية.

كما أن لمتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دور في بناء سوق أوراق مالي لتطلعات المتعاملين ويزيد إقبالهم على تداول الأوراق المالية.

<sup>1</sup>عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 164-165.

## الفصل الثاني: تحليل وتقييم أدوات سوق الأوراق المالية

يقوم نشاط سوق الأوراق المالية على التعامل في مجال الأوراق المالية من خلال إصدارها وتداولها باعتبارها السلعة الرئيسية فيهن والأوراق المالية تمثل في جوهرها عقدا بين الشركات وبين المستثمرين، وتعد السندات والأسهم أكثر هذه الأوراق شهرة وانتشارا، إلا أنه يوجد نوع آخر من الأوراق المالية ألا وهو المشتقات المالية.

ويعتبر الهدف من عملية تقييم الأوراق المالية هو الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية ، المراد الاستثمار فيها ، ومن ثمة مقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري الصائب، وقبل الوصول إلى هذه الخطوة يتعين المرور بجملة من الخطوات تبدأ بجمع المعلومات الضرورية والمفيدة في عملية التقييم، ثم تحليلها وفق منهجين، منهج التحليل الفني والذي لايعني بالوصول إلى القيمة الحقيقية بقدر مايسعى لاكتشاف نمط تغير الأسعار في الماضي والتنبؤ بحركاتها في المستقبل، ومنهج التحليل الأساسي والذي يعني بتحديد القيمة الحقيقية وفق التقييم المنتهجة للوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية عديدة ومختلفة تختلف عن بعضها البعض باختلاف المعلومات المتاحة.

ولتوضيح هذا ، قسمنا الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي:

**المبحث الأول: أدوات سوق الأوراق المالية.**

**المبحث الثاني: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**

**المبحث الثالث: تقييم أدوات سوق الأوراق المالية.**

## المبحث الأول: أدوات سوق الأوراق المالية:

من خلال التعامل داخل بورصة الأوراق المالية للمستثمر الحق في اختيار الورقة المالية التي سيتم التعامل بها، سواء كانت أسهم أو سندات أو غيرها من الأوراق التي يتعامل بها غالبا في البورصة، إضافة إلى ذلك فإن هذا التعامل تؤثر عليه عدة عوامل بالسلب أو الإيجاب.

### المطلب الأول: أدوات الملكية ( الأسهم ).

تعد الأسهم من الأدوات سوق الأوراق المالية وتمثل أدوات ملكية وهي تتميز عن غيرها من الأدوات الأخرى بخصائص وأنواع وستعرض في هذا المطلب إلى ما يلي:

#### 1- ماهية السهم:

#### 1-1: تعريف السهم: يمكن تقديم عدة تعاريف للسهم:

أ- **التعريف الأول:** "الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس المال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية".<sup>1</sup>

ب- **التعريف الثاني:** " هو حصة في شركة يعطي لحامله ملكية جزءا منها ويكون له حق التصويت في الجمعيات العمومية، والحق في الأرباح الموزعة، والحق في القيمة المتبقية عند التصفية".<sup>2</sup>

#### 2- القيم المختلفة للسهم:

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

1-2: **القيمة الاسمية للسهم:** هي القيمة التي يصدر بها السهم في بداية تكوين الشركة والتي على أساسها يتم احتساب قيمة رأس مال للشركة المساهمة.

2-2: **سعر إصدار السهم:** وهو السعر الذي يصدر به السهم عند زيادة رأس المال وهذا السعر قد يتساوى مع القيمة الاسمية، أو يزيد عن القيمة الاسمية وتسمى علاوة الإصدار.

3-2: **القيمة الدفترية للسهم (القيمة المحاسبية):** وهي نصيب السهم من صافي أصول الشركة وذلك وفقا للقيمة الدفترية للأصول والالتزامات وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية مطروحا منها قيم الالتزامات، ويمكن اعتماد الصيغة التالية لاحتساب القيمة الدفترية:

<sup>1</sup> مصطفى رشدي شبيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، 1993، ص: 169.

<sup>2</sup> محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم العالي، الإسكندرية، 2011، ص: 35.

$$\frac{\text{اجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$$

وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة وكقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم وذلك للأسباب التالية:<sup>1</sup>

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

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

**2-4: القيمة السوقية للسهم:** وهو السعر الذي يتداول به السهم في سوق الأوراق المالية " البورصة" ،

ويتحدد هذا السعر بناء على عدة عوامل منها المعلومات المتاحة عن السهم، وقوى العرض والطلب.

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

ومنه فإن القيمة الحقيقية للسهم تمثل نصيب السهم من صافي أصول الشركة وذلك وفقا للتقييم العادلة لهذه الأصول والالتزامات ويمكن حساب القيمة الحقيقية للسهم من خلال المعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$\frac{\text{القيمة الجارية العادلة لصافي أصول الشركة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} = \text{القيمة الحقيقية للسهم}$$

### 3- خصائص السهم:

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى ومن أهم الخصائص ما يلي:

**3-1: القابلية للتداول:** توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل الإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون حاجة لإتباع طرق الحوالة المدينة والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة

<sup>1</sup> رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية لطباعة ونشر والتوزيع، مصر، 1999، ص:19.

<sup>2</sup> محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص:42.



للحوالة أو إبلاغها بها وخاصة التداول وإن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة، لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطاً خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائياً، أو بعد توزيع نسبة مئوية محددة من أرباحها على المساهمين.<sup>1</sup>

**3-2: الأسهم متساوية القيمة:** يقصد بذلك إصدار الشركة المساهمة من الأسهم يكون أسهماً متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر مثلاً: سندات مختلفة القيمة الاسمية في آن واحد مثل سند قيمة الاسمية 1000 دينار وآخر قيمة الاسمية 10000 دينار..... الخ بينما لا يجوز ذلك في الأسهم ( هذا مع مراعاة أنه يجوز للشركة في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة إصدار هذه الأسهم بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية ).

### 3-3: المسؤولية محدودة للمساهم

تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون المسؤولية غير محدودة.

### 4- أنواع الأسهم:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم:

**4-1: تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به:** يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي :

أ- **أسهم اسمية:** هو الذي يحمل اسم صاحبه وتدون فيه البيانات المقيدة في سجل التنازل وتفيد الأسهم في هذا السجل ويودع في مركز الشركة ويشمل القيد على البيانات التالية:

- اسم ولقب وصناعة وموطن وجنسية المساهم، ورقة الأسهم التي يمتلكها ونوع الشركة وعنوانها ورأس مالها ومركزها.

- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين بكل ما اكتتب به، وبهذه الكيفية يمكن معرفة مقدار دينه الباقي في ذمته.

- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها.

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز يتم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص: 77.

ب- **أسهم لحاملها:** يكون السهم لحامله عندما يصدر شهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم الحائز لها.

ج- **أسهم للأمر:** للشركة أن تصدر أسهما للأمر ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم لا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع قيمة السهم.<sup>1</sup>

4-2 **تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم:** يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

- **أسهم عينية:** هي تلك الأسهم التي يتم الحصول عليها بشكل عيني وليس نقدي كالتنازل عن حصة عينية مقابل الحصول على سهم، ولقد اشترط القانون أن يتم سداد قيمة هذه الأسهم بالكامل عند الاكتتاب وفي الغالب يتم إصدار هذه الأسهم للمؤسسين أصحاب فكرة تأسيس الشركة.

- **أسهم نقدية:** هي تلك الأسهم التي يتم الحصول عليها بشكل نقدي، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

- **أسهم مجانية:** هي الأسهم التي توزع على قدامى المساهمين كبديل عن نصيبهم في الأرباح - التوزيعات النقدية - ويتم ذلك بتحويل جزء من الاحتياطات أو الأرباح المحتجزة إلى رأس المال.<sup>2</sup>

- **أسهم عادية:** هي صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة وتعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة، والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا وقرر مجلس إدارة الشركة توزيع جزء منها أو كلها وفي حالة تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة السهم العادي بعد صرف مستحقات حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة.<sup>3</sup>

- **أسهم الممتازة:** هي شكل من أشكال الملكية من الماحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة هي:

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند.

- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في تصويت إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم.

<sup>1</sup> عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010، ص 20-22.

<sup>2</sup> محمد عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

<sup>3</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية استثمار بورصة، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر، الأردن، 2010، ص: 100.

- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها التصفية قبل حملة الأسهم الممتازة، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

هناك عدة مزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدر دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند وهناك ميزات أخرى للأسهم الممتازة. منها ميزة الأرباح الموزعة التراكمية التي في حالة عدم توزيع الشركة أرباح في سنة ما على حملة الأسهم الممتازة لعدم تحقيق أرباح كافية، فإن الأرباح المستحقة لتلك السنة تنقل إلى السنة التي تليها، أي أنه يتطلب من الشركة في السنة القادمة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة، والمستحقة قبل أن تقوم بتوزيع أية أرباح على الأسهم العادية، وهذا يحفظ حق حملة الأسهم الممتازة في الأرباح المستحقة المقررة لهم بغض النظر عن مستوى أرباح الشركة.

وللأسهم الممتازة أنواع هي:<sup>1</sup>

- **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح** : وهي الأسهم التي لا يكون لحاملها حق المطالبة بالكوبونات التي لم يعلن عنها في السنوات السابقة .

- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح** : وهي الأسهم التي يحصل حاملها على نصيب تلك الأسهم في الأرباح وبعدها يشارك حملة الأسهم العادية في التوزيعات المقررة لهم .

- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل** : وهي الأسهم الممتازة التي يحق لحاملها تحويلها إلى أسهم عادية أو سندات وذلك وفقا للإجراءات محددة مسبقا.

- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء**: وهي الأسهم الممتازة التي يحق للشركة استردادها من حاملها مقابل سعر استرداد محدد مسبقا يكون أكبر من سعر إصدار السهم.

بعد التعرض لأنواع الأسهم والمفاهيم المختلفة للسهم يمكن التعرض لمزاياها والمخاطر التي تتعرض لها كما يلي

<sup>1</sup> - محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص:39، ص:40.

الجدول رقم (01-02) مزايا ومخاطر الأسهم.

المخاطر التي يتعرض لها حامل السهم	المزايا التي يحصل عليها حامل السهم
<p>- مخاطر تقلب أرباح الشركة مما يعني تقلب العائد على السهم.</p> <p>- مخاطر انخفاض سعر السهم في السوق مما يعني ضياع استثمارات حامل السهم.</p>	<p>- زيادة قيمة السهم كلها زادت قيمة الشركة، مما يعني حصول المستثمر على العائد المناسب على استثماراته.</p> <p>- الحصول على نسبة من أرباح الشركة وذلك عند إجراء توزيعات للأرباح أما عن طريق التوزيعات النقدية أو توزيع أسهم مجانية.</p>

المصدر: محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

المطلب الثاني: أدوات الدين ( السندات )

تعد السندات من أدوات الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية وتمثل أدوات مديونية وهي تتميز عن غيرها من الأدوات الأخرى بخصائص وأنواع.

1- ماهية السندات:

1-1: تعريف السند:

هناك تعريف عديدة للسندات إلا أنها تؤدي نفس المعنى، وفيما يلي بعض التعاريف:

-**التعريف الأول:** "السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقترض " مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند قيمة الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد.<sup>1</sup>

-**التعريف الثاني:** السند هو: "أداة افتراضية ذات أجل محدد يعطي الحق لحامله في تلقي دفعات دورية تمثل الفائدة على المبلغ الأصلي المدفوع للجهة المصدرة للسند وله تاريخ استحقاق محدد.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998، ص 29.

<sup>2</sup> محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 43.

-**التعريف الثالث:** يعتبر السند شهادة التزام يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة الالتزام لحامله عند تاريخ استحقاق معين مثبتا على الشهادة إضافة لسعر الفائدة محدد مسبقا.<sup>1</sup>

## 1-2: المفاهيم الأساسية في السندات:

أ- **القيمة الاسمية:** وهي عبارة عن قيمة المبلغ الذي تقتضيه المنشأة مقابل السند الواحد، وتلتزم بتسديده في تاريخ الاستحقاق، وهي قيمة ثابتة لا تتغير.

ب- **القيمة السوقية:** وهي سعر السند في السوق المالي، وهي قيمة متغيرة تخضع لعوامل العرض والطلب، وقد تكون أكبر من، تساوي، أو أقل من القيمة الاسمية.

ج - **معدل الفائدة على السند أو كوبون السند:** وهي الفائدة المدفوعة على السند، وتدفع عادة بشكل سنوي، أو نصف سنوي، وتحسب الفائدة كنسبة مئوية من القيمة الاسمية، ولذلك فإن الفائدة على السند = معدل الفائدة على السند × القيمة الاسمية .

فإذا كانت القيمة الاسمية للسند = 1000 و.ن ومعدل الفائدة 15% ، فإن الفائدة السنوية = 0.15 \* 1000 و.ن يحصل على دفتين قيمة كل منهما 75 و.ن.

د- **تاريخ الاستحقاق:** وهو تاريخ استرداد المستثمر للقيمة الاسمية للسند، وتسمى هذه الفترة وقت إصدار السند بتاريخ الاستحقاق الأصلي، فإذا كانت هذه الفترة مثلا 15 سنة وتم إصدار السند في عام 2000 فإن معنى ذلك أن المستثمر يحصل على القيمة الاسمية في عام 2015<sup>2</sup>

## 2- خصائص السندات:

للسندات خصائص نذكر منها:

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.

- لحامل السند الحق في الحصول على العائد ، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.

- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.

- تحقق السندات ميزة ضريبة للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة بالإضافة إلى خصائص أخرى للسندات وهي:

<sup>1</sup> جميل سالم الزيداني، أساسيات في الجهاز المالي المنظور العلمي، دار وائل للنشر جامعة عمان الأهلية، الأردن، 1999، ص224.

<sup>2</sup> فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان ، 2010، ص112.

- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة ، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى .
- كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكثر.
- إن الفترة الطويلة لتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.
- إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.<sup>1</sup>

### 3- أنواع السندات:

تنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن تقسيم السندات وفقا للمعايير التالية:

#### 3-1 السندات حسب الجهة المصدرة

وتنقسم إلى:

- 3-1-1 السندات الحكومية ( سندات الخزينة المركزية ): والتي هي وثائق الدين العام طويلة الأجل، تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة.

وتلجأ الحكومات إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة التقليدية ( الرسوم والضرائب ودخول الدومين العام )، وتفضل السلطات المالية الاعتماد على القروض العامة بدلا من الإصدار الجديد لتمويل هذا العجز.

وتنقسم القروض العامة إلى نوعين رئيسيين هما:

- أ- القروض الإجبارية: التي تفرض على شرائح دخلية معينة في ظل الصعوبات المالية غير اعتيادية.
- ب- القروض الاختيارية ( المحلية والخارجية ): والتي تعتمد في تصريف سنداها على ميزات الأمان والاعتبارات الضريبية، خاصة وأنها مضمونة من قبل الحكومة وسلطاتها المالية المركزية ومدعمة بتسهيلات إدارية مختلفة.<sup>2</sup>

- 3-1-2: السندات الخاصة: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه ومن أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص 291

<sup>2</sup> محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، 2006، ص 112.

من السندات الحكومية وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضاً من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

### 2-3-2 السندات من حيث القابلية للتحويل إلى أسهم

المقصود بها قابلية تحويل السند إلى أسهم ومن هذا المدخل تنقسم السندات إلى:

**1-2-3 سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** وهي السندات التي ينص عقد إصدارها وموافقة حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية.

**2-2-3 سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم:** وهي السندات التي لا يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

### 3-3 السندات حسب طريقة السداد:

يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد هما:

**1-3-3 سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:** حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

**2-3-3 سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:** وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

### 4-3 من حيث الضمان

والمقصود بذلك الضمان الذي يحصل عليه حامل السند وتنقسم من حيث الضمان إلى:

**1-4-3 سندات مضمونة:** من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض.

**2-4-3 سندات غير مضمونة:** وهي السندات التي تصدر بدون ضمان عيني وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

### 5-3 من حيث العائد

تنقسم السندات من حيث العائد الذي يمكن الحصول عليه إلى:

**1-5-3 سندات ذات عائد ثابت:** وهي السندات التي ينص عقد إصدارها على عائد ثابت محدد ويتم احتساب الفائدة على أساس هذا العقد.

**2-5-3 سندات ذات عائد متغير:** وهي السندات التي يتم فيها تغيير معدل العائد عليها كل فترة معينة.

#### 4- اهتلاك السندات

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

**4-1 السداد الجزئي للسندات:** تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل أجل استحقاق القرض الجزئاً، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها وبناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

**4-2 تكوين احتياطي اهتلاك السندات:** قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهتلاك السندات وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية، ويشكل هذا الاحتياط بعدة طرق أهمها:

- تخصيص مبلغ يكفي للاهتلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.

- كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.

- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

**4-3 السداد التدريجي:** تصدر بعض الشركات نوعاً 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 تقسيم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجياً وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

بعد التعرض لمفاهيم المختلفة للسندات وأنواعها يمكن التعرض لمزاياها وعيوبها والمخاطر التي تتعرض لها كمايلي:



الجدول رقم (02-02) مزايا ومخاطر السندات

المخاطر التي يتعرض لها حامل السند	المزايا التي يحصل عليها حامل السند
<ul style="list-style-type: none"> <li>- مخاطر عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها لسداد العائد الدوري أو أصل السند.</li> <li>- مخاطر ارتفاع معدل العائد على أدوات الاستثمار الأخرى " الأسهم ووثائق صناديق الاستثمار، وشهادات الإيداع الدولية" مقابل ثبات العائد على سندات مما يجعلها أقل.</li> <li>- انخفاض سعر بيعها في السوق في الأجل الطويل.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- الحصول على عائد سواء بمعدل ثابت أو متغير حتى وإن كانت الشركة حققت خسائر.</li> <li>- يكون لحامل السند حقوق الدائنين مما يعني أن السند حصة في قرض "دين على الشركة" وليس حصة في أصول الشركة.</li> <li>- الأولوية على حملة الأسهم عند بيع أصول الشركة في حالة التصفية.</li> <li>- الإعفاء الضريبي للعائد على سندات .</li> <li>- الحق في الحصول على قيمة السند "القيمة الاسمية" في تاريخ محدد مسبقا.</li> <li>- لا يحق لحامل السند التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية للمساهمين أو الحصول على حصة من الأرباح.</li> </ul>

المصدر: محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 45

5- الفرق بين الأسهم والسندات

مما سبق ذكره من مفاهيم لكل من الأسهم والسندات يمكن رصد الفوارق التالية الملخصة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (02-03) مقارنة بين الأسهم والسندات.

