



Université Mohamed El Bachir El Ibrahimi - B.B.A.



Université Mohamed El Bachir El Ibrahimi - B.B.A.

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

بعنوان:

مدى انعكاس القيمة الحقيقية للأسهم في تسعيرة بورصة الجزائر

الأستاذة المشرفة:

سعيداني سميرة

إعداد الطالبتين:

❖ مداح فوزية

❖ حلوش سمية

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2019/09/23

أمام اللجنة المكونة من:

الأستاذ/ صاطوري الجودي..... رئيسا

الأستاذة/ سعيداني سميرة..... مشرفا ومقررا

الأستاذ/ بن منصور موسى.....مناقشا

السنة الجامعية 2018-2019



إهداء

أهدي هذه الدراسة المتواضعة إلى المولى عز وجل رافع السموات وباسط الأرض الذي
أعاننا على إنهاء هذه المذكرة، وأطلي وأسلم على سيدنا محمد، وأهديها إلى الوالدين
الكريمين وأسأل الله أن يبارك في عمريهما ويرحمهما كما ربياني صغيراً،
كما أهدىها إلى الأستاذة المشرفة "سميرة سعيداني" على القيام بإشرافها على هذه
المذكرة وعلى طبعها السمع معنا متمنية لها دوام الصحة والعافية والمزيد من العطاء،
كما أهدى هذه الدراسة إلى أستاذة الماجستير تخصص إدارة مالية،
وإلى "فوزية رفيقتي في هذه المذكرة" وإلى "حليمة، إبتسام، سارة، سليمة، صباح وآسيا"
وإلى الطاقم الإداري لقسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية، وإلى كل من أعانني على
إتمام هذا العمل.

إهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى:

من قال فيهما الله سبحانه و تعالى "واخفض لهما جناح الذل من الرحمة و قل رب ارحمهما كما

ربياني صغيرا"، والدي الكريمين أطل الله في عمرهما .

إلى زوجي الذي وقف إلى جانبي وكان سندا لي وإلى عائلته الكريمة.

إلى زهرات حياتي، بناتي "نهال وسيرين".

إلى إخوتي أشقاء الروح محبة ووفاء.

إلى طلبة وأساتذة قسم علوم التسيير.

إلى كل من ساعدني على إنجاز هذا العمل المتواضع

تقديرا و احتراماً.

فوزية

شكر وتقدير

قال الله تعالى: ﴿وَلئنْ شكرتم لأزيدنكم﴾

وقوله صلى الله عليه وسلم: ﴿من لم يشكر الناس لم يشكر الله﴾

الحمد لله الذي تتم بحمده الصالحات فنحمده سبحانه وتعالى على توفيقه لنا لإنجاز هذا

العمل المتواضع

في آخر لمساتنا على هذا البحث لا يسعنا سوى أن نتوجه بالشكر الجزيل والامتنان العظيم إلى

الأستاذة المحترمة *سعيداني سميرة* التي أشرفت على هذا العمل.

كما يسعدنا أن نتقدم بعميق الشكر وخالص التقدير إلى الأستاذ *موسى بن منصور*

الذي لم يبخل علينا بتوجيهاته القيمة ومساعدته لنا

كما يملي علينا واجب الاعتراف بالفضل إلى الأستاذ *زنكري ميلود*

إلى كل من قدم يد العون لنا من أجل بلورة هذا العمل

ما عسانا نقول إنه ليس بالكثير أن نشكر المحسن على إحسانه، فاللهم اجعلنا من الشاكرين

لك ولعبادك.

قائمة الجداول

الرقم	عناوين الجداول	الصفحة
01	أسعار الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2017 وفق تسعيرة البورصة	79
02	أسعار الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2018 وفق تسعيرة البورصة	81
03	قيمة أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي خلال الفترة (جانفي 2017- ديسمبر 2018)	83
04	قيمة التدفقات النقدية الحرة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (جانفي 2017- ديسمبر 2018)	85
05	قيمة أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق طريقة التدفق النقدي الحر خلال الفترة (جانفي 2017- ديسمبر 2018)	87
06	قيمة أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER) خلال الفترة (جانفي 2017- ديسمبر 2018)	88
07	مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي مع متوسط تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017- ديسمبر 2018)	91
08	مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة التدفق النقدي الحر مع متوسط تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017- ديسمبر 2018)	92
09	مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER) مع متوسط تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017- ديسمبر 2018)	93

قائمة الأشكال

الصفحة	عناوين الأشكال	الرقم
68	الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها	01
74	التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر	02

مقدمة

مقدمة:

للسوق المالي دور في عملية التمويل بفضل الادخار العام وجذب المستثمرين، عن طريق عملية بيع وشراء الأدوات المالية، كما يسمح السوق بتقييم الشركات في كل وقت وتجنب المخاطر.