السند	السهم
- دين على الشركة.	- جزء من رأسمال الشركة.
- حامل السند دائن بقيمة السند.	- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته.
- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة عند التصفية، ولا يشترط أن يكون مادفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو نقصان.
- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.	- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.
- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لتخضع للضريبة.	- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.
- حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو الحضور الاجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.
- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.	- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الاصدار هو ما يعرف بعلاوة الإصدار.

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأسمال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات

1998، ص 44-45.

### المطلب الثالث: المشتقات المالية

تعد المشتقات المالية من أدوات سوق الأوراق المالية وستعرض في هذا المطلب إلى تعريفها و أنواعها.

#### 1- تعريف المشتقات المالية:

تعرف على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات والسلع.<sup>1</sup>

وعرفها صندوق النقد الدولي: "المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري".

- ويمكن أن نلخص مفهوم المشتقات المالية كما يلي:

- هي عقود.

- يتم تسويتها بتاريخ مستقبلي.

- لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود.

- تعتمد قيمتها ( المكاسب / الخسائر ) على قيمة الأصل موضوع العقد.

#### 2- أنواع المشتقات:

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

**1-2: عقد الخيار:** هو عقدين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع أو محرر الخيار وبموجبه يعطي للطرف

الأول أي المشتري الحق في أن يشتري ( إذ رغبت ) من الطرف الثاني أي المحرر أو يبيع (إذا رغبت ) للطرف

الثاني أصلاً معيناً بسعر معين وفي تاريخ معين حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول بدفع

علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني، وهي عبارة عن مكافأة غير قابلة للرد وليست جزءاً من قيمة الصفقة،

وعقد الخيار نوعان:<sup>2</sup>

أ- خيار الشراء يعطي الحق لمالكة بشراء أي من الموجودات المالية.

ب- خيار البيع الذي يعطي الحق لمالكة في بيع الموجودات المالية لمحرر الخيارات بسعر محدد في المستقبل.

<sup>1</sup> احمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في اسواق المال، دار الجامعة، 2003، ص211.

<sup>2</sup> حاكم محسن الربيعي، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار البازوري، العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص17.

ومن بين الخيارات خيار أوروبي وآخر أمريكي وأن الفرق بينهما هو أن الأول لا ينفذ إلا في تاريخ محدد أما الخيار الأمريكي فيمكن أن ينفذ في أي لحظة منذ شرائه حتى تاريخ التنفيذ المحدد.

**2-2: العقود المستقبلية:** يعرف العقد المستقبلي على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة و التحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال.

**2-3: العقود الآجلة:** هي عقد شراء أو بيع كمية محددة بمواصفات محددة بتاريخ مستقبلي متفق عليه عند إنشاء العقد.

- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

الجدول رقم (02-04) أهم الفروقات بين العقود الآجلة والمستقبلية:

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
- غير منظمة.	- المتاجرة بها تكون منظمة.
- تتعامل بها المؤسسات فقط.	- يتعامل بها البنوك والأفراد.
- لا تنتقل من مالك إلى آخر.	- تنتقل من مالك على آخر بفارق في الهامش.
- المتاجرة بها تكون عن طريق الهاتف أو الفاكس.	- يتاجر بها في بيئة تنافسية لها فعاليات العرض والطلب.
- التسوية تكون في تاريخ محدد.	- التسوية تكون يومية.
- سعر التسليم هو السعر الآجل.	- سعر التسليم هو السعر الحالي.
- تكون حسب طلب الزبون (غير نمطية).	- هي أدوات معيارية ( نمطية ).
- يتاجر بها في البورصات الموازية .	- يتاجر بها في البورصات المنتظمة.
- ليس لها سوق ثانوية	- نقدم لها خدمات السوق الثانوية.

المصدر: حاكم الربيعي، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص:344.

**2-4: عقود المبادلات:** عقد المبادلة هو اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو حقوق، ويتعهد أن بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منها لطرف آخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما اتجاه الطرف الثالث بالعقد أو المقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول، وتسمى الأطراف التي توافق على الدخول في المبادلة.

### 3- أهمية المشتقات:

وتظهر أهمية المشتقات من خلال مايلي<sup>1</sup>:

- ابتداء طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية والتي يمكن من خلالها عزل أو إدارة المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة بها بشكل مستقل وبكفاءة عالية.
- دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعاً الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.
- تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات وخدمات وغيرها وذلك من خلال قيام المعارف بعمليات التحوط والمضاربة وصناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية.
- قيام مدير المالية في الشركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات الفائدة على التزامات ذات فائدة ثابتة بأداة ذات أسعار فائدة متغيرة والغرض من هذه العملية هو أما تقليل نسبة الالتزامات ذات الفائدة الثابتة وزيادة الالتزامات ذات الفائدة المتغيرة في الهيكل المالي للشركة أو لتقليل عبء مدفوعات الفائدة الثابتة إذا انخفضت أسعارها.
- تقليل التكاليف لكل من المصدرين والمستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمار وتنوعها إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة لهم وتقليل مخاطر الخسارة .

<sup>1</sup>-حاكم الربيعي ، مرجع سبق ذكره،ص:21.

## المبحث الثاني: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

يوجد أسلوبان شائعان في تحليل الأوراق المالية هما التحليل الفني والأساسي وما يمكن ملاحظته هو أنهما يختلفان من حيث فلسفة التحليل التي يقومان عليهما.

### المطلب الأول: التحليل الفني

سنترك في هذا المطلب إلى مفهوم التحليل الفني وأدواته

#### 1- مفهوم التحليل الفني

هو دراسة التغيرات التي طرأت على سعر السهم في فترات تاريخية سابقة بهدف التنبؤ بما سيكون عليه السعر بالمستقبل باعتبار أن السعر يعكس كافة المعلومات المتاحة عن السهم. وبناء على ذلك يتم اتخاذ القرار الاستثماري سواء بشراء السهم أو بالتخلص منه بالبيع أو الاحتفاظ به لفترات أخرى وقد يؤدي التحليل الفني عمله بشكل أفضل في الظروف العادية والطبيعية للسوق وقد يستفيد المضارب منه أكثر من المستثمر، ويفضل أن يتم الاعتماد على هذا النوع من التحليل بشكل أقل في الظروف الاستثنائية.

يقوم التحليل الفني على دراسة حركة أسعار الأسهم وأحجام التداول ومؤشرات السوق من خلال متابعة متخصصة لتلك الأسعار باستخدام الرسوم البيانية أو إجراء بعض المقاييس بهدف التعرف على اتجاه الأسعار في المستقبل.

ونظراً لما يتميز به التحليل الفني من سرعة وسهولة بالتطبيق فقد تظهر أهميته عند الحاجة إلى اتخاذ قرار سريع بسبب بعض المتغيرات المفاجئة كازدياد حجم المعلومات وسرعة انتقالها وتأثيرها على حركة السعر وردود أفعال المستثمرين تجاهها خلال فترة وجيزة، وهذه الحالة يمكن أن يعمل التحليل الفني كمرآة لرد فعل المستثمرين حركة سعر السهم.<sup>1</sup>

#### 2- أدوات التحليل الفني

يستخدم التحليل نوعين من الأدوات للتحليل حيث يهتم النوع الأول بتحليل أسعار السوق بهدف قياس القوة النسبية للسوق وتحديد الأسعار فيها أما النوع الثاني فيهتم بتحليل أسعار الأسهم بهدف تحديد السهم الممكن الاستثمار فيه وفي الوقت المناسب.

#### 2-1 أدوات التحليل الفني لأسعار السوق

يقصد بذلك الأدوات التي تهدف إلى قياس القوة النسبية للسوق وتحديد اتجاه الأسعار فيه (صعوداً ونزولاً)

<sup>1</sup> سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم حالة سلطنة عمان، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2013، ص 183-184.

وهناك ثلاثة مقاييس:

-مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين

-مقاييس وجهة النظر المضادة

-مقاييس المستثمر المحترف

### 2-1-1 مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين

وهي تعطي مؤشر الاتجاه الحركية المستقبلية في أسعار الأسهم ومن أبرز تلك المقاييس مايلي:

أ-مؤشر بارون Barrons Confidence Index

ويطلق عليه أيضا مؤشر الثقة ويمكن حسابه كمايلي:

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد الأوراق المالية مرتفعة الجودة}}{\text{عائد الأوراق المالية متوسطة الجودة}} \times 100$$

-إذا كانت قيمة مؤشر الثقة في صعود،فإن هذا يعني أن الحالة الاقتصادية العامة جيدة،وأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الصعود في المستقبل،وأن التوقيت ملائم للشراء والعكس صحيح.

-عيوب مؤشر بارون أنه يركز على جانب الطلب على السند كمحدد للعائد بينما يتجاهل عوامل أخرى كحجم المعروض النقدي.

ب-مؤشر المستويات العليا والدنيا High-Lowe Index

$$\text{مؤشر المستويات العليا والدنيا} = \frac{R}{R + R^*} < 1$$

حيث:

عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل. R:

عدد الأسهم التي حققت مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل. R\*:

-إذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الواحد الصحيح،يكون ذلك دليلا على أن عدد أكبر من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل،والعكس إذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الصفر.

-عندما تكون قيمة المؤشر أقل من 1،0 فإن ذلك يعد بمثابة مؤشر على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار،أما إذا كانت قيمته أكبر من 0,9 فإن هذا يعد بمثابة مؤشر على بلوغ حالة الصعود في الأسعار إلى نهايتها وهي طريقها للانخفاض.

- يعطي المؤشر للمستثمر المعلومات التي يريدتها بشأن توقيت قرار الاستثمار وما إذا كان قرار بالبيع أو بالشراء

### ج- مؤشر الارتفاع والانخفاض Advanced-Décline Ratio

يقيس هذا المؤشر ميل المستثمرين بالنسبة لعدد الأسهم التي سجلت ارتفاعا في قيمتها السوقية إلى عدد الأسهم التي سجلت انخفاضا، ويحسب هذا المؤشر كما يلي:

عدد الأسهم التي حققت صعودا

مؤشر الإرتفاع والإنخفاض =

عدد الأسهم التي حققت صعودا أو هبوطا

-عندما تكون النسبة 0,6، فإن ذلك يعد مؤشرا على أن الاتجاه الصعودي للسوق يقترب من نهايته

-إذا ما بلغت النسبة 0,35، فإن هذا يعني أن الاتجاه النزولي بلغ نهايته وأن الأسعار تتجه نحو الارتفاع.

د- مؤشر اتساع السوق

يقيس مؤشر اتساع السوق عدد الإصدارات التي زادت كل يوم وعدد الإصدارات التي زادت كل يوم وعدد الإصدارات التي انخفضت وهذا يساعد على توضيح سبب التغير في اتجاه مؤشرات ويحسب هذا المؤشر كما يلي:

عدد الأسهم الصاعدة - عدد الأسهم الهابطة

مؤشر اتساع السوق =

عدد الأسهم المتداولة

يعد مؤشرا للسوق وذلك على أساس أنه يكشف عن مدى التقلب في أسعار الأسهم معرفة ما إذا كانت حركة هذا المؤشر تسير جنبا إلى جنب مع حركة مؤشرات مماثلة أم لا، وعليه إذا اتضح أن مؤشرا على أن الاتجاه الصعودي للأسعار سوف يستمر وذلك بدرجة عالية.<sup>1</sup>

### 2-1-2 مقاييس وجهة النظر المضادة

تقوم مقاييس وجهة النظر على اعتقاد مؤداه أن هناك مجموعة من المستثمرين عادة ماتتخذ قرارات استثمارية خاطئة، خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول، وبناء عليه فإن الإستراتيجية الناجحة تقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين، وعلى ضوءها تتخذ قرارات عكسية ومن أكثر تلك مقاييس شيوخا مؤشرا توازن الكميات الكسرية.

أ/مؤشر توازن الكميات الكسرية

يقصد بالكمية التي تتضمنها في بورصة نيويورك، صفقات البيع والشراء التي يبرمها صغار المستثمرين، والتي تقل الكمية التي تتضمنها عن 100 سهم في مقابل 25 سهم في السوق المصرية.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 189.



$$\frac{\text{مبيعات الكميات الكسرية}}{\text{مشتريات الكمية الكسرية}} = \text{مؤشر توازن الكميات الكسرية}$$

ووفقا لذلك المؤشر إذا كانت القيمة أكبر من مشترياتهم، أما إذا كانت القيمة أقل من الواحد الصحيح حينئذ تكون مبيعاتهم أقل من مشترياتهم.

### 2-1-3 مقاييس المستثمر المحترف

يقصد بالمستثمر المحترف المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكذا كبار المديرين والملاك وعادة ما يتولد عنها عائد متميز نتيجة حصولهم على معلومات من المؤسسات لا تتاح لغيرهم، وعلى ضوء تلك المعتقدات التي يؤكدونها الواقع يصبح تتبع قرارات هؤلاء المستثمرين ومحاكاتها أمرا ذات مغزى.

وهناك عدة مقاييس تستخدم لمعرفة اتجاهات المستثمرين المحترفين منها ما يلي:

أ/ مؤشر البيع على المكشوف للمتخصصين

يحسب مؤشر البيع على المكشوف للمتخصصين وفق الصيغة التالية:

$$\frac{\text{المبيعات على المكشوف للمتخصصين}}{\text{مجموع المبيعات على المكشوف}} = \text{مؤشر البيع على المكشوف للمتخصصين}$$

يقيس هذا المؤشر احتمال درجات ارتفاع وانخفاض الأسعار في المستقبل حيث يصل المتوسط التاريخي لبورصة نيويورك إلى 0,55 لذا فعندما تصل النسبة إلى حوالي 0,6 فإن الفنيين يفسرونها على أن المتخصصين في شك بشأن احتمال ارتفاع الأسعار في المستقبل، أما عندما تصل النسبة إلى أكثر من 0,65 فإن هذا يعد مؤشر من وجهة نظرهم على أن أسعار السوق في طريقها إلى انخفاض مؤكد، ومن ناحية أخرى إذ كانت النسبة أقل من 0,45 فإن هذا مدعاة الاعتقاد أن أسعار السوق ستأخذ طريقها نحو الصعود.

أما إذا كانت أقل من 0,3 فإن هذا يعني أن من المؤكد أن الأسعار تتجه نحو الصعود.

ب/ مؤشر الكميات الكبيرة

يقصد بها الصفقات التي تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار، والتي عادة ما تكون في حدود 50 ألف سهم أو أكثر من الصفقة الواحدة، ونظرا لأن إدارة تلك الاستثمارات عادة ما يتولاها محترفون يحققون عوائد متميزة.

ويحسب وفق الصيغة التالية:

$$\text{مؤشر الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية}}{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية}}$$

إن قيمة هذا المؤشر تتراوح بين الصفر والواحد كلما اقتربت قيمة المؤشر من الصفر كان ذلك مؤشرا لاتجاه الأسعار نحو الانخفاض أما إذا اقتربت قيمة المؤشر من الواحد الصحيح فإن أسعار السوق تكون متجهة نحو الصعود.<sup>1</sup>

## 2-2 أدوات التحليل الفني لأسعار الأوراق المالية

هناك بعض الفنيين أو ما يطلق عليهم براسمي الخرائط يعتقدون بأن حركة التغير في سعر السهم عادة ما تأخذ نمطا متميزا، يمكن من خلاله التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل.

### 2-2-1 مؤشر القوة النسبية للسهم

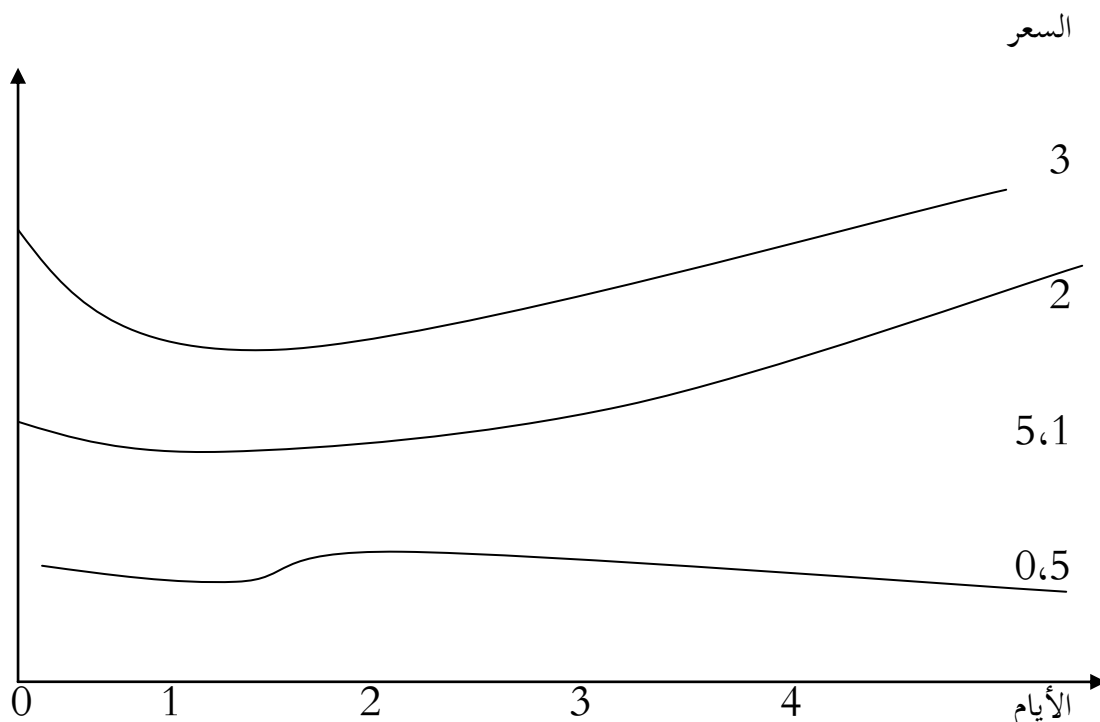
تشير القوة النسبية للسهم إلى درجة تقلب سعر السهم مقارنة بمؤشر ما للسوق أو مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم، إذ يمكن تقسيم الأسهم في هذا الصدد إلى أسهم تتصف بقوة نسبية ومن ثم يتولد عن هذه الأسهم عائد متميز، وهي تلك الأسهم التي تتميز بارتفاع سعرها بشكل كبير عندما يكون السوق هبوطي أما الأسهم التي لا تتسم بقوة نسبية فيحدث لها العكس.