كما تعتبر بورصة الأوراق المالية مرآة حقيقية تعكس الأوضاع الاقتصادية للدولة، كما تعكس حقيقة أوضاع الشركات المقيدة بها، ولقد استوعبت الجزائر هي الأخرى أهمية هذه البورصة في إقتصادياتها، وذلك بإنشاء بورصة القيم المنقولة عام 1998، والتي تتضمن حاليا خمسة شركات مسجلة بها، كما يتم من خلالها التفاوض على القيم المتداولة المسجلة في التسعيرة الرسمية. وهناك مداخل وأساليب متعددة لتقييم الأوراق المالية، فمنها المدخل المحاسبي والمدخل المالي، فضلا عن المدخل البورصي، ومهما اختلفت المداخل والأساليب إلا أنها تهدف في مجملها إلى تحديد القيم الحقيقية للورقة المالية.

إن الأسهم تمثل مصدرا من مصادر التمويل طويل الأجل، ولذلك فإن عملية تقييم الأسهم عملية بالغة الأهمية تتطوي على سلسلة من الدراسات والتحليل، كونها حجر الأساس في اتخاذ القرارات الإستثمارية المتعلقة بالأسهم من قبل المستثمرين، وتستمد أهميتها من الاستثمارات في تعزيز رأس المال من خلال جذب الأموال وتوظيفها في الوحدات الاقتصادية.

وتتميز عملية تقييم الأسهم بعدم السهولة، كون قيم الأسهم في تغير مستمر، كما أن الهدف الرئيسي من تقييم الأسهم في تحديد ما إذا كانت القيمة السوقية للأسهم مقيمة بأكثر أو أقل مما يجب، الأمر الذي يجعلها موضوع اهتمام لدى المستثمرين والمحللين الماليين أو المهتمين بالشأن الاقتصادي، بسبب تأثرها بعوامل كثيرة ووجود أحد هذه العوامل على الأقل يؤثر في قيم الأسهم.

أولا: إشكالية الدراسة

من خلال ما تم تقديمه يمكن طرح إشكالية الدراسة كالاتي:

"ما مدى انعكاس القيمة الحقيقية للأسهم في تسعيرة بورصة الجزائر؟"

من خلال هذه الإشكالية يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي أهم المفاهيم المرتبطة بالقيمة والتقييم؟
- ما هي أهم العوامل المؤثرة على قيمة السهم؟
- ما هي أهم المداخل والأساليب المعتمدة في تقييم الأسهم؟
- ما مدى قدرة تلك الأساليب في عكس القيمة الحقيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر؟
- ما هي أهم الأدوات المتداولة في بورصة الجزائر؟

ثانياً: فرضيات الدراسة

في إطار معالجة الإشكالية العامة ومحاولة الإجابة على الأسئلة الفرعية السابقة، يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- تعدد أساليب التقييم، وينجر عنها اختلاف القيم المحددة.
- تعتمد بورصة الجزائر في تسعيرها على أساليب متعارف عليها دولياً.
- تعكس الأسعار التي تعلنها بورصة الجزائر بشكل نسبي عن القيمة الحقيقية لها.

ثالثاً: أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق ما يلي:

- التعرف على آلية التسعير في بورصة الجزائر.
- التعرف على مسار تحركات أسعار السهم لشركات بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة.
- تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر باستخدام عدد من الأساليب المتعارف عليها في التقييم.
- التعرف على مدى قدرة بورصة الجزائر في تسعير أسعار تعكس القيمة الحقيقية لها.

رابعاً: أهمية الدراسة

إن الهدف الرئيسي لأي شركة هو تعظيم قيمة الشركة والذي ينعكس في قيمة أسهمها، وتكمن أهمية البحث في كونه يركز على بورصة الجزائر وإبراز مدى قدرتها في تسعير أسعار تعكس القيمة الحقيقية للأسهم.