ولبناء مؤشر أو خريطة القوة النسبية يتم إيجاد نسبة سعر السهم إلى مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم، كما هو مبين في الشكل الموالي<sup>2</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مركز دلنا للطباعة، الإسكندرية، 2000، ص 231-233.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 154.

الشكل رقم (02-01) مؤشر القوة النسبية للسهم



المصدر: سكر رابح، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة تيارت، 2010، ص 44

### 2-2-2 مؤشر المتوسط المتحرك

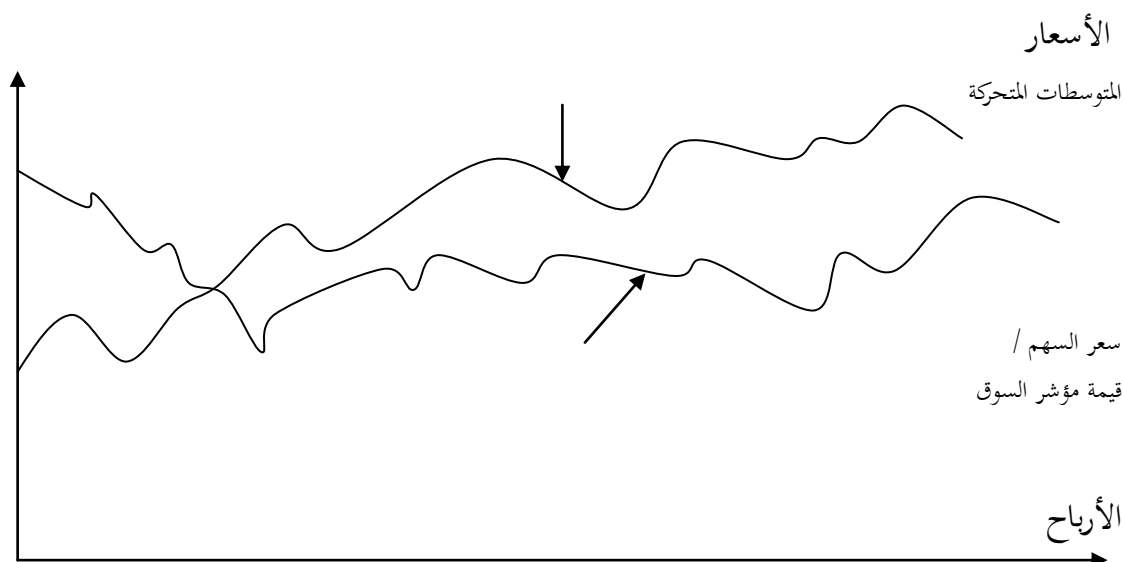
يعتبر هذا النوع الشائع الاستخدام في التحليل سواء على مستوى سوق الأوراق المالية أو على مستوى السهم الفردي والهدف منه معرفة كل من اتجاه التغير ومعدله ويعد حساب متوسط السعر يمكن حساب متوسط السعر الجديد من خلال استبعاد المشاهدة الأولى وإضافة مشاهدة جديدة ثم تكرر هذه العملية يوميا (أو أسبوعيا) وبهذا يمكن التوصل إلى خط السعر الذي يتداول به السهم في البورصة بالمتوسط المتحرك فيستدل من ذلك على عمليات البيع والشراء.

الحالة الأولى (عملية الشراء) إذا كان السعر الحالي يرتفع مرورا بالمتوسط المتحرك عند الكمية العليا.

الحالة الثانية (عملية البيع) إذا كان السعر الذي يتداول يتجه إلى الأسفل مرورا بالمتوسط المتحرك للسعر.

وتحدث عمليات الشراء إذا حدث عكس النقاط السابقة يوضح ذلك الشكل التالي:

الشكل رقم (02-02) مؤشر المتوسط المتحرك



المصدر: عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2003-2004، ص 292-293.

المطلب الثاني: التحليل الأساسي

التحليل الأساسي يرى أن أسعار الأسهم الظاهرة في السوق ليست سوى نتيجة للعوامل الحقيقية وراءها وهي عوامل متعلقة بالعرض والطلب، وأي محاولة للتنبؤ بالأسعار تتطلب البحث في الأسباب والنتائج

1- تعريف التحليل الأساسي

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.<sup>1</sup>

2- المدخل البديلة للتحليل الأساسي

ويتضمن التحليل الأساسي ثلاثة مراحل:

المرحلة الأولى التركيز على تحليل الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية والتأثير المحتمل على سوق الأوراق المالية، المرحلة الثانية تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة

<sup>1</sup> محمود رائد أبو طربوش، الاحتيال والبورصة، طبعة الأولى العالمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 31.

الصناعة المرحلة الثانية تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواحدة أما المرحلة الأخيرة التحليل على مستوى مؤسسات بهدف معرفة أفضل المؤسسات داخل الصناعة الواحدة والتي يوصى المحلل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.

## 2-1 تحليل الظروف الاقتصادية

من المعترف به أن للظروف الاقتصادية العامة تأثير على مستوى أسعار الأوراق المالية وفي هذا الصدد هناك عدد من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي ينبغي أن تحظى باهتمام المحللين في مقدمتها السياسة المالية والسياسة النقدية إضافة إلى المعلومات المتاحة عن التضخم وعن الناتج المحلي الإجمالي.<sup>1</sup>

### 2-1-1 السياسة المالية

يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومي وهو ما يعني أن لتلك السياسة شقين هما الإيرادات والنفقات نظراً لأن الضرائب تعد قاسماً مشتركاً لموارد موازنات غالبية الدول.

فعادة ما تكون محور الاهتمام بهدف في الوقوف على كيفية تأثيرها على أسواق رأس المال كما يلي:

**الحالة الأولى:** إذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح المؤسسات فإن هذا من شأن أن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية وهو ما يترتب عليه ارتفاع أسعار الأسهم.

**الحالة الثانية:** إذا ما لجأت الحكومة إلى رفع معدل الضريبة على أرباح المؤسسات فإن هذا من شأنه أن يترك أثراً سلبياً التي تتمثل في تقلص موازنة الدولة وهو ما يتسبب عادة في حدوث التضخم وتوجه أسعار الأسهم نحو الهبوط.<sup>2</sup>

يعني هذا السياسة الحكومية تعد عاملاً رئيسياً في توجيه أسعار الأسهم.

### 2-2-2 السياسة النقدية

تتمثل في درجة سيطرة الدولة على كمية النقود المتداولة-المعروضة-من خلال الإجراءات الرقابية الممارسة من طرف البنك المركزي عن طريق ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة، أسعار إعادة الخصم ونسبة الاحتياط القانوني، والسياسة النقدية تعتبر عامل مؤثر في حركة تداول الأوراق المالية وتطور أسعارها في السوق، انطلاقاً من مبدأ انتقال الصدمات النقدية إلى مختلف الأسواق حسب ما يراه الكنزيون والتقليديون على حد السواء. وزيادة المعروض من النقود بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب على الاستثمار، الذي يستخدم كمعدل خصم في معادلة تسعير الأوراق المالية، وهو ما ينجم عنه انخفاض أسعار الأوراق

<sup>1</sup> نادر إبراهيم في 2015/03/19 على 15:00 <http://blogs.mubasher.info/mode/154>

<sup>2</sup> -إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 55.

المالية، لذلك لا بد على المحلل المالي أن يتنبأ بالتأثير الصافي لزيادة المعروض النقدي على أسعار الأوراق المالية.

إلا أن هناك من يرى أن أسعار الأوراق المالية هي التي تتحكم في السياسة النقدية للدولة، مثل ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1991، إذ انخفضت أسعار الأوراق مما أدى إلى ظهور أصوات تنادي بخفض سعر الفائدة من خلال زيادة عرض النقود.<sup>1</sup>

### 2-2-3 معدل التضخم

من المفترض أن يكون للتقارير الشهرية عن معدل التضخم أثرها على أسعار الأوراق المالية المتداولة.

فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً من شأنها أن تترك أثراً عكسياً في تلك الأسعار وذلك لسببين أحدهما مباشر ولآخر غير مباشر

أ/المباشر: ويتمثل في أن التقارير عن معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية.

ب/الغير مباشر: فمرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلاً من تكلفة إحلالها، ففي فترات التضخم يتوقع أن يسفر ارتفاع معدل التضخم عن انخفاض في القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية.

وهناك سبب آخر غير مباشر، فقد يسود اعتقاد بين المتعاملين بأن زيادة حدة التضخم قد تدفع بالبنك المركزي للحد من عرض النقود، وانخفاض مستوى الإنفاق على السلع والخدمات بالتبعية.

### 2-2-4 الناتج المحلي الإجمالي

يمكن تعريف الناتج المحلي الإجمالي بأنه قيمة السلع والخدمات المنتجة على عرض أرض الدولة بموارد محلية أو أجنبية سواء كانت تلك الموارد مالية أو بشرية أو في أي صورة أخرى.

ومن المؤكد أن للتقارير عن حجم الناتج المحلي الإجمالي تأثيراً على أداء السوق، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من النشاط الاقتصادي الحقيقي حركة التعامل على الأسهم، ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000، ص 177-178.

<sup>2</sup> سكر رابع، مرجع سبق ذكره، ص 44.

وهناك مؤشرات يمكن الاعتماد عليها للتنبؤ بما سيكون عليه الناتج المحلي الإجمالي من بينها: متوسط عدد ساعات العمل الأسبوعي للعاملين في القطاع الصناعي، وعدد طلبيات الشراء للمواد الخام والمنتجات المصنعة، و عقود شراء المعدات والآلات، التصاريح الخاصة لبناء وحدات سكنية جديدة.

## 2-2 تحليل ظروف الصناعة

عادة ما ينصرف تحليل ظروف الصناعة على مسألتين أساسيتين هما: تعريف وتصنيف الصناعة والوقوف على الاعتبارات أو الجوانب الأساسية التي ينبغي أن يتركز عليها التحليل ثم الأدوات الأساسية لتحليل ظروف الصناعة.

### 2-2-1 تعريف وتصنيف الصناعة

قبل القيام بتحليل ظروف الصناعة ينبغي أولاً تعريف الصناعة ذاتها، وأيضاً تحديد موقعها أي تصنيفها بالنسبة لباقي الصناعات، وبالنسبة لتعريف الصناعة.

#### أ- تعريف الصناعة

ونعني بتعريف الصناعة أي تصنيفها لباقي الصناعات وبالنسبة للتعريف عادة ما ينصرف طبيعة المنتج الذي تقدمه ثم مصدر المنافسة التي تواجهها.

#### ب- تصنيف الصناعة

من المعروف أن الظروف الاقتصادية العامة تؤثر على كافة القطاعات أو الصناعات ولكن هذا لتأثير متباين من صناعة إلى صناعة ومنه يمكن تصنيف الصناعات حسب تأثرها بالظروف الاقتصادية.

- الصناعات النامية: هي الصناعات المتجهة نحو النمو، حيث أنها تمتاز بالنمو المتزايد بمعدلات تفوق معدل نمو الاقتصاد القومي ككل وعادة ما يتوفر هذا النموذج أو التصنيف في صناعات أنظمة المعلومات والتقنية العالية.<sup>1</sup>

- الصناعات الهجومية: وهي الصناعات التي ترتبط بالظروف الاقتصادية ارتباطاً وثيقاً وتتأثر بشدة الظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد وتتمثل تلك الصناعات في صناعات السلع المعمرة حيث أنها تتأثر بالحالة المالية للمستهلك في حالة الكساد يؤجل قرار الشراء مما يؤدي إلى تأثر تلك الصناعة.

- الصناعات المتدهورة: وهي تلك الصناعات التي لا تحقق أي معدل من معدلات النمو أو تنمو بمعدلات أقل من معدل نمو الاقتصاد.

<sup>1</sup> سكر رابع، مرجع سبق ذكره، ص 47-48.

- **الصناعات الدفاعية:** وهي تلك الصناعات التي تزدهر مع الرواج الاقتصادي وفي حالة الانكماش تنكمش بمعدلات أقل من معدل الانكماش الذي يصيب الاقتصاد مثل: صناعات المنسوجات والأغذية والدواء.

## 2-2-2 العوامل المؤثرة على الصناعة

عند دراسة وتحليل العوامل المؤثرة على الصناعة فينبغي على المحلل تحديد السمات الرئيسية لكل صناعة والتعرف عليها جيدا ثم دراسة العوامل المؤثرة عليها.

أ/ **التحليل التاريخي للصناعة:** والمقصود بها دراسة التطور التاريخي للصناعة من حيث حجم المبيعات، والأرباح الناتجة ويمكنه التعرف على المرحلة التي تقف عليها داخل دورة حياة الصناعة ومن خلال التحليل يمكن للمحلل الوقوف على مجموعة من النقاط مثل: اتجاهات منتجات الصناعة في الماضي والمستقبل، تحديد الحصص التسويقية من حجم السوق والصادرات إلى الخارج، كما يمكن معرفة معدلات نمو الصناعة واحتمالات التغير في المستقبل ومدى تأثيرها بالمنتجات المستوردة من حيث السعر والأرباح.

ب/ **حجم الطلب والعرض على منتجات الصناعة:** فبدراسة حجم الطلب والعرض على الصناعة يمكن التعرف على الطاقات الإنتاجية المتاحة داخل الصناعة محلل الدراسة ومعرفة الطلب عليها هل هو الطلب المتنامي. أم أنه يأخذ اتجاه الهبوط وهل يمكن للصناعة تغطية التوسعات في الطاقات الإنتاجية لها بعد تحديد الفجوة التسويقية، والقدرة على المنافسة.

ج/ **المنافسة:** المقصود بها هنا المنافسة التي تواجهها الصناعة سواء كانت منافسة محلية أو عالمية وكذلك دراسة إمكانية دخول منافسين جدد إلى تلك الصناعة وما هي إمكانيات ظهور صناعة جديدة منافسة ويحكم العملية التنافسية القدرة التنافسية للصناعة وذلك من خلال تميز المنتج و انخفاض التكلفة والقدرة على التسويق وتغطية فجوات السوق إن وجدت.<sup>1</sup>

د/ **التكنولوجيا المستخدمة:** وهي دراسة ما إذا كانت الصناعة تعتمد على الأيدي العاملة أم تعتمد على التكنولوجيا والآلات الحديثة، ومدى قدرة الصناعة على التسليح بالتكنولوجيا الحديثة مما يتيح لها القدرة على المنافسة.

هـ/ **التدخل الحكومي:** مدى تدخل الحكومة في الصناعة إذا تم اعتبارها أنها صناعة إستراتيجية وأثر تدخل الحكومة في تسعير منتجات تلك الصناعة وقد يكون التدخل الحكومي تدخل مباشر من خلال مزاوله

<sup>1</sup> - محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 123-125.



نشاط الحكومة بنفسها أو تدخل حكومي غير مباشر من خلال الإشراف والمراقبة مما يؤثر حركة الاستثمار بالنسبة للتدخل الحكومي في الصناعة.

### 2-2-3 أدوات تحليل ظروف الصناعة

من أكثر أدوات تحليل ظروف الصناعة شيوعاً، تحليل دورة حياة الصناعة والتنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة والتنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة.

#### أ- دورة حياة الصناعة

يقصد بدورة حياة الصناعة دورة حياة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة، وتعد هذه واحدة من أدوات التحليل التي تأخذ في الحسبان العديد من الاعتبارات الأساسية في تحليل الصناعة وتمكن تصنيف دورة حياة الصناعة إلى أربعة مراحل هي:

#### - مرحلة الظهور (الانطلاق)

ويقصد بها ولادة صناعة جديدة، وفي هذه المرحلة تكون المبيعات عند حدها الأدنى والتي تتصف بالنمو السريع وتنشط جهود البحوث والتطوير لتحسين المنتج أو إحداث تنويع في موديلاته، كما تتجه الصناعة إلى بدأ حملات إعلانية ضخمة للتعريف وتوعية الجمهور بالمنتج الجديد، ورغم أن المنافسة عادة ما تكون عند حدها الأدنى، في عمليات المؤسسة قد تتعرض لخسائر.

#### - مرحلة النمو السريع

في مرحلة النمو السريع تظهر نماذج أو موديلات مختلفة من المنتج، ويزداد حجم المبيعات بشكل ملحوظ ويزداد معه الأرباح المتولدة، غير أن الجانب الأكبر من تلك الأرباح يحتجز للمساهمة في تمويل مزيد الاستثمار في الآلات، ويتصف بالنمو البطيء بالمقارنة بالمرحلة السابقة ولكنه أسرع بالمقارنة بالحالة الاقتصادية العامة.

#### - مرحلة النضوج

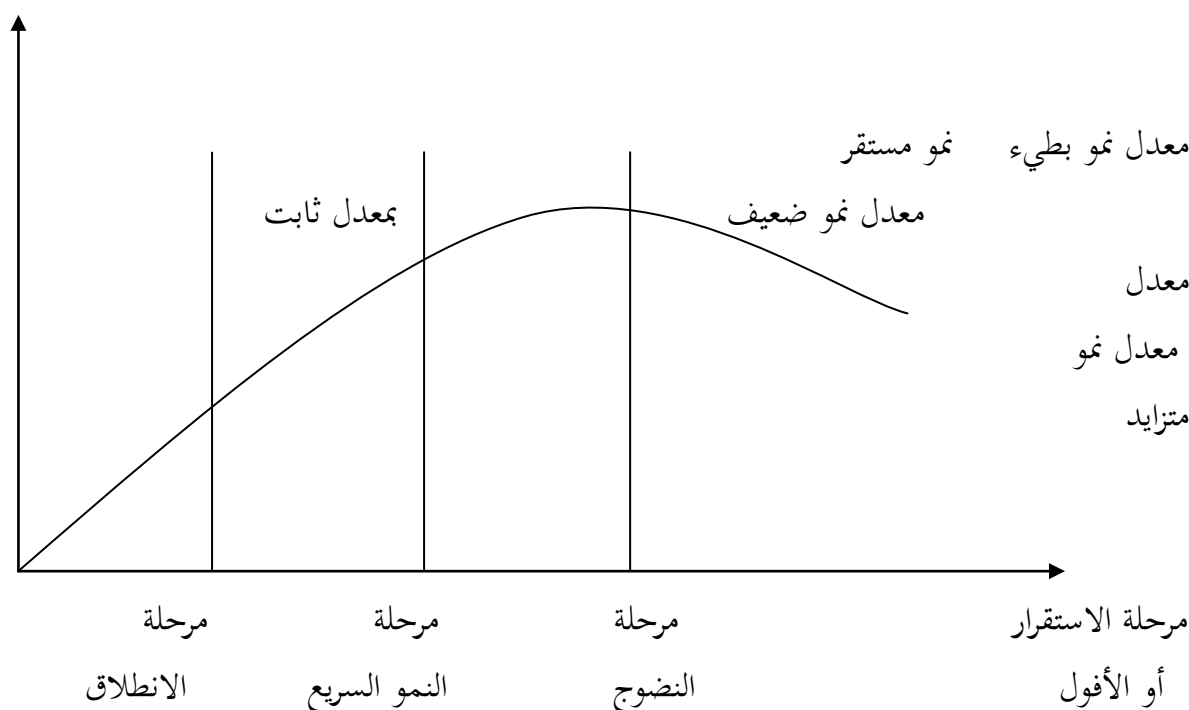
وهي تتصف بأن معدل النمو لا يتجاوز معدل النمو في الاقتصاد العام وتمثل هذه المرحلة نهاية سنوات النمو السريع في حجم مبيعات الصناعة، ويصبح النمو قمي المستقبل مرهون بأحداث معينة مثل تغير إيجابي في أذواق المستهلكين، أو نجاح الصناعة في الدخول إلى أسواق جديدة.

- مرحلة الاستقرار أو الأفول

حيث تتصف بأن معدل النمو للصناعة أقل من معدل النمو الاقتصادي أي في حالة انكماش وتقلص وكذلك تتسم تلك المرحلة بالاستقرار عدد الوحدات المباعة على مستوى الصناعة وعلى مستوى المنشآت المكونة لها، دون أن تبدو على الصناعة مظاهر الأفول.<sup>1</sup>

الشكل رقم (02-03) مراحل دورة حياة الصناعة

المبيعات



المصدر: عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 272.

ب- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة

يقوم التنبؤ في هذا الصدد على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) والتي تعد الأساس الذي يقتضي أولاً إيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (متغير تابع) وبين العوامل المؤثرة عليه (المتغيرات المستقلة) ستظهر العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات التابعة في صورة معادلة خط الانحدار.

$$Dx = a + b_1c_1 + b_2c_2 + \dots + b_nc_n$$

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 270 -

حيث:  $x$ : تمثل حجم المبيعات  $a$ : تمثل قيمة ثابتة  $b$ : تمثل معامل الانحدار للمتغير المستقل  $c$ : تمثل المتغير المستقل.

إذا كانت المعادلة المستخدمة هي الأساس في التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة، فإنها تمثل الخطوة الأساسية لتقدير المبيعات المتوقعة لكل مؤسسة من مؤسسات الصناعة وذلك عند القيام بالتحليل على مستوى المؤسسات الفردية.

### 2-3 تحليل المركز المالي للمؤسسة

يتناول التحليل الأساسي على مستوى المؤسسة تحليل ودراسة الاختلافات والمتغيرات المالية الأساسية لتقدير القيمة الحقيقية للمؤسسة، وتمثل هذه المتغيرات فيما يلي:

#### 2-3-1 تحليل القوائم المالية المقارنة

يهدف تحليل القوائم المالية المقارنة إلى الكشف عن التطورات التي حدثت في البنود الخاصة بتلك القوائم، خلال فترة معينة عادة ما تكون سنة، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من القوائم المقارنة، الميزانية العمومية المقارنة، وقائمة الدخل المقارنة ويقصد بالميزانية العمومية المقارنة تلك الميزانية التي تتضمن مقارنة بنود ميزانيتين عموميتين في سنتين متتاليتين لنفس المؤسسة، أو مقارنة بنود ميزانية مؤسسة ما مع مؤسسة أخرى أو مع متوسط الصناعة، وتمكن أن تكون المقارنة بالنسب المالية وينبغي على المستثمر أن يعطي التغيرات الجوهرية التي يسفر عنها التحليل مزيداً من الاهتمام، وقد يضطر في سبيل ذلك إلى تحليل القوائم المالية عن عدد أكبر من السنوات، لمعرفة ما إذا كانت تلك التغيرات تمثل اتجاهها أم أنها تغيرات طارئة، وهذه بالطبع أمور لها أهميتها لقرار الاستثمار في الأوراق المالية للشركة المعنية، ويطلق على هذا النوع من التحليل بالتحليل الأفقي خلال فترتين أو أكثر، وهو بذلك يختلف عن التحليل الرأسي الذي ينصرف إلى دراسة العلاقة بين بنود الميزانية خلال فترة معينة، ويتطلب التحليل الرأسي إيجاد النسبة بين قيمة كل بند في الميزانية وبين القيمة الكلية لكافة البنود، وهو ما يسهم في الكشف عن جوانب أخرى من المركز المالي للمؤسسة.<sup>1</sup>

#### 2-3-2 التحليل بالنسب المالية

يستند التحليل بالنسب المالية على استخدام المعلومات المالية الخاصة بالشركة للتنبؤ بمدى مقدرة الشركة على تحقيق الأرباح المخططة، ولكن التحليل بالنسب المالية هي مجرد أداة يمكن أن تساعد المستثمر في اختيار الأسهم التي يستثمر فيها، حيث يمكنه التعرف على جوانب القوة والضعف في الأوضاع المالية للشركة سواء في الماضي أو الحاضر، وبهذا يمكنه التطرق للمستقبل الخاص بهذه الشركة.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 179-190

المطلب الثالث: الفرق بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

يختلف التحليل الفني عن التحليل الأساسي في عدة جوانب من حيث المفهوم والهدف والافتراضات و أدوات التحليل الرئيسية وغيرها من المتغيرات نوجزها في الجدول الآتي:

جدول رقم (02-05) مقارنة بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

وجه المقارنة	التحليل الفني	التحليل الأساسي
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها)	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المؤسسة.
الهدف	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية	-تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض. -تحديد الأسهم المسعرة بأقل قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر.
الافتراضات	-تحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب. -العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية. -أن السوق أفضل متنبأ لنفسه.	-أن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف. -يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.

	<p>- أن التحرك من سعر توازن إلى آخر سيستغرق بعض الوقت.</p> <p>- أن سوق رأس المال غير كفاء.</p>	
<p>-عوامل اقتصادية عامة مثل:</p> <p>النتاج القومي ،أسعار الفائدة، أسعار الصرف،النفقات الرأسمالية.</p> <p>-عوامل متعلقة بالصناعة مثل:دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة،الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية.</p> <p>-عوامل متعلقة بالمؤسسة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات الملاحظات.</p>	<p>عوامل السوق نفسه مثل:</p> <p>-أسعار الأوراق المالية</p> <p>-حجم التداول</p> <p>-عدد الصفقات وحجمها</p> <p>-سلوك المستثمرين</p> <p>-عمليات البيع على المكشوف</p> <p>-التوقيت الزمني</p> <p>-اتساع السوق</p> <p>-الجو النفسي</p>	<p>مصادر البيانات الخاضعة للتحليل</p>
<p>-المؤشرات الاقتصادية العامة</p> <p>-دورة حياة الصناعة</p> <p>-التنبؤ بحالات النمو</p> <p>-تحليل الظروف المنافسة</p> <p>-تحليل التطورات التكنولوجية</p> <p>-القوائم المالية المقارنة</p> <p>-تحليل السلاسل الزمنية</p>	<p>-مؤشرات ميول المستثمرين(نفسية)</p> <p>-مؤشرات تدفقات الأموال</p> <p>-مؤشرات هيكل السوق</p>	<p>أدوات التحليل الرئيسية</p>

<p>-التحليل الرئيسي للقوائم المالية</p> <p>-تحليل النسب</p> <p>-التحليلات الخاصة</p>		
<p>-تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبيا مقارنة بالتحليل الفني.-</p> <p>توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة.</p> <p>-صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني</p>	<p>-وفرة عدد المحللين الفنيين يجد من منفعة هذا الأسلوب.</p> <p>-يحتاج الأمر بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ.</p> <p>تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب الظروف البيئية المتغيرة.</p>	<p>حدود استخدامها</p>

المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، ص 253-254.

### المبحث الثالث: تقييم أدوات سوق الأوراق المالية

إن عملية تداول الأوراق المالية ينجم عنها جملة من المخاطر الناجمة عن الاستثمار فيها لذا لا بد من اعتماد مناهج وطرق تقييمية لهذه الأدوات للوقوف عند أداء هذه الأدوات داخل البورصة.

#### المطلب الأول: تقييم الأسهم

هناك العديد من الطرق لتقييم الأسهم نذكر منها مايلي:

#### 1- عملية تقييم الأسهم الممتازة

إن قيمة السهم الممتاز هي القيمة الحالية للتوزيعات النقدية التي يتسلمها حامل السهم، وحيث أن السهم الممتاز له نصيب محدود من الأرباح بحد أعلى أو أدنى فإن طريقة تقييمه تختلف عن طريقة تقييم السهم العادي ويمكن حساب قيمة السهم الممتاز من خلال تطبيق المعادلة التالية :

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \text{ت/خ}$$

حيث:

ت: تمثل التوزيعات النقدية المتأتية من السهم الممتاز.

خ: تمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار

إن معدل العائد المطلوب عن الاستثمار هو معدل العائد الذي يطلبه حاملوا الأسهم والذي يعتمد

على مدى المخاطرة بأن تتعرض الشركة للإفلاس، أي أنه يأخذ باعتباره خطورة الاستثمار في الشركة.

## 2 - تقييم الأسهم العادية

تعتبر عملية تقييم الأسهم العادية أكثر تعقيدا من تقييم الأسهم الممتازة أن يعزى ذلك إلى إمكانية تذبذب أسعار الأسهم العادية صعودا وهبوطا أكبر منها في أسعار الأسهم الممتازة وفي سوق المال هناك طرق كثيرة لمحاولة تقييم الأسهم العادية، لكن قبل عملية استعراض هذه الطرق، نتعرف على عوامل التقييم.

**1-2 عوامل التقييم:** هناك العديد من العوامل التي تؤثر على عملية تقييم الأسهم العادية من أهمها:

- **قدرة الشركة على تحقيق الأرباح:** فكلما كانت قدرتها أكبر على تحقيق الأرباح كلما اتجه سعر السهم إلى الارتفاع والعكس بالعكس.

- **التوزيعات النقدية على المساهمين:** تحقيق الشركة لأية أرباح لشايعني بالضرورة إجراء عملية توزيع كل هذه الأرباح أو جزء منها على المساهمين، فلكل شركة سياسة معينة خاصة بها بالنسبة لعملية التوزيعات التي تقررهما للمساهمين .

- **اتجاهات النمو في الأرباح:** عند دراسة اتجاهات النمو في الأرباح فإنه يتوجب الأخذ بعين الاعتبار التي تتحقق من العمليات المتعلقة بطبيعة العمل نفسه حيث يتم استبعاد أي أرباح عرضية ناتجة عن عمليات ليست من طبيعة عمل الشركة.

- **معدل العائد المطلوب:** على الاستثمار والذي يمثل معدل الفائدة السائد بالإضافة إلى معدل خطورة الاستثمار في الشركة وبالتالي فمعدل العائد يختلف وفقا لمعدلات الفائدة السائدة ونسبة الخطورة التي يحملها كل سهم.

**2-2 طرق التقييم:** هناك العديد من الطرق التقييم المتبعة لتقدير القيمة الحقيقية للسهم العادي من أهمها<sup>1</sup>:

**1-2-2 نموذج التوزيعات:** في البداية فإننا سوف نقوم بإعطاء فكرة عن مفهوم القيمة الحالية وكذلك الأرباح المحققة والأرباح الموزعة قبل أن نبدأ في شرح ماهية هذه الطريقة.

<sup>1</sup> حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار زاهر للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 122.

أ- القيمة الحالية: يقوم مفهوم القيمة الحالية على أساس فكرة بسيطة مؤداها ان الدينار الذي يتم استلامه بتاريخ اليوم قيمته أكبر من الدينار الذي سيتم قبضه بعد سنة من الآن، وذلك لسبب أن الدينار الذي يستلم اليوم يمكن استثماره والحصول على عائد من وراء هذا الاستثمار، وعلى العكس تماما في حالة دفع النقود فإن الدينار الذي ينفق اليوم هو أكثر قيمة من الدينار الذي ينفق بعد سنة من الآن، وبالتالي فإن كلتا الحالتين تعكسان مانسميه القيمة الزمنية للنقود والتي تعني أن قيمة الدينار تتغير بمرور الوقت. إن معدل الفائدة يعتبر من العوامل الرئيسية التي تتحكم في القيمة الحالية، فكلما كان معدل الفائدة أعلى كلما أدى ذلك إلى أن تكون القيمة الحالية أقل.

$$\text{إذن القيمة الحالية} = \frac{\text{القيمة الاسمية}}{(1+ع)^ن}$$

حيث:

ع: تمثل معدل الفائدة.

ن: عدد السنوات.

وهكذا فانه إذا كان لدينا عدة دفعات تستحق على فترات مختلفة تكون القيمة الحالية لهذه الدفعات هي عبارة عن تراكم للدفعات.

وبإمكاننا استخدام المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الحالية للدفعات} = \frac{1}{(1+ع)^1} + \frac{2}{(1+ع)^2} + \frac{3}{(1+ع)^3} + \dots + \frac{3}{(1+ع)^3}$$

ولتجنب العمليات الحسابية المعقدة والمطولة، فإن بالإمكان استخدام جداول القيمة الحالية والتي تعطينا القيمة الحالية لمبلغ نقدي قيمته الاسمية دينار واحد عند معدلات فائدة مختلفة.

ب- الأرباح المحققة: هناك عدة طرق لتقدير أرباح الشركة المستقبلية منها مايعتمد على التنبأ بالمبيعات والمصاريف المتعلقة بها ومنها مايعتمد على دراسة النتائج في السنوات الماضية واستخراج المتوسطات الحسابية وتحديد الاتجاهات إلى غير ذلك.

انه مايهمنا هو نصيب السهم الواحد من أرباح الشركة والذي تم التوصل عليه من خلال قسمة صافي الربح الخاص بالمساهمين العاديين على عدد الأسهم العادية.

ولتحليل مدى ربحية السهم فهناك العديد من النماذج يتم إتباعها غلا أن من أكثر هذه النماذج استخداما النموذج التالي:

$$\text{ربحية السهم} = \text{القيمة الدفترية للسهم} \times \text{معدل العائد على حقوق الملكية.}$$



أما بالنسبة لمعدل نمو ربحية السهم فيمكن التنبؤ به من خلال تطبيق المعادلة التالية:

$$\text{معدل نمو ربحية السهم} = \left( \frac{1}{\text{ح م}} \times \frac{1}{\text{ق}} \right) - 1$$

حيث: "ق" تمثل القيمة الدفترية للسهم في السنة الماضية.

"ق1" القيمة الدفترية في السنة التالية.

"ح م" معدل العائد على حقوق الملكية في السنة الماضية.

"ح م1" معدل العائد على حقوق الملكية في السنة التالية.

**ج- الأرباح الموزعة:** لا يستطيع أي شركة أن توزع أرباح على مساهميها في السنة أو السنوات التي تحقق

فيها خسائر، فالأرباح المحققة تعتبر المنبع الأصلي الذي تؤخذ منه أي توزيعات على المساهمين.

إن صافي أرباح الشركة إما أن يذهب إلى الأرباح المحتجزة أو يوزع على المساهمين.

عموما فإن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يتوقف على العوامل التالية:

- مقدار الأرباح المحققة بعد خصم الضريبة، سواء كانت الأرباح ناتجة عن أعمال تتعلق بطبيعة أعمال

الشركة أم أرباح عرضية.

- نسبة التوزيعات النقدية على المساهمين من إجمالي الأرباح المحققة، حيث يتم اقتراح هذه السنة من قبل

مجلس إدارة الشركة.

**- مفهوم النموذج:** يقوم هذا النموذج على أساس أن القيمة الحقيقية للسهم تعكس المكاسب التي يحصل

عليها المستثمر سواء كانت في صورة توزيعات نقدية أو أرباح رأسمالية يستلمها عند بيعه للسهم.

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{1}{(م+1)^1} + \frac{2}{(م+1)^2} + \frac{2}{(م+1)^2} + \frac{3}{(م+1)^3} + \frac{3}{(م+1)^3}$$

حيث: "ز" تمثل التوزيعات المتوقعة في السنة الأولى.

"-ز2" التوزيعات المتوقعة في السنة الثانية.

"-م" معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

"-ح3" سعر بيع السهم بعد ثلاث سنوات ( إذا أراد المستثمر بيع السهم بعد ثلاث سنوات مثلا)

**- حالات معدل نمو التوزيعات النقدية:** هناك ثلاثة حالات لمعدل نمو التوزيعات النقدية :

**أ - معدل النمو الثابت:** تأمل الشركات أن تقوم بإجراء توزيعات نقدية في كل سنة أكثر من السنة التي

قبلها، وبالتالي تأمل هذه الشركات أن يكون هناك نموا ثابتا في معدل التوزيعات وإذا أردنا احتساب القيمة

الحقيقية للسهم في حالة معدل النمو الثابت فإننا نستخدم المعادلة التالية:

$$\frac{1}{(و-م)} = \text{القيمة الحقيقية}^1$$

حيث: "ز" تمثل التوزيعات في السنة القادمة.

"-م" معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

"-و" معدل نمو التوزيعات النقدية.

ب- عدم وجود نمو في التوزيعات: في حالة ثبات التوزيعات النقدية على المساهمين نفس المعادلة

السابقة المستخدمة في حالة النمو الثابت مع إلغاء معدل نمو التوزيعات النقدية ، فتصبح كمايلي:

$$\frac{ز}{م} = \text{القيمة الحقيقية للسهم}$$

ج - معدل النمو غير الثابت: هناك الكثير من الشركات التي لا تقوم بإجراء توزيعات نقدية في السنوات

الأولى من عمرها لأنها تفضل إعادة استثمار الأرباح المحتجزة لديها، ولكنها بعد ذلك قد تقوم بإجراء

توزيعات بمعدلات تختلف من سنة لأخرى.

$$\frac{ز(1+و)^{1+ن}}{(م-و+1)} + \frac{ز(1+و)}{(م+1)} + \frac{ز(1+و)^2}{(م+1)^2} + \dots = \text{القيمة الحقيقية للسهم}$$

حيث تمثل "ز ن" قيمة التوزيعات في السنة الأخيرة.