خامساً: منهج الدراسة

المنهج المتبع هو المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، حيث تم استخدام في الجانب النظري المنهج الوصفي، من أجل معرفة طبيعة المفاهيم والأطر النظرية المتعلقة ببورصة الأوراق المالية وأساليب تقييم الأسهم فيها، كما أن المنهج الوصفي مناسب لترتيب وتفسير وتصنيف مختلف العناصر التي تؤثر في الظاهرة موضوع الدراسة، أما في الجانب الميداني فقد تم اعتماد المنهج التحليلي، من خلال استخدام تقنياته في تحليل أداء بورصة الجزائر في تقييم القيمة الحقيقية للأسهم مقارنة بتسعيرة البورصة.

سادساً: الدراسات السابقة:

تقاطعت عدة دراسات مع موضوع بحثنا، وفيما يلي أهمها:

- 1- دراسة هشام طلعت عبد الحكيم، حسن وأنوار مصطفى، وهي بعنوان: "تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن)"، - دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق المالية-"، وهي عبارة عن مجلة في الإدارة والاقتصاد، العدد 81، 2010.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل طبيعة العلاقة بين القيم السوقية والقيم الحقيقية للأسهم العادية التي جرى اختيارها عينة للبحث، حيث اعتمدت هذه الدراسة على نموذج جوردن لتقييم التوزيعات في قياس وتحليل القيمة الحقيقية للأسهم العادية المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية، على عينة عمدية مؤلفة من سبعة أسهم من أسهم الشركات المدرجة في هذا السوق لتكون ميدانا للبحث، كما هدفت إلى ترشيد القرار الاستثماري للمستثمر في سوق العراق للأوراق المالية من خلال إتباع المنهج الاستثماري السليم وأدواته العلمية الرصينة، حيث توصلت هذه الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات، من بينها إثبات صحة فرضية البحث المتعلقة بوجود علاقة تناسب طردي بين القيم السوقية والقيم الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث، وعدم إمكان الاعتماد على نموذج الخصم (نموذج جوردن) في تقييم أداء الأسهم وفي اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل في سوق العراق للأوراق المالية لعدم مواءمتها لظروف البيئة العراقية.

2-دراسة عبد الزهرة سليم كرار وآخرون، وهي بعنوان: "قياس القيمة العادلة للأسهم باستخدام نموذج مضاعف الربحية"، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، السنة التاسعة، العدد 29، 2013، وهي عبارة عن دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2009-2012.

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مفهوم القيمة العادلة ومبررات استخدامها، واستعراض الطرق الممكنة لقياس القيمة العادلة للأسهم، فضلا عن بيان إمكانية قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية.

وانطلاقا من نتائج البحث، يوصي الباحثون بضرورة قيام البنوك العراقية وسوق العراق للأوراق المالية بقياس وإظهار القيمة العادلة للأسهم في التقارير التي يصدرونها، وضرورة قيام الجهات المنظمة لعمل المهنة المحاسبية في العراق بإصدار معيار أو قاعدة محاسبية محلية تتعلق بالقيمة العادلة للأسهم لضرورة ذلك في تشجيع الاستثمار وتوظيف رؤوس الأموال في الوحدات الاقتصادية العراقية، كما أثبتت هذه الدراسة صلاحية نموذج مضاعف الربحية في قياس القيمة العادلة للأسهم العادية للبنوك العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

3-دراسة لإبراهيم الكراسنة بعنوان: "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات" وهي عبارة عن ورقة لصندوق النقد الدولي - معهد السياسات الاقتصادية -، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2010.

قدمت هذه الدراسة بعض النقاط الإسترشادية، التي يمكن استخدامها من قبل جميع الأطراف المعنية في سوق الأوراق المالية سواء كانوا مستثمرين، وسطاء ماليين أو حتى الجهات المعنية في الرقابة على التعامل في الأوراق المالية، حيث استعرض الباحث في الجزء الأول من هذه الدراسة، المفاهيم الأساسية للأسهم وأهميتها كمصدر من مصادر التمويل، بعدها تم التطرق إلى أسلوب كل من التحليل الأساسي والفني مع بعض الأمثلة

التوضيحية، ثم أهم استراتيجيات الاستثمار في الأسهم ومفهوم قياس مخاطرها، وأخيرا تم التطرق إلى موضوع السندات وتقييمها وأنواعها وعلاقة سعر السند مع سعر الفائدة.

4-دراسة لفتيحة بن بوسحاقي بعنوان: " بورصة الجزائر - واقع وآفاق -"، وهي رسالة ماجستير في كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002-2003.

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز هدف، دور وفعالية بورصة الجزائر للقيم المنقولة في الإقتصاد الوطني، حيث تطرقت هذه الدراسة إلى عموميات البورصة ثم إلى الجانب القانوني لبورصة القيم المنقولة في الجزائر، ومن ثم استعراض لبورصة الجزائر للقيم المنقولة.

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أبرزها: أن بورصة الجزائر تلعب دورا هاما في التنمية الاقتصادية، من خلال تعبئة الادخار بتقريب الأشخاص ذوي فائض في الأموال وأولئك الذين هم بحاجة إليها.

كما قدمت هذه الدراسة توصيات من بينها أن بورصة الجزائر بحاجة لأن توضع في محيط سليم ومنظم حتى تقوم بدورها.

5-دراسة لمحمد زيدان ونورين بومدين هي مداخلة بعنوان: " دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق -" للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية بسكرة يومي 21/22 نوفمبر 2006.

هدفت هذه الدراسة إلى تشخيص المعوقات التي حالت دون أداء البورصة في الجزائر للدور الذي كان منتظرا منها، ومن ثم اقتراح الحلول المناسبة لتجاوز هذه العقبات وتفعيل دور البورصة في الإقتصاد الجزائري، حيث قسمت الدراسة إلى أربع محاور:

- أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات الوطنية.
- واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر.
- معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر.
- آفاق تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر.

وكانت نتيجة الدراسة أن عمل البورصة في الجزائر لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء إنشائها، فلا يزال دورها في الإقتصاد الوطني ضئيلا جدا، إذا ما نظرنا إلى نسبة رأس مالها السوقي إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي الذي بلغ في سنة 2004 ما مقداره 0.22 %، و أشار الباحث إلى أن هذا الواقع الذي تعيشه البورصة في الجزائر إنما هو نتاج لعدد من المعوقات، سواء كانت هيكلية في الإقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة أو ما هو متعلق بالجانب الثقافي والديني، لذا لا بد أن يحظى هذا السوق بكثير من الاهتمام.

كما قدمت هذه الدراسة توصيات هي:

- الإسراع في عملية خصخصة الشركات العمومية بما فيها البنوك، من خلال فتح رأس مالها أمام المتعاملين في البورصة.

- مراجعة الجانب التشريعي للبورصة، خاصة فيما تعلق بشروط الإدراج وكذا شركات الوساطة المالية.

- العمل على إرساء الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع، عن طريق وسائل الإعلام وكذا شبكة الاتصال العالمية.

- العمل على ربط البورصة الجزائرية بالبورصات الإقليمية والجهوية بهدف الاستفادة منها.

وتختلف الدراسة التي تناولناها عن باقي هذه الدراسات في كون أنها عالجت متغيرات جزئية من متغيرات الدراسة التي نحن بصدد معالجتها، كما أنه تم الاعتماد على المدخل المالي والمحاسبي والبورصي في التقييم المالي للشركات.

سابعاً: أسباب اختيار الموضوع

تم اختيار موضوع الدراسة وذلك لأسباب ذاتية وموضوعية؛

1- الأسباب الذاتية:

- كون موضوع بورصة الأوراق المالية ضمن مجال الإدارة المالية.
- الرغبة في الاطلاع على الموضوع.

2- الأسباب الموضوعية:

- كون بورصة الأوراق المالية في تجدد مستمر.
- لأن الموضوع يحتاج إلى دراسة.
- التعرف على أداء بورصة الجزائر في تسعير الأسهم.

ثامناً: الحدود الزمنية والمكانية للبحث

تم اختبار خمسة شركات المدرجة في بورصة الجزائر من الفترة جانفي 2017 إلى ديسمبر 2018، حيث تمت المقارنة بين الشركات بصفة شهرية للسنتين 2017 و 2018.

تاسعاً: هيكل الدراسة

اقتضت الدراسة تقسيمها إلى ثلاث فصول؛

فصل أول بعنوان " الإطار النظري للأسهم العادية " تناولنا فيه ماهية الأسهم العادية، أساسيات وأساليب تقييمها.

في حين خصصنا الفصل الثاني للدراسة النظرية لسوق الأوراق المالية، من خلال التطرق إلى تعريف ووظائف هذا السوق وكذا آليات وقواعد التعامل فيه.