## 2-2-2 طريقة مضاعف الأرباح

أ- مفهوم مضاعف الأرباح: تعتبر طريقة مضاعف الأرباح هي الأكثر استخداما في عملية تقدير القيمة

الحقيقية للسهم ، إن مضاعف الأرباح يعكس معدل سعر السهم بالنسبة إلى الأرباح السنوية للشركة

وبالتالي فإن:

$$\text{مضاعف الأرباح} = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{نصيب السهم من الأرباح السنوية}}$$

ومن المعروف أنه كلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان السهم أكثر جاذبية للاستثمار، حيث أن

مضاعف هذا يمثل عدد السنوات التي يضطر المستثمر أن ينتظرها حتى يتمكن من استرجاع رأسماله، وفي

الأسواق المالية عادة فإن مضاعف الأرباح الذي يتراوح بين 12 - 16 مرة يكون مقبولا وكلما كان أقل من

12 كلما كان أكثر جاذبية للاستثمار<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> حسني علي خربوش، مرجع سبق ذكره، ص 146.

وتختلف قيمة المضاعف من يوم لآخر أو من فترة لأخرى تبعاً للتغيير الذي يجري في سعر إقبال السهم في نفس اليوم الذي جرت فيه عملية التقييم.

وقد يجري مقارنة قيمة مضاعف الأرباح لأي شركة من شركات مع مضاعف الأرباح الشركات المنافسة أو مضاعف نموذجي للأرباح كما أنه قد تجري عملية المقارنة هذه بين قيمة مضاعف الأرباح للسنوات الماضية في نفس الشركة.

### ب- تحديد سعر السهم على أساس المضاعف

يمكن استخدام المعادلة التالية لتحديد القيمة الحقيقية للسهم

القيمة الحقيقية للسهم = مضاعف الأرباح × نصيب السهم من أرباح السنة القادمة.

إن هذه المعادلة قد تم استخدامها من معادلة مضاعف الأرباح وتحديد نصيب السهم من أرباح السنة الحالية فإمكانه الوصول إلى تقدير القيمة الحقيقية للسهم ونلاحظ أننا نأخذ بعين الاعتبار على أساس نصيب السهم من الأرباح المتوقع تحقيقها في السنة القادمة، والسبب في ذلك يعود أن سعر السهم يتأثر بالأرباح التي يتوقع تحقيقها مستقبلاً.

### المطلب الثاني: تقييم السندات

نعني بتقييم السندات حساب القيمة الحالية لها، والقيمة الحالية للسند تتكون من القيمة الحالية لدفعات الفائدة المستقبلية التي يحصل عليها حامل السند زائد القيمة الحالية للقيمة الاسمية التي يحصل عليها المستثمر في تاريخ الاستحقاق، وحساب القيمة الحالية للسند إذا كانت الفوائد عليه تدفع سنوياً، تتبع الخطوات التالية<sup>1</sup>:

- حساب الفائدة السنوية على السند بضرب سعر الفائدة على السند في القيمة الاسمية.

- تحديد معدل العائد المطلوب أو معدل الخصم الذي يتناسب مع مستوى المخاطرة في السندات، وهذا المعدل يساوي العائد الخالي من المخاطرة زائد علاوة تتناسب مع مستوى المخاطرة.

- حساب القيمة الحالية لدفعات الفائدة و القيمة الاسمية باستخدام الفائدة و معدل المطلوب وذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$V = \frac{I1}{(1+r)} + \frac{I2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{p}{(1+r)^n} + \frac{In}{(1+r)^n}$$

- حيث أن القيمة الحالية للسند VB.

<sup>1</sup> فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 114.

- دفعات الفائدة السنوية I.
- معدل العائد المطلوب R .
- فترة استحقاق السند n.
- القيمة الاسمية للسند p.

وبما أن دفعات الفائدة السنوية في المعادلة السابقة متساوية أي أن :  
فأنه يمكن إعادة كتابة هذه المعادلة على الشكل التالي :

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{I1}{(1+r)^i} + \frac{P}{(1+r)^n}$$

ذكرنا أن سعر السند يرتبط بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة، كيف إذن يتغير معدل العائد الذي يحصل عليه مع تغير سعر السند يمكن تقسيم العائد على السند إلى نوعين رئيسيين:  
أ- العائد الإجمالي على السند.  
ب- عائد فترة الاستحقاق.

أ- **العائد الإجمالي على السند:** يتكون العائد الإجمالي على السند من جزئين هما:  
- معدل العائد الحالي.  
- عائد الأرباح الرأسمالية.

ويحسب معدل العائد الحالي ( أو عائد الفائدة ) بقسمة الفائدة السنوية من السند على القيمة السوقية للسند ( القيمة الحالية ) أي أن:

$$\text{معدل العائد الحالي} = \frac{\text{الفائدة على السند}}{\text{القيمة السوقية للسند}}$$

أما عائد الأرباح الرأسمالية فهو عبارة عن معدل العائد الناتج عن وجود علاوة أو خصم على السند، ويحسب كالتالي:

$$\text{عائد الأرباح الرأسمالية} = \frac{\text{سعر السند في نهاية الفترة} - \text{سعر السند في بداية الفترة}}{\text{سعر السند في بداية الفترة}}$$

ب- **عائد فترة الاستحقاق:** يعرف عائد فترة الاستحقاق بأنه متوسط العائد الذي يحصل عليه المستثمر إذا اشترى السند في تاريخ معين، واحتفظ به حتى نهاية فترة استحقاقه.  
إن هذا العائد يسمى بعائد فترة الاستحقاق ويحسب باستخدام المعادلة التقريبية التالية:

$$YTM = \frac{I + \frac{p-m}{n}}{\frac{2p+m}{3}}$$

حيث أن:

.I= الفائدة على السند

.P= القيمة الاسمية للسند

.M= القيمة السوقية للسند

.N= القيمة الاستحقاق

### المطلب الثالث: تقييم المشتقات

لقد تعرفنا على المشتقات وأنواعها فلا بد لنا من معرفة تقييم المشتقات سنتطرق إليها في هذا المطلب.

#### 1 - تقييم الخيارات

شهدت نظرية تسعير الخيارات قفزات علمية كبيرة منذ عام 1970 نتيجة للمساهمات للنظرية التي قدمها كل من BLACHE- SCHOLES-MERTON عام 1973 بصيغة رياضية لتسعير الخيارات وكذلك المساهمة التي قدمها WILLIAM SHARPE لتطوير نموذج BIMOMIAL علما أن كلا النموذجين لهما هدف واحد يكمن بتحديد النظرية العادلة للخيار.

#### 1-1 نموذج BLACKE- SCHOLE S - MERTONE MODEL

اعتمد النموذج على افتراضات مضادها أن سعر السهم ( ) محل عقد الخيار يأخذ التوزيعات اللوغاريتم الطبيعي، كما أن معدل العائد الخالي من المخاطرة ( ) والانحراف المعياري لعائد السهم ( ) ثابتة خلال فترة نفاذ الخيار، هذا بجانب عدم وجود كلفة صفقة وضريبة وأن الخيار ينفذ على النمط الأوروبي وطبق النموذج

في هذه الحالة وجود مقسوم أرباح ومنعدمة خلال فترة النفاذ وعلى وفق الآتي:

أ- في حالة غياب مقسوم الأرباح فإن صيغة النموذج لتسعير خيار الشراء هي:

$$c = soN(d1) - xe^{-rt}N(d2)$$

$$D1 = \ln(s/x) + (r + \frac{\delta^2}{2})T$$

$$D2 = d1 - \delta\sqrt{t}$$

إذن قيم  $N(d1)$ ,  $N(d2)$  تحسب من جداول التوزيعات الطبيعية للاحتمالات المتراكمة وكما  $r$  معدل العائد الخالي من المخاطرة ،  $\delta$  الانحراف المعياري، يعكس درجة التقلب بسعر السهم أما  $T$  تمثل نسبة

الزمن المتبقي من نفاذ الخيار إلى عدد أيام السنة ( T/12 ، T360 ) إذا كانت مدة الخيار بالأشهر.

ب- في حالة وجود مقسوم أرباح وفي هذه الحالة يتم تخفيض سعر السهم بنفس مقدار ناتج مقسوم الأرباح ( 4 % ) وفق الصيغة الآتية:<sup>1</sup>

$$NC = Se^{-yt}N(d1) - xe^{-rt}$$

$$D1 = \frac{m\left(\frac{s}{x}\right) + \left(r - y + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$D2 = d1 - \sigma\sqrt{t}$$

## 1-2 نموذج ثنائي الحدية BINOMIAL MODEL

يعد هذا النموذج من أبسط نماذج تسعير الخيارات تم تطويره من قبل وليم شارب ويفترض النموذج أن أسعار الأسهم محل الخيار إما أن ترتفع أو تنخفض وبمعدلات مختلفة، وعليه فإن احتمالات تحرك سعر السهم بحدين هي التي تتحكم بتوزيعات الاحتمالية للنموذج لذلك يسمى في بعض الأحيان بنموذج ثنائي الحالتين، يستخدم هذا النموذج في تسعير الخيارات لفترة الواحدة ولللفتين وعلى وفق التالي:

### أ- النموذج الثنائي للفترة الواحد ONE-PERIOD BINOMIAL MODEL

يفترض النموذج أن سعر خيار الشراء يتحدد للفترة المحصورة بين  $T_1 - T_0$ ، وعند تاريخ النفاذ لخيار الشراء فإن سعر السهم يأخذ إحدى القيمتين إما أن يرتفع بمقدار  $U$  ليصبح السعر  $U_s$ ، أو ينخفض بمقدار  $d$  ليصبح سعر السهم  $ds$  وعليه فإن قيمة خيار الشراء بتاريخ التنفيذ إما تكون  $C_u$  أو  $C_d$  وعلى وفق التالي:

$$C_u = \text{MAX}(0, U_s - x)$$

$$C_d = \text{MAX}(0, ds - x)$$

إن الصيغة الرياضية لاحتساب القيمة النظرية العادلة لخيار الشراء يتم تطويرها على أساس تكوين محفظة للتحوط تتكون من عدد من الأسهم ( $n$ ) لتمثل نسبة تحوط وخيار شراء واحد، وبشرط أن تكون المحفظة تحقق معدل عائد الخالي من المخاطرة ( $r$ ) ولذلك فإن قيمة المحفظة تحسب على وفق التالي:

<sup>1</sup> رشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2010، ص 364.

$$U_p = ns - c$$

إذ أن  $ns$  تمثل أصول المحفظة ،  $c$  تمثل الخصوم وعلى أساس أن قيمة المحفظة قائمة على شراء أسهم وبيع عقد خيار الشراء واحد وبتاريخ النفاذ فإن قيمة المحفظة إما تكون  $us$  إذا ارتفع سعر السهم أو تكون  $vd$  إذا انخفض سعر السهم وعلى وفق التالي:<sup>1</sup>

$$V_u = hus - cu$$

$$V_d = hds - cd$$

وبما أن نتيجة تصفية المحفظة واحدة بغض النظر عن سعر السهم وهي عائد خالي من المخاطرة لذلك إن  $V_u$  مساوية إلى  $V_h$  :

$$Hus - cu = hds - cd$$

وبناء على هذه المساوية فإن نسبة التحوط ( $h$ ) نحسب على وفق التالي:

$$H = \frac{cu - cd}{us - ds}$$

ولكون المحفظة خالية المخاطرة وتحقق عائد مساوي إلى عائد الخالي من المخاطرة فإن نمو بقيمة المحفظة يجب أن يكون بنسبة  $r$  وعليه قيمة المحفظة بتاريخ النفاذ وفقا لمعدل النمو الخالي من المخاطرة هي:

$$V = (hs - c)(1 + r)$$

وبما أن قيمة المحفظة في حالة ارتفاع السعر وانخفاضه متساوية في هذه الحالة اختيار أي منهما يعطي ذات النتيجة وسوف يتم التركيز على حالة الارتفاع لتعطي:

$$V(1 + r) = vu$$

$$(hs - c)(1 + r) = hus - cu$$

و بإحلال قيمة  $h$  بالمتساوية يتم الحصول على صيغة احتساب سعر خيار الشراء (القيمة النظرية العائدة) وعلى وفق التالي:

$$C = \frac{pcu + (1 - p)cd}{(1 + r)}$$

$$p = \frac{(1 + r - d)}{u - d}$$

أي أن القيمة النظرية العادلة لخيار الشراء دالة إلى سعر خيار الشراء في حالة الارتفاع و الانخفاض ومعدل العائد الخالي من المخاطرة.

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 366-369

ب- النموذج الثنائي لفترتين

سعر خيار الشراء بموجب هذا النموذج هو القيمة المخصومة بمعدل عائد خالي من المخاطرة للمتوسط الموزون سعريين محتملين للخيار في الفترة اللاحقة، على أن يتم احتساب هذين السعريين على أساس الفترة الواحدة. ولفرض زيادة واقعية نموذج الفترة الواحدة سوف يتم إضافة فترة أخرى للنموذج، وبذلك تزداد عدد النتائج المحتملة الحصول عليها في تاريخ النفاذ، وعبر الفترات  $t_0, t_1, t_2$ <sup>1</sup>.

فعلى سبيل المثال لو ارتفع السهم في  $t_0$  إلى  $U_s$  وفي الفترة  $t_1$  إما يرتفع السعر ليصبح  $U^2s$  أو ينخفض ليصبح السعر  $uds$  فإن سعر السهم في الفترة  $t_1$  إما أن يرتفع السعر إلى  $ds$  فإنه خلال الفترة  $t_1$  إما ينخفض مرة أخرى أو يعاود الارتفاع وفي أية حالة فإنه يصبح إما  $d^2s$  أو  $dus$  ، وعلى ضوء هذه الافتراضات فإن سعر خيار الشراء بتاريخ التنفيذ يكون على وفق التالي:

$$CU^2 = \text{Max}(0, u^2s - x)$$

$$CUd = \text{Max}(0, uds - x)$$

$$cd^2 = \text{Max}(0, d^2s - x)$$

والآن نفرض أن أسعار الأسهم في الفترة  $t_0$  ارتفعت لتصبح  $U_s$  وانخفضت إلى  $ds$  وأن الفترة المتبقية هي واحدة وباحتمال تحقق نتيجتين لكل منهما، فإن نموذج الفترة الواحدة هو الأنسب في حساب سعر خيار الشراء  $cu, cd$  وعلى وفق الآتي:

$$C_u = \frac{pcu^2 + (1-p)cud}{(1+r)}$$

$$C_d = \frac{pcud + (1-p)cd^2}{(1+r)}$$

وبتعويض قيمة كل من  $cu$  و  $cd$  في الصيغة الرياضية لحساب سعر الخيار للفترة الواحدة نحصل على سعر الخيار في حالة الفترتين وعلى وفق التالي:

$$C = \frac{p^2cu^2 + 2p(1+p)cud + (1-p)^2cd^2}{(1+r)^2}$$

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 369-371



## 2- تقييم المستقبلات

إن سعر العقد المستقبلي يعكس السعر المتوقع لأداة المالية العقد بتاريخ السنوية، لذا فإن السعر الفوري للأداة المالية هو العقد يستخدم كمؤشر لتحديد السعر المستقبلي (وهو السعر التفاوضي بين البائع والمشتري والذي يحدد وقت إنشاء العقد) إن العلاقة بين السعر الفوري والمستقبلي يمكن توضيحها من خلال تكافؤ العلاقة بينهما وعلى وفق الصيغة التالية:

$$F = S_0(1 + r)_{360}^t$$

إذ أن  $f$  تمثل السعر المستقبلي  $S_0$  السعر الفوري لأداة محل العقد،  $r$  معدل العائد الخالي من المخاطرة،  $t$  فترة العقد وعلى افتراض عدم تحقق توزيعات ربح خلال الفترة.<sup>1</sup> فعلى سبيل المثال يباع أحد الأسهم الآن بسعر 12 دينار فإذا تم تحرير عقد مستقبلي باستحقاق ثلاثة شهور، فما هو السعر المستقبلي إذا علمت أن معدل العائد الخالي من المخاطرة 4% سنويا.

$$F = 12(1 + 0.04)_{360}^{90} = 12,2$$

أما إذا كانت هناك توزيعات للربح (مقسوم الأرباح) خلال فترة إنشاء العقد فإنه يتصلب تعديل السعر المستقبلي وتخفيضه بمقدار ناتج مقسوم الأرباح  $d$  وعلى وفق الصيغة التالية:

$$(1 + r - d)_{360}^t \cdot F = S$$

فعلى سبيل المثال عقد مستقبلي باستحقاق ستة أشهر على سهم يباع في السوق الآن بسعر 80 دينار ويحقق ناتج مقسوم أرباح 3% سنويا، وعلى فرض أن معدل العائد الخالي من المخاطرة 7% سنويا فإن السعر المستقبلي للعقد.

$$F = (1 + 0.7 - 0.3)_{360}^{180} = 81.8$$

<sup>1</sup> ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 401-402

### خلاصة الفصل الثاني

تصنف الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية إلى سندات، أسهم ومشتقات، فالسندات تعتبر أداة دين يقرض المستثمر بموجبها مبلغاً من المال مقابل فائدة دورية، أما الأسهم فهي عبارة عن صكوك يحصل حاملها على حصة معينة في شركة من الشركات.

كما أن المعلومات التي تساعد على عملية التقييم تساهم بقدر كبير في تحقيق كفاءة السوق بحيث يمكن تحليلها وفق منهجين للتحليل، يركز الأول على دراسة السجل الماضي لتغير السعر الذي تباع به الأوراق المالية، لمعرفة ما سيكون عليه سعر الورقة المالية مستقبلاً ويعرف هذا التحليل بالتحليل الفني، والثاني يهتم بتحليل الظروف المحيطة بالشركة بالإضافة إلى تحليل ظروف الشركة في حد ذاتها وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي.

إن طرق تقييم الأوراق المالية عديدة متنوعة تختلف باختلاف المعلومات المتاحة عنها، فهناك طرق متعلقة بالتوزيعات النقدية للورقة المالية، ومنها ما يقوم على مبدأ الربحية، وهناك ما يقوم على القيمة الحالية للورقة المالية.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية حول مجمع صيدال

كان على الجزائر عندما تحولت إلى اقتصاد السوق أن تنشئ بورصة القيم التي تعتبر من ركائزه الأساسية، إذ أريد لها منذ إنشائها تنشيط السوق المالية من جهة ودفع برنامج الخوصصة من جهة أخرى من خلال إدخال المؤسسات ذات الأداء الجيد، فتم فتح جزء من رأسمال كل من مؤسسة رياض سطيف، ومؤسسة تسيير نزل الأوراسي والشركة القابضة كيمياء (مجمع صيدال حاليا)، فبذلك قررت الحكومة في 15 مارس 1999 إدراج مجمع صيدال في بورصة الجزائر نظر للصحة الحالية التي يتمتع بها والتي أهلتها لتوفير شروط الدخول إلى البورصة عن طريق فتح رأسماله بنسبة 20% للاكتتاب العام عن طريق تقنية العرض العمومي opv. للبيع

حيث تم الدخول الفصلي إلى البورصة في 17 جويلية 1999 ومنذ هذا التاريخ والأدوات المالية لمجمع صيدال تقيم على مستوى البورصة.

لذا سنتناول في هذا الفصل المباحث التالية:

**المبحث الأول:** بورصة الجزائر.

**المبحث الثاني:** عرض عام لمجمع صيدال.

**المبحث الثالث:** تقييم الأوراق المالية لمجمع صيدال في البورصة.

## المبحث الأول: بورصة الجزائر.

تعتبر بورصة الجزائر وليدة التطورات التي شهدتها الساحة الاقتصادية في فترة الإصلاحات، في إطار ما يعرف بإعادة هيكلة الاقتصاد الوطني لاسيما القطاع المالي منه، بهدف التحول نحو اقتصاد السوق، ومع بورصة الجزائر حديثة النشأة وذات خبرة تكاد تكون منعدمة إلا أن الدولة حاولت منذ انطلاقتها مواكبتها لنضرتها من البورصات العربية والعالمية خاصة في مجال تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية كانت أو خاصة، وذلك من خلال وضعها في إطار تشريعي محكم يكفل لها عملية التنظيم وفق هيئات وشروط لتدخل الغير بها.

### المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ونظام سيرها.

#### 1- نشأة بورصة الجزائر.

مرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر بالمراحل الآتية<sup>1</sup>

#### - المرحلة الأولى (1990-1992)

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذا إنشاء صناديق المساهمة، من جملة هذه الإجراءات أنشئت مؤسسة سميت شركة القيم المنقولة (S.V.M) كانت مهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول العظمى، لقد تأسست هذه المؤسسة بفضل صناديق المساهمة الثمانية\*، أما رأسمالها فلقد قدر بمبلغ (320000 دينار)، يدير المؤسسة مجلس إدارة مكون من 8 أعضاء يمثل أحد صناديق المساهمة.

#### - المرحلة الثانية (1992 إلى يومنا هذا)

لقد مرت هذه المؤسسة لفترة حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، تم في فبراير عام 1992 رفع رأسمال المؤسسة إلى (9320000 دينار) كما تم تغيير اسم (B.V.M) المؤسسة وأصبح بورصة الأوراق المالية

يتميز الوضع الحالي بوجود نص قانوني ينظم البورصة وهيئات تنظمها وتسييرها تتمثل في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، شركة إدارة بورصة القيم (SGBV)، المؤتمر المركزي على السندات "الجزائر للتسوية".

1- شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 79-80.

\* تتمثل هذه الصناديق الثمانية في: صندوق المواد الغذائية الفلاحية، صندوق المناجم، صندوق التجهيز، صندوق البناء، صندوق الكيمياء- البيروكيميا- الصيدلة- صندوق الاتصال الإلكترونيك والإعلام الآلي، صندوق الصناعات المختلفة-، صندوق الخدمات.

وفي عام 1993 تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر وذلك بموجب المراسيم التشريعية التالية:

- المرسوم التشريعي رقم 93/08/08 المؤرخ في 25/04/93 المتمم والمعدل للأمر المتضمن القانون التجاري والأحكام المتعلقة بشركات المساهمة.

- المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23/05/93 المتعلق بسوق الأوراق المالية حيث أقر هذا المرسوم إنشاء بورصة القيم المتداولة مقرها الجزائر العاصمة، واعتبرت المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات المصدرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة.

- المرسوم التشريعي رقم 176/94 المؤرخ في 13/07/93 الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم البورصة كوسطاء، وهم البنوك وشركات التأمين وصناديق المساهمة والتي حلت فيما بعد وعوضت بالشركات القايسة سنة 1995.

فهذه المرحلة سمحت بتوفير شروط مناسبة لقيام بورصة القيم المتداولة في الجزائر، أما الافتتاح الرسمي لبورصة الجزائر كان سنة 1995، تحت اسم بورصة القيم المتداولة.

2- تنظيم وسير بورصة الجزائر.

( COSOB ) 1-2- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

2-1-1- تقديم اللجنة

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 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 من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية بحسب كفاءاتهم في مجال المالية والبورصة، ولمدة أربع سنوات تبعا للتوزيع الآتي:<sup>1</sup>

- قاضي يقترحه وزير العدل.

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.

<sup>1</sup>التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ص 8، 11، على [www.cosob.org](http://www.cosob.org)، يوم 23/03/2015 على

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

## 2-1-2- مهام اللجنة

تسهر اللجنة على:

### - حماية المستثمرين في القيم المنقولة

تسهر اللجنة على 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 يقررها المصدر. بل تعني أن المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية صحيحة وكاملة لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكتتاب.

### - 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 والمؤمن المركزي على السندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وتسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكد مما يلي:

- 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.

### 2-1-3- 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 يلي:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي.  
- تسير محفظة القيم المنقولة.

- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤمن 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.

- حسن سير السوق.

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

- **السلطة التأديبية والتحكيمية:** تنشأ ضمن اللجنة غرفة تأديب وتحكيم تتكون من الرئيس وعضوين ينتخبان ضمن أعضاء لجنة وقاضيين يعينهما وزير العدل، ومن مهامها:

- **في مجال التأديبي:** تختص الغرفة بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية 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 الذي قد يحدث:
- بين الوسطاء في عمليات البورصة.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وزيائتهم.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة.

## 2-2- شركة إدارة بورصة القيم

### 2-2-1- تعريف شركة إدارة بورصة القيم

تعتبر شركة إدارة بورصة القيم المنقولة شركة خاصة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري في البورصة حيث تم تأسيسها في 25 ماي 1997 برأسمال يقدر بـ 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:

(BEA)- البنوك التجارية:- البنك الخارجي الجزائري

(CNEP)- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط

(BDL)بنك التنمية المحلية-

(BNA)- البنك الوطني الجزائري)

(BADR)- بنك الفلاحة والتنمية الريفية

VRION BANK- البنوك الخاصة

(CNR)- شركات التأمين :- الصندوق الوطني للتقاعد

(CNMA)- الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي)

(SAA)- الشركة الوطنية للتأمينات )

(CAAT)- الشركة الجزائرية للتأمين الشامل)

شارك في رأسمال مؤسسة SGBV الوسطاء في عمليات البورصة الذين يحتكرون سوق لتداول الأوراق المالية في البورصة لحساب زيائتهم (المدخرين ) أو حسابهم الخاص.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع مالية الجزائر، 2011-2012، ص: 131 .



## 2-2-2- مهام شركة إدارة بورصة القيم: تعمل شركة إدارة بورصة القيم على:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لحساب البورصة.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عملية البورصة.
- تنظيم عمليات المقاصة حول القيم المنقولة.
- نشر المعلومات المتعلقة بعمليات التداول في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة.

## 2-3- المؤتمر المركزي على السندات "الجزائر للتسوية"

المؤتمر 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 100.000 من القيمة الاسمية وتحوزها ستة (06) بنوك عمومية وثلاث مؤسسات مسعرة في البورصة، وهي مجمع صيدال ومؤسسة تسيير نزل الأوراسي ومؤسسة رياض-سطيف.

يقوم المؤتمر المركزي على السندات بمهمة تسوية وتسليم المعاملات على السندات، وهي هيئة تتولى الوظائف الآتية:

- **وظيفة الحفظ:** فهو يمسك حسابات باسم المهنيين، وإذا كان الوسيط المالي يقوم بمسك الحساب الخاص بالمستثمر فإن المؤتمر المركزي على السندات يتولى مسك حساب الوسيط المالي.
- **وظيفة حركة التداول السندات:** وذلك عن طريق النقل من حساب إلى حساب.
- **وظيفة إدارة السندات:** فهو يسمح للمهنيين بممارسة الحقوق المرتبطة بالسندات (الوضع قيد الدفع، زيادة رأسمال....) حسب التعليمات التي تصله من أصحاب الملكية، إضافة إلى المهام الرئيسية للمؤتمر المركزي على السندات فإنه لا بد من التذكير بأن هذا الأخير يمكن أن يتولى وظائف أخرى تتعلق بالسندات منها:

- جمع المعلومات الاسمية بناء على طلب المؤسسات التي تقوم بالإصدار.
- تقنين الأدوات المالية.

## المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الجزائر.

نميز هنا بين الوسطاء في عمليات البورصة والمتعاملين الآخرين:<sup>1</sup>

### 1- الوسطاء في عمليات البورصة

فحسب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23/05/93 في مادته الخامسة فقد حول المشرع الجزائري للوسطاء من أشخاص طبيعيين أو شركات ذات الأسهم القيام بوظيفة الوساطة في عمليات البورصة، بعد اعتمادهم من طرف لجنة مراقبة وتنظيم عمليات البورصة.

ولقد رخصت السلطات العمومية بصفة انتقالية ولفترة خمس سنوات ابتداء من تاريخ صدور المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23-05-1993 لكل من البنوك والهيئات المالية وشركات التأمين. من إمكانية منحها الاعتماد لممارسة نشاط وسيط في عمليات البورصة، شريطة أن تثبت هذه الأخيرة بداخلها وجود قسم مستقل يحقق الفصل بين نشاط وسيط العمليات في البورصة والأنشطة الأخرى لهذه الهيئات.

وما يلاحظ بعد انقضاء مدة عشرة سنوات هو بقاء مهمة الوساطة البورصية بالجزائر في يد البنوك والهيئات المالية الأخرى سابقة الذكر، حيث تم تأسيس شركات وساطة مكونة فيما بين هذه الهيئات في شكل شركات مساهمة ترجع ملكية أسهمها إلى هذه الهيئات.

ويبقى أن نشير أنه يوجد خمس شركات وساطة في الجزائر، وهي:

BEA .CNMA.CCR - الرشد المالي: وتتكون من.

CAA.CNEP.CAAT - الشركة العامة للتمويل صوجيفي.

BNA.BDL.SAA - الشركة المالية للاستشارة والتوظيف صوفيكوب .

BADR.CAAR - شركة التوظيف في القيم المتداولة أسبيفي أم .

- سيونيون بنك بورس-وهو الوسيط الوحيد رأسماله خاص-

بالإضافة إلى هؤلاء الوسطاء هناك وسيطين منحنا الاعتماد ولكن لم يشاركا في القيام بمهامهما لدى شركات تسيير البورصة وهما "ايسي" فرع لشركة كاروود أمريكية و"فيجي" فرع لشركة تونس للقيم.

كما يلاحظ أيضا أن السلطات نظمت الوسطاء في عمليات البورصة في فئتين:

- وسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط المحدود وهم الذين يقومون بنشاط محدود ومقتصر فقط على الوساطة في التفاوض على الأوراق المالية لحساب الغير.

أما الأنشطة الممارسة من طرف هؤلاء الوساطة تتمثل في:

1-حفيظ عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها-دراسة حالة بورصة الجزائر-مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص

مالية، الجزائر، تبسة، 2004، ص: 159- 160.

- عمليات التوظيف لحساب الغير.
  - السعي للقيام بالوظائف السابقة.
- أما عن الضمانات المقدمة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة يجب أن تكون معتبرة، لاسيما من حيث تخصيص مبالغ معينة كضمان، بالإضافة إلى ذلك يجب على الوسيط أن يكون على دراية تامة بالحيط الاقتصادي للبورصة بصفة عامة ومحيط الشركات المقيدة في البورصة بصفة خاصة.
- أما عن الضمانات المقدمة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة يجب أن تكون معتبرة، لاسيما من حيث تخصيص مبالغ معينة كضمان ، بالإضافة إلى ذلك يجب على الوسيط أن يكون على دراية تامة بالحيط الاقتصادي للبورصة بصفة عامة ومحيط الشركات المقيدة في البورصة بصفة خاصة.

## 2- المتعاملون الآخرون

ما يمكن ملاحظته هنا أن التشريع الجزائري يتيح المجال واسعا أمام تدخل الأشخاص الطبيعيين لاستثمار أموالهم ، من خلال ما تمنحه البورصة على منتوجات مالية وفرص استثمار، وهذا الاستثمار إما يكون من خلال:

- تكوين محافظ مالية شخصية مسيرة مباشرة من قبل أصحابها أو مسيرة من طرف وسيط.
  - شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، وهي شركات المساهمة رأس مالها يبلغ 5ملايين دج كحد أدنى، لا يمكن النزول عنه لمدة أربعة أشهر ابتداء من تعليق عملية شراء الأسهم.
  - الصناديق المشتركة للتوظيف وهي صناديق لا تتمتع بالشخصية المعنوية حيث أنها تمثل مجرد ملكية مشتركة للقيم المتداولة، ويحدد رأس مالها الأدنى ب 1 مليون دج لا يجوز النزول عنه.
- ونشير أنه تم اعتماد شركة استثمار ذات رأسمال متغير بمقتضى مقرر رقم 98-10 الصادر في 31-03-1998 من طرف اللجنة لفائدة شركة الاستثمار 98-10 الصادر في 31-03-1998 من طرف اللجنة لفائدة شركة الاستثمار المالي المكونة من BNA.SAA.BDL برأسمال 120 مليون دينار جزائري.

## المطلب الثالث: الشركات المقيدة في بورصة الجزائر.

- هناك ثلاث أسهم لثلاث شركات مقيدة في بورصة الجزائر للقيم المتداولة بالجزائر وهي:
- مجمع رياض سطيف - مجمع صيدال - مؤسسة تسيير فندق الأوراسي.

### 1- مجمع رياض سطيف

في سنة 1994 تم رفع رأسمال مجمع رياض سطيف ليصل إلى 850 مليون دينار جزائري، وألحقت كل أسهمها في سنة 1998 لصالح الشركة القابضة للصناعات الغذائية الأساسية وذلك بموجب المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال العمومية.

وفي إطار برنامج خصصة المؤسسات العمومية أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة آنذاك موافقته إدخال الشركة إلى البورصة عن طريق رفع رأسمالها الاجتماعي.

وبناء على هذه الموافقة وبانعقاد الجمعية العامة الغير العادية لمجمع رياض سطيف بتاريخ 29 أبريل 1998 تم اتخاذ قرار رفع رأسمال الشركة في البورصة عن طريق الإعلان العام للادخار من جهة وادخار الشركة في البورصة من جهة أخرى، وكان مبلغ رأسمال المسموح برفعه يعادل مليار دينار جزائري أي مايقابل مليون سهم بقيمة 1000 دج للسهم.

والأسهم موضوع الإصدار تمثل أسهما عادية محررة كليا عند الاكتتاب قيمتها الاسمية 1000 دج للسهم، وحدد سعر الإصدار بقيمة 2300 دج وتعتبر أسهمها الاسمية ويمنح لحاملها كل الحقوق المقررة من طرف القانون التجاري لاسيما حق التصويت، وحق الحصول على التوزيعات، وتم فتح عملية الاكتتاب في 02 نوفمبر 1998 واستمرت إلى 15 ديسمبر 1998 .

### 2- مجمع صيدال

قام مجمع صيدال بوضع مجموعة من الأهداف الإستراتيجية في إطار مخطط أعماله لفترة 1998-2005، ولبلوغ هذه الأهداف لاسيما تنفيذ برنامج الخصصة المسطر من طرف الحكومة، تم اتخاذ قرار من طرف مجلس مساهمات الدولة في 19/06/1998 بفتح رأسمال المجمع بنسبة 20% للجمهور عن طريق الدخول إلى البورصة ، من خلال إجراء العرض العام للبيع بسعر محدد مسبقا.

وقد تم قبول أسهم مجمع صيدال في التداول بموجب الاتفاق الموقع بين المجمع ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ 11/09/1998 ، وبموجب الاتفاق تم اصدار 2 مليون سنتيم عادي محرر كليا بقيمة اسمية تساوي 250 دج وسعر إصدار 800 دج، وحددت فترة الاكتتاب بين 15/02/1999 .  
وتكفل بعملية الادخال مجموعة من الوسطاء الماليين تحت إشراف الوسيط المالي الشركة الخاصة للتمويل.

### 3- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي

بعد ما قام تحويل ملكية فندق الأوراس إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، قامت مؤسسة تسيير فندق الأوراسي برفع رأسمالها في إطار تدعيم قدراتها المالية. وذلك عن طريق فرق إعادة التقييم، وأصبح بذلك رأسمالها يعادل 1.5 مليار دج.

ولتنفيذ برنامج الخوصصة المسطر من طرف الحكومة وفي إطار تنشيط بورصة الجزائر، تقرر وفي بداية 1999 طرح جزء من رأسمال المؤسسة بنسبة 20 % في البورصة، وذلك عن طريق الأعلان العام للإكتتاب، بما يعادل 1.2 مليون بقيمة اسمية 250 دج للسهم وبسعر إصدار 400 دج، وتكلفت بهذه المهمة مؤسسة الرشاد المالي.<sup>1</sup>

## المبحث الثاني: عرض عام لمجمع صيدال

بعد دخول الاقتصاد الجزائري في مرحلة جديدة متمثلة في مرحلة اقتصاد السوق والذي يعتبر من أهم ميكانيزماته هو استقلالية المؤسسات وبذلك الحد من تدخل الدولة انتقلت معها شركة صيدال إلى الاستقلالية مما أوجب عليها حجمها في تبني شكل مجمع شركات صناعي.

### المطلب الأول: تقديم مجمع صيدال

#### 1-لمحة تاريخية عن مجمع صيدال

أنشأت صيدال في 1982 عقب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية وقد استفادت في هذا الإطار من نقل مصانع الحراش والدار البيضاء وجسر قسنطينة كما حول إليها في 1988 مركب المضادات الحيوية للمدية الذي كان على وشك الانتهاء من قبل الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية. في سنة 1989 وتبعاً لتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية تتميز باستقلالية التسيير.

في سنة 1993، تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للشركة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع.

في سنة 1997 وضعت شركة صيدال مخطط إعادة هيكله أسفر على تحويلها إلى مجمع صناعي يضم ثلاثة فروع (فارمال ، أنتيبوتيكال وبيوتيك).

في سنة 2009 رفعت صيدال حصتها في رأس المال صيدال إلى حدود 59 سنة 2010 قامت بشراء 20 من رأس مال الشركة إيبيرال كما رفعت من حصتها في رأسمال إيبيرال إلى حدود 60

في حدود جانفي 2014 شرع مجمع صيدال في إدماج فروعها الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيبوتيكال ، فارمال وبيوتيك.