أما الفصل الثالث الذي تضمنته الدراسة فخصصناه للدراسة التطبيقية من خلال مبحثين، مبحث أول تطرق إلى نشأة بورصة الجزائر وهيكلها التنظيمي وكذا آلية عملها، في حين خصصنا المبحث الثاني للدراسة التحليلية لانعكاس القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في تسعيرة بورصة الجزائر.

عاشرا: صعوبات البحث

تمثلت الصعوبات بصعوبة الموضوع في حد ذاته لاختلاف أساليب التقييم المعتمدة، وصعوبة توفير البيانات المالية المناسبة لكل أسلوب من أساليب التقييم، لاسيما ما تعلق بمعلومات التقارير المالية لشركة أليانس.

الفصل الأول

الإطار النظري للأسهم العادية

تمهيد

تعد الأسهم العادية إحدى أهم أدوات تمويل رأس المال في الشركات المساهمة، وقد تبلورت مفاهيمها المعرفية بتطور ونضوج الأسواق المالية، هذا بجانب أن الأسهم العادية من أكثر أدوات الملكية شيوعاً بين عموم المستثمرين بغض النظر عن إمكانياتهم المادية وثقافتهم الاستثمارية، ويهدف الإلمام بالإطار النظري للأسهم العادية ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث؛

- المبحث الأول: ماهية الأسهم العادية
- المبحث الثاني: أساسيات حول تقييم الأسهم العادية
- المبحث الثالث: أساليب تقييم الأسهم العادية

المبحث الأول: ماهية الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية من أكثر الأوراق المالية انتشاراً، فهي لا ترتب على الشركة المصدرة لها أي نوع من الالتزامات كما هو الحال في السندات مثلاً، فالمساهم لا يحصل على نصيبه من التوزيعات إلا إذا تحققت أرباح وتقرر توزيعها.

المطلب الأول: مفهوم الأسهم العادية

تقوم الشركات خلال نشاطها بإصدار أنواع عدة من الأوراق المالية بهدف الحصول على أموال لتمويل استثماراتها، ومن أهم هذه الأوراق المصدرة نجد الأسهم العادية، وعلى الرغم من ذلك فإن إصدارها لا يعتبر عملية روتينية تتم باستمرار بل أنها عملية قليلة الحدوث خلال مدة حياة الشركة.

أولاً: تعريف الأسهم العادية

1- تعريف السهم:

لغة: هو جمع أسهم وهو في اللغة يطلق على معان منها:

النصيب وجمعه السهمان بضم السين: يقال سهامه أي قاسمه ومنه شركة المساهمة.

اصطلاحاً: يطلق الاقتصاديون السهم مرة على الصك ومرة على النصيب، ومعنى المصطلحين واحد، حيث أن الصك هو وثيقة تسلم لشخص يمتلك حصة من رأس المال لشركة تخوله الحقوق المعطاة لكل شريك¹.

2- تعريف الأسهم العادية:

هناك عدة تعاريف للأسهم العادية نستعرض منها:

"حصة في ملكية الشركة، تخول صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسوية الالتزامات تجاه الآخرين، كما يحق لحامل السهم العادي الاشتراك في إدارة الشركة"².

"الأسهم العادية وهي التي تتساوى في قيمتها، وتخول المساهمين حقوق متساوية، ويحصل المساهم بموجبها على قدر من الربح يتناسب مع ما دفعه للشركة دون أي زيادة أو مزية أخرى ويكون عليه من الخسارة بقدر أسهمه"³.

¹ محمد بشير عليا، القاموس الاقتصادي، ص: 55.

² هشام طلعت عبد الحكيم، حسن، انوار مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) - دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق المالية-، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، 2010، ص: 55.

³ شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية-، دار الفكر، دمشق، سوريا، ط 01، 2002، ص ص: 91-92.

كما تعرف على أنها وثيقة تصدر عن شركة مساهمة معينة بقيمة إسمية معينة ثابتة تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخفص قيمتها السوقية إلى تغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة.

السهم مستند ملكية له قيمة إسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية، فالقيمة الإسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس. أما القيمة الدفترية فتمثل في قيمة حقوق الملكية التي تتضمن فقط الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على الأسهم العادية المصدرة. وأخيرا القيمة السوقية المتمثلة في قيمة بيع السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الإسمية أو الدفترية¹.

وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديده ولحامها حصة الملكية في الشركة، ولهم الأولوية الدنيا في طلب العوائد حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة.