<sup>1</sup>حفيظ عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص:168.

## 2- التعريف بمجمع صيدال

صيدال شركة ذات أسهم برأسمال قدره 2500.000.000 دينار جزائري 80 من رأس مال صيدال و 20 المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص.

يقع مقره على الطريق الولائي رقم 11 ص ب 141-الدار البيضاء-الجزائر العاصمة تكمن مهمة صيدال في تطوير إنتاج وتسويق الموارد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.<sup>1</sup>

إن صفة المؤسسة العمومية تخول لمجمع صيدال مهمتين أساسيتين:

- ضمان استقلاله المالي والاستدامة في الحفاظ على توازنه المالي وضمان تحسين القدرة التنافسية لمنتجاته، من أجل تحقيق أهداف نموه وتطوير موارده البشرية.

- تحقيق الأهداف المنوطة به من قبل الدولة، بصفتها المساهم الرئيسي.

تطمح شركة صيدال الرائدة في إنتاج الأدوية، والمنتجات المشابهة في السوق الجزائرية إلى تعزيز وضعيتها في السوق المحلي، والعمل على ترفيتها إلى المستوى الدولي، وذلك من خلال السعي نحو تحقيق الأهداف التالية:

- توسيع تشكيلة منتوجاتها.

- تقديم أدوية منافسة من حيث الجودة والسعر.

- منافسة السوق الخارجي، وخاصة الإفريقي.

- توسيع إطار الشراكة مع المؤسسات والمخابر الأجنبية.

- التركيز على الاستفادة من البحث العلمي وبالتعاون مع كليات الصيدلية ومراكز البحوث الأجنبية.

- رفع الإنتاجية والعمل على تحسين النوعية.

- العمل على تحقيق الأمن الدوائي محليا.

- تكثيف الجهود في ميدان التسويق، والإعلام الطبي وفي الميدان التجاري بهدف ودفع الإنتاجية.

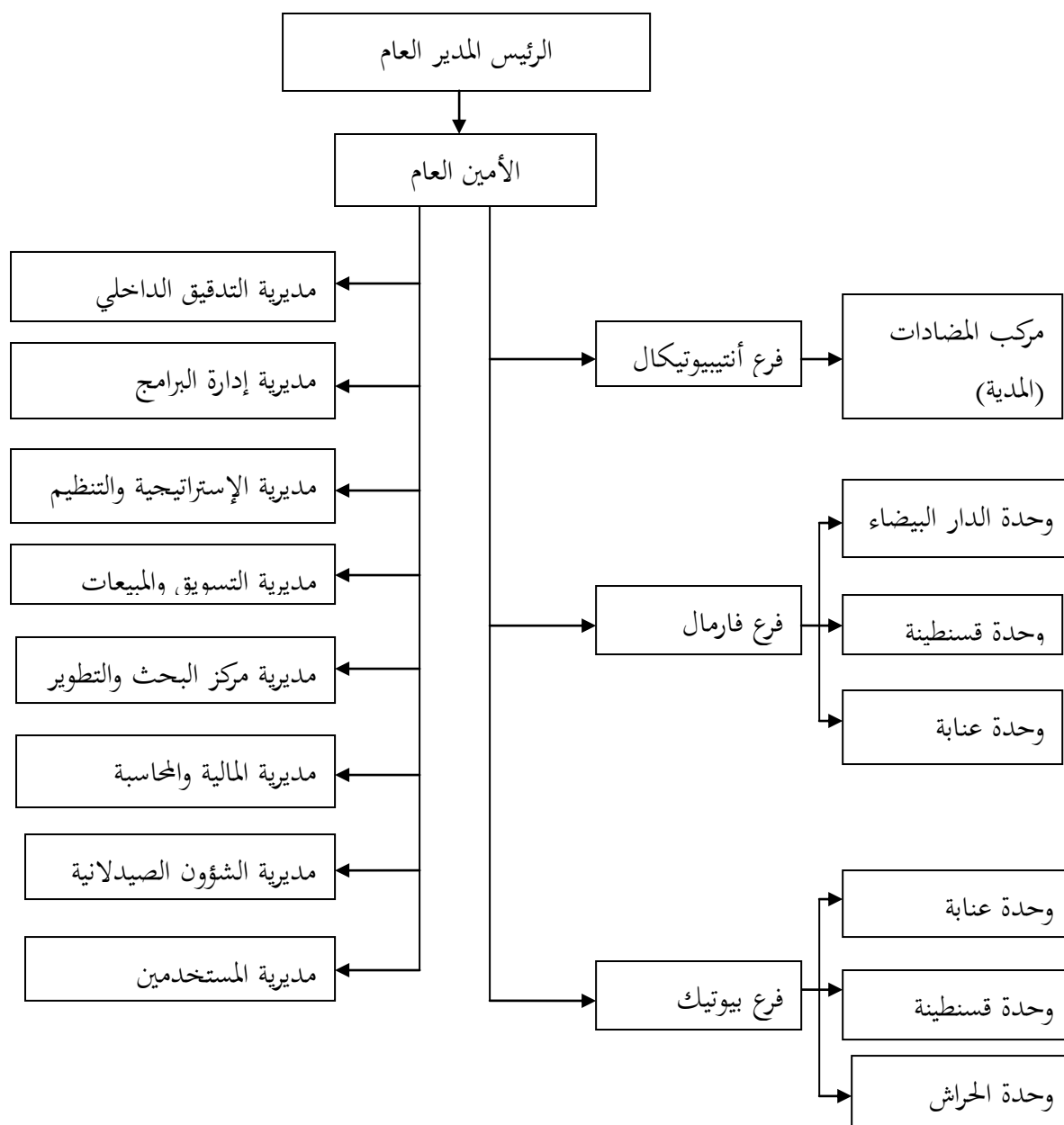
- خلق مناصب شغل جديدة، من خلال إنشاء فروع جديدة.

<sup>1</sup> www .groupe saidal.dz 21 /03/2015 14 :00

#### 4-الهيكل التنظيمي للمجمع:

سعى المجمع عبر كافة المراحل التي مر بها إلى إحداث التكيف المطلوب والذي يساعده على مواجهة كافة التغيرات البيئية الداخلية والخارجية ومن بين هذه التغيرات نجد ذلك الذي يعكسه الهيكل التنظيمي:

الشكل رقم (03-01) الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



Souece :[www .groupe saidal .dz /organization](http://www.groupe saidal .dz /organization) (21/03/2015-

14:00)

في جانفي 2014 شرع مجمع صيدال في إدماج فروع الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيبوتيكال، فارمال وبيوتيك.

أدى هذا القرار الذي تمت الموافقة عليه من قبل هيئاته الإدارية إلى تنظيم جديد يتمحور أساسا حول: المديرية العامة للمجمع

### مصانع الإنتاج

تمتلك صيدال 09 مصانع للإنتاج بسعة قدرها 200 مليون وحدة بيع:

**مصنع المدية:** متخصص في إنتاج المضادات الحيوية البينيسيلينية وغير البينيسيلينية.

يتوفر على وحدتين خاصتين (بالتركيب الجزئي) لإنتاج الأدوية التي يتم تناولها عن طريق الحقن، ووحدة لإنتاج الاختصاصات الصيدلانية وكذا مبنين: أحدهما مخصص للمنتجات البينيسيلينية، والآخر للمنتجات غير البينيسيلينية.

**مصنع الدار البيضاء:** يقع في المنطقة الصناعية بالجزائر العاصمة، وينتج هذا المصنع تشكيلة واسعة من الأدوية في مختلف الأشكال (شراب، محلول، مرهم وأقراص)

**مصنع جسر قسنطينة:** يضم قسمين منفصلين: واحد لصناعة الأدوية على مختلف الأشكال (التحاميل، أمبولات وأقراص)، والآخر مزود بتكنولوجيا حديثة متخصصة في إنتاج المحاليل المكثفة (أكياس، كيس مسحوق، كبسولات)

**مصنع قسنطينة:** يقع في المنطقة الشرقية للبلد يتوفر على ورشتين مختصتين في إنتاج الشراب.

**مصنع قسنطينة خاص بالأنسولين:** متخصص في إنتاج الأنسولين البشرية من ثلاثة أنواع (السريع، القاعدي والمركب 25، على شكل قارورات)

**مصنع عنابة:** متخصص في تصنيع الأشكال الصلبة.

**مصنع باتنة:** متخصص في إنتاج التحاميل

### مراكز التوزيع

بتوفرها على الوسائل اللوجستية القوية و الإمكانيات البشرية الشابة، الحيوية والمتخصصة، فإن هذه المراكز تضمن توزيع منتجات صيدال عبر كافة أنحاء التراب الوطني.

**مركز التوزيع-وسط:** تأسس عام 1996، كان أول مركز توزيع للمجمع، كان يهدف إلى تسويق وتوزيع كافة منتجات المجمع انطلاقا من نقطة بيع واحدة، مكنت النتائج المشجعة المتحصل عليها، من إنشاء مركزين للتوزيع أحدهما بباتنة والآخر بوهران.



مركز توزيع-شرق: تأسس عام 1999 بباتنة، يضمن هذا المركز تسويق منتجات صيدال في المنطقة الشرقية.

مركز التوزيع-غرب: تأسس عام 2000 من أجل ضمان توزيع أفضل للمنتجات في المنطقة الغربية  
الفروع:

سوميديال:

يقع في المنطقة الصناعية واد السمار، سوميديال هو انتاج شراكة بين مجمع صيدال (59%)، والمجمع الصيدلاني الأوروبي (36,45%) وفيناليب (4,55%).

تتضمن وحدة الإنتاج سوميديال ثلاثة أقسام:

- قسم متخصص لإنتاج المنتجات الهرمونية.
- قسم لصناعة السوائل (شراب ومحاليل عن طريق الفم).
- قسم لصناعة أشكال الجرعات الصلبة (كبسولات وأقراص)

إيبيرال:

هي شركة ذات أسهم نابعة عن شراكة بين القطاعين العام والخاص بين مجموعة صيدال (40%)، جلفار (الإمارات العربية المتحدة) (40%) وفلاش الجزائر، المتخصصة في المواد الغذائية (20%).

تكمن المهام الرئيسية ل إيبيرال في إنشاء واستغلال مشروع صناعي لإنتاج المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستخدام في الطب البشري.

يهدف المشروع الصناعي إيبيرال إلى تحقيق مايلي:

- صناعة الأدوية الجنيصة (حقن وأشكال جافة)
- تغليف الأدوية (الأشكال الصلبة)
- توفير خدمة التغليف ومراقبة الجودة بناء على طلب المنتجين المحليين<sup>1</sup>

<sup>1</sup> www .groupe saidal .dz 28/03/2015 à 17 :00

المطلب الثاني: نشاط مجمع صيدال

سنتحدث في هذا المطلب على بعض نشاطات صيدال كما يلي:

1- المبيعات

إنجازات 2009-1

جدول رقم (03-01) تطور المبيعات من 2005-2009

السنة	القيمة (ب10 <sup>3</sup> دج)	نسبة التطور(%)
2005	6596274	2,00
2006	6942750	5,25
2007	7735448	11,40
2008	9692772	25,30
2009	9513280	1,85-

Source :groupe saidal ,Rapport de gestion 2009 ,P 14

2-1 توزيع المبيعات حسب الفروع

يحتل فرع بيوتيك الصدارة في توزيع مبيعات مجمع صيدال حسب الفروع وهذا راجع لتركيزه على المنتجات ذات القيمة التجارية الكبيرة ويمثل نسبة 46% من إجمالي المبيعات يليه كلا من فرعي فارمال و أنتيبوتيكال بنسبة 27%<sup>1</sup>.

جدول رقم (03-02) توزيع المبيعات حسب الفروع

الوحدة: 10<sup>3</sup>

الوحدات	الكمية 100 وحدة	القيمة 1000 دج
فرع بيوتيك	4355794	46%
فرع أنتيبوتيكال	2521103	27%
فرع فارمال	2601716	27%
المجموع	9478613	100%

Source :groupe saidal ,Rapport de gestion 2009 ,P 15

<sup>1</sup>groupe saidal ,Rapport de gestion 2009 ,PP14-15 consulte 26/03 /2015 à 17 :00

2- الإنتاج:

1-2 انجازات 2009: وصل إنتاج مجمع صيدال سنة 2009 إلى 139988 مليون وحدة بيع بقيمة 10,17 مليار دينار وبالتالي حقق المجمع زيادة تقدر ب 5% في الكمية و 11% في القيمة.<sup>1</sup>

جدول رقم (03-03) انجازات 2009-2008

عناوين	انجاز 2008	انجاز 2009	تطور %
الكمية (1000 و)	133025	139988	5%+
القيمة (1000 دج)	9193809	10167776	11%+

17Source : groupe saidal ,Rapport de gestion 2009 ,P

2-2 توزيع الإنتاج حسب الفروع

جدول رقم (04-03) توزيع الإنتاج حسب الفروع

الفروع	الكميات × 1000 و ب	القيم 1000 دج
بيوتيك	44998	5138539
فارمال	48366	2639566
انتيبيوتيكال	46630	2389371
	139998	10107776

17Source : groupe saidal ,Rapport de gestion 2009 ,P

3- الشراكة:

في إطار البحث عن شركاء جدد للمجمع، لقد وقعت صيدال عقود شراكة و تعاون مع مؤسسات كويبة سنة 2009 من أجل نقل التكنولوجيا والتعاون في مجال البحث والتطوير

4- الاستثمار:

يقدر المبلغ المخصص للاستثمار لنشاط سنة 2009 لكل المجمع ب 227 مليون دينار ما يمثل 2% من رقم أعمال المؤسسة لكن لم يتم تحقيق إلا 17% من الهدف المقرر نظرا لتحقيق فقط العمليات الخاصة بالتجديد، أما العمليات الخاصة بالتطوير والتوسع فقد اندرجت ضمن

<sup>1</sup>www.groupe saidal ,Rapport de gestion 2009 ,P17 consulte 26/03 /2015 à 17 :30

مخطط التطوير 2010-2015 وقد تم توزيع المبلغ المخصص للاستثمار على فروع المجمع كمايلي:

- المؤسسة الأم: 29 مليون دج
- فرع فارمال: 48 مليون دج
- فرع بيوتيك: 84 مليون دج
- فرع انتيببوتيكال: 66 مليون دج

### المطلب الثالث: تسعير صيدال في بورصة الجزائر

#### 1- أهداف الدخول إلى البورصة

بعد صدور التنظيم رقم 95/22 بتاريخ 26 أوت 1995 و المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية تم اجتماع غير عادي لمؤسسة صيدال يوم 22 جوان 1998. تبني خلاله القرار رقم 04 حول اقتراح المجلس الإداري بالسماح لصيدال بإدخال جزء من رأسمالها المقدّر ب 20 إلى البورصة في شكل 2.000.000 سهم بسعر 800 دينار جزائري للسهم الواحد وسعت صيدال خلال هذه العملية إلى:

- الزيادة في شهرة مجمع صيدال، الشيء الذي يسمح لها بأن تكون معروفة على المستوى الدولي وكذا تحقيق تحالفات مع شركاء أصحاب كفاءة عالية وذلك لتطوير القدرات المصرفية وتحقيق الانتقال التكنولوجي لهم.
- الحصول على تمويلات في ظروف أحسن وفي آجال قصيرة جدا من البنوك ومن مختلف الأسواق المالية.
- الخوصصة الجزئية للمؤسسة وفقا للاتجاهات الاقتصادية العالمية مع التركيز على الابتعاد التدريجي لدور الدولة في التسيير.

- إدخال أحداث معايير التسيير ضمن محيط المؤسسة للتكيف مع البيئة الجديدة للاقتصاد الجزائري (اقتصاد السوق).

#### 2- القيود المتعلقة بالانضمام إلى البورصة

- التقيد باحترام قواعد الإعلام الآلي.
- قبول الإفصاح حول نشاط المجمع، نتائجه و إستراتيجيته (ضروري للتقييم الجيد للسهم لكن هذا يؤدي إلى إعلام المنافسين)<sup>1</sup>

#### 3- إجراءات دخول صيدال إلى البورصة

مرت صيدال بعدة مراحل لتدخل البورصة وتتمثل فيما يلي:

<sup>1</sup> الجوزي غنية، مرجع سبق ذكره، ص ص 160-162

-**المرحلة الأولى: القرار المبدئي:** في شهر جانفي من سنة 1998 عقد اتفاق مبدئي بين المجلس الوطني لمساهمات الدولة والشركة العمومية القابضة للكيمياء والصيدلة يهدف إلى الخوصصة الجزئية لصيدال بتحويل 20% من رأسمالها في إطار بورصة الأوراق المالية، وفي نفس الشهر قامت الشركة القابضة بتوكيل مجمع صيدال بإعداد ملف خاص بدخوله إلى بورصة الأوراق المالية وفي شهر فيفري تم توقيع اتفاقية بين المجمع (COSOB) ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

**المرحلة الثانية: إصلاح الإجراءات وملائمة الأنظمة:** يتطلب دخول المؤسسة إلى البورصة القدرة على تقديم صورة واضحة وشفافة لنشاطها وتنظيمها ويتطلب هذا عدة عمليات لتسوية وإعادة الهيكلة وتمثل التغييرات التي أجرتها صيدال في:

- الزيادة في رأس المال.

- تغيير الأنظمة.

- التحرير الكلي لرأس المال.

- اجتماع أعضاء المجلس الإداري من أجل ضبط عمليات اتخاذ القرار بالدخول إلى البورصة.

**المرحلة الثالثة: إثبات شخصية مكتب الدراسات:** في 08 أبريل 1998 تم إبرام عقد اتفاقية بين صيدال وتدوم الاتفاقية أربعة أشهر حيث Arthur Anderson ومكتب الدراسات العالمي الكندي تهدف إلى مساعدة مجمع صيدال على الدخول إلى بورصة الأوراق المالية.

**المرحلة الرابعة: تكوين الوثائق الأساسية للتقييم:** ككل مؤسسة راغبة في أن يتم قبولها في البورصة قام مجمع صيدال بتحضير الملف الذي تشترطه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والذي يتضمن: وثائق عامة حول المؤسسة: وشملت رسالة طلب يتم قبول أسهم المجمع للتفاوض في البورصة مع وصف عام لأنشطة المجمع وفروعه كذلك تقديم أعضاء مجلس الإدارة ومجلس المراقبة بالإضافة إلى أهم مسيري المجمع.

**وثائق متعلقة برأسمال الشركة:** تم تقديم وثيقة تطور رأسمال المجمع منذ سنة 1995 إلى 1998.

وثائق اقتصادية ومالية: الميزانيات، جدول حسابات النتائج السنوية، وتقارير محافظ حسابات النتائج السنوية وتقارير محافظ الحسابات للسنوات الخمس الأخيرة.

**وثائق قانونية:** يقدم مجمع صيدال خمس نسخ من القوانين الأساسية للمجمع وكذلك محاضر الجمعيات العامة التأسيسية لإثبات أن نشاط المؤسسة قانوني.

**(COSOB) المرحلة الخامسة:** لقاءات واجتماعات مع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

تهدف هذه المرحلة لإعداد العرض العمومي للبيع من خلال:

- تسليم مجمع صيدال مشروع المذكرة الإعلامية وطلب الدخول إلى البورصة كلاهما أرسلت إلى لجنة في خمس نسخ من طرف الشركة القابضة. COSOB
- في شهر سبتمبر لشرح ودراسة الملف. COSOB - عقد اجتماعات عمل مع إدارات لجنة
- طلب معلومات إضافية تم على إثره القيام بتصحيحات على مشروع المذكرة الإعلامية.
- انتهت هذه المرحلة في 15 أكتوبر 1998 ومنها تم الحصول على التأشيرة.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: تقييم الأوراق المالية لمجمع صيدال في البورصة

#### المطلب الأول: تقييم أسهم صيدال

قبل التطرق إلى عملية التقييم سنتطرق إلى الأوراق المالية المتعامل بها في البورصة

#### الأوراق المالية المتعامل بها في البورصة 1-

إن الأسهم المطروحة خلال فترة العرض العمومي للبيع هي أسهمها العادية اسمية خالية من كل التزام ومحركة كلية، تمنح هذه الأسهم لأصحابها حق التصويت، حق الحصول على الأرباح، حق الأفضلية هي الاكتتاب وحق الحصول على الأرباح التي توزع على المساهمين الناتجة عن تصفية أصول المجمع في حالة حله بالإضافة إلى التعامل بالسندات كما أنها خالية من المشتقات وسيوضح ذلك من خلال عملية التقييم علما أنها لا يوجد فيها مشتقات.

#### 2- تقييم أسهم مجمع صيدال

نظرا لاعتمادنا في الجانب النظري عن طرق أو المناهج المستخدمة في تقييم الأسهم وسنأخذ طريقتين حسب المعطيات المتوفرة من بين الطرق:

#### 1- طريقة مضاعف الأرباح

$$\text{مضاعف الأرباح} = \frac{\text{السهم}}{\text{نصيب السهم من الأرباح السنوية}}$$

نطبق هذه الطريقة بالاعتماد على المعطيات المقدمة في الجدول التالي:

<sup>1</sup> الجوزي غنية، مرجع سبق ذكره، ص 163.

جدول رقم (03 - 05) يبين معطيات أسهم صيدال

البيان	عدد الأسهم	سعر السهم	نصيب السهم من الأرباح السنوية
أسهم صيدال	10000000	560	40 دج للسهم الواحد

Source :www .groupeaidal.dz من إعداد الطلبة بالإعتماد على معطيات من المجمع

في 2015/04/10 على 16:00

و بتطبيق المعطيات على المعادلة فإن:

$$\frac{560}{40} = \text{مضاعف الأرباح} = 14 \text{ مرة}$$

التحليل:

بما أن مضاعف الأرباح يتراوح بين 12 و 16 يكون الاستثمار في السهم مقبولا وفي هذه الحالة يسترجع المستثمر أمواله بعد 14 سنة.

## 2- القيمة الحقيقية للسهم

لدينا القيمة الحقيقية للسهم = مضاعف الأرباح × نصيب السهم من الأرباح للسنة القادمة.  
علما أنه نصيب السهم من الأرباح بلغ 40 دج للسهم الواحد ابتداء من 03 أوت 2014.  
ووجدنا مضاعف الأرباح 14 فنطبق الطريقة

$$\text{القيمة الحالية للسهم} = 40 \times 14 =$$

$$560 =$$

$$\text{أي } 5,6\%$$

التحليل

إن سعر السهم يتأثر بالأرباح التي يتوقع تحقيقها مستقبلا بنسبة 5,6%

المطلب الثالث: تقييم سندات مجمع صيدال

سنأخذ بعض الطرق لتقييم السندات

الطريقة الأولى: العائد الإجمالي على السند

$$\frac{\text{الفائدة على السند}}{\text{القيمة السوقية للسند}} = \text{أ/ معدل العائد الحالي}$$

نطبق هذه الطريقة بالاعتماد على المعطيات الآتية:

معدل الفائدة الحالي على السند هو 08%

الفائدة على السند = قيمة السند × معدل الفائدة

$$\text{الفائدة على السند} = 560 \times 0,08$$

$$= 44,8$$

القيمة السوقية للسند: 1200

$$\frac{44,8}{57344} = \text{معدل العائد الحالي} = 12,8\%$$

$$\frac{\text{ب/ عائد الأرباح الرأسمالية} = \text{سعر السند في نهاية الفترة} - \text{سعر السند في بداية الفترة}}{\text{سعر السند في بداية الفترة}}$$

سعر السند في بداية الفترة: 560

سعر السند في نهاية الفترة: 570

$$\frac{560 - 570}{560} = \text{عائد الأرباح الرأسمالية}$$

$$\frac{10}{560} =$$

$$= 0,017 = 1,7\%$$



### خاتمة الفصل الثالث

إن إنشاء بورصة فعالة أصبح مطلباً ضرورياً من مطالب اقتصاد السوق وفاعلية النشاط الاقتصادي ومسيرة التحولات الاقتصادية المحلية والعالمية، ولقد مرت بورصة الجزائر بعدة مراحل وعرفت العديد من المشاكل فهناك عدة عوامل تؤثر على أدائها وفعاليتها في الاقتصاد ايجائيا وسلبيا.

ومن خلال تعرضنا لدراسة وضعية بورصة الجزائر كنموذج للدول النامية، فبعد الانفتاح تم تداول 3 أسهم لثلاث شركات ( مجمع الرياض، مجمع صيدال، فندق الأوراسي)، وبعد التعرف على نشاط وحالة الأوراق المالية في مجمع صيدال ورغم التعديلات والامتيازات لتشجيع الاستثمار لكن مازال الاستثمار مقبولاً نوعاً ما إذ لم نقل ضعيفاً في البورصة، وتبقى المشكلة في تحسين الأداء والفاعلية للبورصة.

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى فرصاً متنوعة لتوظيف المدخرات كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

إذ يتم في هذه السوق تداول العديد من الأوراق المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها ومنها الحديثة كالمشتقات، كما ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين سوق أولي الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

باعتبار سوق الأوراق المالية لأحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية التي هي بدورها تساعد في عملية التقييم من خلال تحليلها وفق منهجين للتحليل الأول يركز على دراسة السجل الماضي لتغير السعر الذي تباع به الورقة المالية وهذا ما يعرف بالتحليل الفني، والثاني يهتم بالظروف المحيطة بالمؤسسة وهذا ما يعرف بالتحليل الأساسي بحيث يعتبر

هو التحليل الأقرب للواقع، باعتباره يسعى إلى الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية.

إن عمليات التداول لهذه الأوراق ينجم عنها عوائد تقابلها جملة من المخاطر الناجمة عن عمليات الاستثمار لذا كان لابد من اعتماد مناهج تقييمية لأدوات سوق الأوراق المالية للوقوف عند أداء هذه الأدوات داخل البورصة.

أسواق الأوراق المالية العربية أغلبها مازالت في مراحلها الأولى، وتواجه كل أسواق الدول العربية عامة والجزائر خاصة العديد من العراقيل والمشاكل التي تسببت في ضعف أدائها تمثلت هذه المشاكل في:

- ضعف الثقافة المالية لدى غالبية الجمهور وهذا ما يؤدي إلى عرقلة الاستثمار في الأوراق المالية.
- غياب سياسة ترويجية واضحة لبورصة الأوراق المالية.
- انتشار السوق الموازية.

### - اختبار صحة الفرضيات:

**الفرضية الأولى:** يرتبط الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية على وجود سوق أوراق مالية منظمة قابلة لاستعاب الأموال المستثمر بشكل فعال.

الفرضية صحيحة لأن وجود سوق منظمة وفعالة يمكن أن يساهم في تحديد السعر العادل للورقة المالية، الشيء الذي يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر على استثمار أمواله في الأوراق المالية ، وبالتالي زيادة حجم الاستثمار والتخصيص الأمثل للموارد المالية من خلال تعدد البدائل المتاحة أمام المستثمر.

**-الفرضية الثانية:** لسوق الأوراق المالية دور في تنشيط الطلب على الأوراق المالية من خلال خلق المناخ الاستثماري الملائم.

الفرضية صحيحة من خلال كفاءة سوق الأوراق المالية التي تعرف على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

**الفرضية الثالثة:** تعتبر النتائج المحققة من طرف المؤسسة والأوضاع المحيطة بها من بين العوامل المؤثرة على القيمة الحقيقية للورقة المالية.

الفرضية صحيحة من خلال ما يراه التحليل الأساسي بحيث يستعمل تستعمل لدراسة الجوهر الأساسي للعوامل التي تؤثر في الاقتصاد 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.

### - النتائج والتوصيات:

أما عن النتائج التي توصلنا إليها في هذا البحث فتتمثل فيما يلي:

- من أهم الصفات التي تتميز بها سوق الأوراق المالية هي صفة الكفاءة.

- يوجد أسلوبان شائعان في تحليل الأوراق المالية وهما التحليل الفني والتحليل الأساسي، إذ يهدف التحليل الأساسي إلى البحث عن القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال تحليل العوامل الأساسية التي تؤثر على تدفقاتها في المستقبل، بينما يقوم التحليل الفني بتحليل حركة أسعار الأوراق المالية انطلاقاً من بيانات

ماضية لمحاولة اكتشاف نمط معين يتم على أساسه اختيار الوقت المناسب لاتخاذ القرار المناسب ، إذ يعتمد كثيرا على فكرة أن المستقبل امتداد للماضي .

- التقييم عملية مهنية تكون نتائجها محل نجاح إذا ما كانت تعتمد على خلفية نظرية واضحة، بحيث تقوم نظرية التقييم على مجموعة من المبادئ الاقتصادية تمثل قواعد تستند عليها طرق التقييم التي يجب مراعاتها.
- بالرغم من مرور عدة سنوات على انشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر إلا أن أدائها مايزال ضعيفا وذلك راجع إلى عدة عقبات وعراقيل حالت دون فعالية بورصة الأوراق المالية في الجزائر.
- لم تنجح بورصة الجزائر في تقييم سهم مجمع صيدال وهذا راجع إلى عدم كفاءتها فلم يعكس هذا الأخير وضع المجمع.
- رغم دخول مجمع صيدال إلى بورصة الجزائر إلا أنها لم تكن مصدر تمويل استثماراته التي مازال يمولها عن طريق القروض المتحصل عليها من صندوق الاستثمار FNI أو عن طريق الدولة.
- وبعد استخلاص النتائج لا بأس أن تقدم جملة من التوصيات التي رأينا بأنها ضرورية والمتمثلة في:
- ضرورة تبني أدوات التحليل وتقييم الأوراق المالية كما هو معمول به 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 ز تطبيق سياسات تحضوية لتشجيع المدخرين على توجيه مواردهم المالية نحو اقتناء أوراق مالية.
- أخذ التجربة من بورصات الأوراق العالمية والعربية لاكتساب الخبرة والتجربة.
- انشاء قاعدة بيانات لبورصة الأوراق المالية وهذا لنشر الثقافة الاستثمارية.
- ضرورة تأسيس هيئة تعنى بعملية التقييم من شأنها أن تساهم في ترقية هذا النشاط.
- ضرورة توحيد المفاهيم والمصطلحات المالية من خلال هيئات موحدة لكي تتيح للخبراء المقيمين استعمال مفاهيم معيارية نفس النتائج.
- إقامة سوق إسلامية للأوراق المالية تطبق فيها قواعد واحكام الشريعة الاسلامية سواء من جهة نوعية الأدوات المعروضة أو من جهة العقود.

- أفاق البحث

يعتبر دور سوق الأوراق المالية ذا أهمية بالغة بالنسبة لاقتصاد الدول، ونظرا لكون هذه السوق تتميز بالتأخر النسبي في الدول وخاصة النامية منها. يمكن أن يتطور هذا الموضوع أكثر في مواضيع أخرى، لذا إرتأينا طرح بعض المواضيع التي تكمل هذا الموضوع نذكر منها:

- دور بورصة الأوراق المالية في تقييم مردودية المؤسسة.

- دراسة محافظ الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، وقياس أدائها.

وأخيرا نحمد الله عز وجل الذي أعاننا على إكمال هذا العمل متمنين منه عز وجل أن يجد هذا البحث الأذان الصاغية والضمائر الحية لكي تأخذ لهذه النتائج والتوصيات و الاقتراحات .

## قائمة المراجع

أولا - المراجع باللغة العربية :

الكتب:

- 1- أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوصفية والأحكام، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2006.
- 2- أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 3- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، 2003.
- 4- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- 5- جميل سالم الزيدانيين السعودي، أساسيات في الجهاز المالي المنظور العلمي، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، 1999.
- 6- جمال حويدان الجمل، دراسات الأسواق المالية والنقدية، طبعة الأولى، دار الصفاء والتوزيع، الأردن، 2002.
- 7- حاكم محسن الربيعي، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار البازوري، عمان، 2011.
- 8- حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية، القاهرة، 2000.
- 9- حسني علي حربوش وآخرون، الأسواق المالية، دار زاهر للنشر والتوزيع، 2011.
- 10- حسين بن هاني، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
- 11- رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999.
- 12- رشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري العلمية، الأردن 2010.

- 13- زكريا سلامة عيسى شنتاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار  
النفائس، الأردن، 2009.
- 14- زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1999.
- 15- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد  
العالي للفكر الإسلامي، 1996.
- 16- سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم حالة سلطنة عمان، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر  
والتوزيع، الأردن، 2013.
- 17- شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
- 18- شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 1999.
- 19- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 20- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- 21- عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 22- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 23- عبد الغفار حنفي، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 24- عبد القادر حمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب  
الحديث، القاهرة، 2010.
- 22- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية استثمار البورصة، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر، الأردن، 2010.

- 23- علي توفيق الحاج، عامر علي خطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي، الأردن، 2013.
- 24- فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 25- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة الشباب الجامعية، مصر، 1999.
- 26- فيصل محمد الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 27- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم السديعات، الاستثمار في البورصة، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، 2006.
- 28- منير ابراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مركز دلتا للطباعة، الإسكندرية، 2000.
- 29- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 30- محمد صالح الحناوي، خلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 31- محمد سويلم، إدارة البنوك والبورصات للأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع.
- 32- محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق أحوالها و مستقبلها، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، مصر، 2000.
- 33- محمود أمين زوبل، يومس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 34- محمود رائد أبو طربوش، الاحتيال والبورصة، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.



35- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع منشأة المعارف، مصر، 2007.

36- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر

والتوزيع، مصر، 1999.

37- منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

38- مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة

الأولى، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، 1996.

39- محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم العالي، الإسكندرية، 2011.

40- محمد مطر فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.

أطروحات الدكتوراه والرسائل الجامعية

1- الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة مقدمة لنيل

شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع مالية الجزائر، 2011-2012

2- بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه

في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك مالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013

3- بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة (بورصة

تونس)، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة منتوري

قسنطينة، 2011-2012.

4- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه، علوم

اقتصادية، 2005-2006

5- حفيظ عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها-دراسة حالة بورصة الجزائر-مذكرة لنيل

شهادة الماجستير، تخصص مالية، الجزائر، تبسة، 2004

6- عاشور شهرزاد و شرفي هنيه، الأسواق المالية دراسة حول البورصات، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة

البليدة، 2003-2004

7- سكر رايح، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة

الماستر، جامعة تيارت، 2010

8- همدان غنية، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة

الجزائر، 2001-2002

المؤتمرات والملتقيات:

1- مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة

الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 2005/12/11.

المجلات:

1- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية

العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009-2010

الانترنت

المواقع الإلكترونية

[http://blogs.mubasher info /mode/154](http://blogs.mubasher.info /mode/154)

www .cosob.org

1 – A .CHoinel,et G ,ROUYER ,**les marchés financier structures structures et acteurs et acteurs**,revue banque,paris,2 éme édition 1997.

2 – Daniel Szpiro,**introduction a la finance de marché Economique** ,paris 10 ,1998

2 – M.berrag, **le marché financier en algérie entre le réalité et les espérances** ,magistère en sciences de gestion. Option ,école supérieure de commerce , guillet1993

3– Monnier,**les marchés boursiers**,verreuil,paris, 3éme édition,1997

## الملخص

تعتبر سوق الأوراق المالية أداة تفاعل وفضاء تنتقل فيه الأموال من الأطراف التي لديها فائض إلى الأطراف التي تعاني من العجز إذ يقوم نشاط سوق الأوراق المالية على التعامل في مجال الأوراق المالية من خلال إصدارها وتداولها باعتبارها السلعة الرئيسية فيه.

يحتاج المستثمر في بورصة الأوراق المالية إلى استخدام أساليب تمكنهم من اتخاذ قرارات استثمار صائبة ورشيدة لاختياراتهم ومن ثم يصبح تبني تحليل الأوراق المالية المرتكز على العوامل الأساسية بدرجة أكبر وأشمل على نماذج التقييم أمرا ضروريا لذلك.

وعند الحديث على سوق الأوراق في الجزائر يجدر بنا الإشارة أن البورصة تعتبر أسلوبا تنمويا فعالا في أداء مهامه.

## Résumé

Le marché de billets d'argent est un moyenne interaction et un espace de transfert d'argent de la part de ceux qui possède une inflation à ceux qui ont un manque, ce l'activité, marché est basé sur de ce la transmission et l'exploitation des billets en les considérant comme une marchandise primordiale.

L'investisse a besoin d'employer des manière dans la bourse qui lui permettent de prendre des décisions d'investissement sages et justes. Ensuite, suivre l'analyse de billets d'argent qui basé sur les facteurs essentielles plus que les modèles.

Dévaluation qui est nécessaire et en parlant sur le marché de billets d'argent en Algérie, il faut dire que la bourse est un moyen de développent pertinent dans l'accomplissent de ses missions.