وعليه تمثل الأسهم العادية مستندات ملكية بالنسبة لحاملها، ومصادر تمويل طويلة الأجل بالنسبة لمصدرها، وقيمتها هي المؤشر الأساسي لقيمة الشركة، إذ تمثل رأس المال الحقيقي لها، وبالتالي فقيمة الشركة هي من قيمة مجموع أسهمها العادية، أي أن قيمة السهم العادي هو حاصل قسمة قيمة الشركة على عدد أسهمها العادية.

ثانيا: خصائص الأسهم العادية

للأسهم العادية خصائص عديدة نوجزها فيما يلي²:

- أداة للتمويل طويل الأجل: حيث تمثل الأسهم العادية رأس مال أو جملة الأموال الخاصة (حقوق الملكية) للشركة؛

- ليس لها تاريخ استحقاق: إذ لا يوجد تاريخ استحقاق محدد للأسهم العادية وإنما هي مرتبطة بمدة حياة الشركة، التي تتحدد عموما بـ 99 سنة قابلة للتديد والتجديد؛

- متساوية القيمة: فلا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة، بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى؛

- القابلية للتداول: وهذه الخاصية توفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، إذ تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية (كالمداولة من يد لأخرى كما هو الحال بالنسبة لأسهم للحامل أو بالقيود في سجل

¹ جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص: 36.

² موسى بن منصور، مطبوعة محكمة في مقياس الأسواق المالية، لطلبة السنة الثالثة ليسانس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريبيج، الجزائر، 2017-2018، ص: 76-79.

الشركة، كالأسهم الاسمية أو عن طريق عملية التظهير كالأسهم لأمر)، دون حاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها، وتضع القوانين التجارية في معظم الدول شروطاً خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم؛

- **عدم قابلية السهم للتجزئة في مواجهة الشركة:** فإذا تملك السهم أشخاص متعددون سواء بطريق الشراء أو الإرث، وجب عليهم أن يختاروا أحدهم فيؤكلوه لينوب عنهم في استعمال الحقوق المختصة بالسهم في مواجهة الشركة؛

- **المسؤولية المحدودة للمساهم:** فمسؤولية المساهم في الشركة لا تتجاوز قيمة السهم، فلا يسأل عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يملكها؛

- **السهم العادي له عائد متغير** يتمثل في جزء من الأرباح، وقد يحصل عليه نقداً أو في شكل أسهم إضافية؛

- **تمثل حق الملكية على جزء من رأسمال الشركة المصدرة (أو حصة من رأسمال)؛**

- **من أكثر الأوراق المالية شيوعاً؛**

- **لها ثلاث قيم أساسية، قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، بالإضافة إلى قيم أخرى لا تقل أهمية عن سابقتها وهي القيمة الحقيقية وقيمة الإصدار وقيمة التصفية؛**

- **لا يحق لحملتها المطالبة بنصيبهم من الأرباح إذا لم تقرر إدارة الشركة توزيع الأرباح؛**

- **لا يجوز لحملتها استرداد قيمتها من الشركة المصدرة، كما أنه في حالة إفلاس الشركة فليس هناك ما يضمن لهم استرداد القيمة التي سبق لهم دفعها عند شرائها، إذ قد لا يسترد أي شيء؛**

- **عددها محدد في القانون الأساسي للشركة، ولا يمكن إصدار أكثر من ذلك، لذلك عادة ما تلجأ الشركات إلى إصدار ذلك العدد على مراحل؛**

- **لا يخصم مقدار التوزيعات الممنوحة للمساهمين من الوعاء الخاضع للضريبة، بل تحسب هذه التوزيعات من الأرباح الصافية بعد الضريبة؛**

- **تعطي لحاملها جملة من الحقوق.**

ثالثاً: أهمية الأسهم العادية كمصدر تمويل

تعتبر الأسهم العادية من أهم مصادر التمويل الرئيسية التي تلجأ إليها شركات المساهمة للتمويل طويل الأجل، ويعتبر هذا المصدر أول مصدر تمويل في بداية حياة الشركة وأهمها، ويتم إصدارها أساساً في مرحلة تأسيس الشركة، وهذه العملية لا تعتبر من العمليات الروتينية للشركة، بل تعتبر من العمليات النادرة والتي من الممكن أن تحدث مرة واحدة خلال فترة حياة الشركة.

- وتتطوي عملية التمويل بإصدار الأسهم العادية على العديد من المزايا يمكن تلخيصها فيما يلي:
- ليس للسهم العادي أجل محدد للتسديد ولا يلزم الشركة رد قيمة السهم في موعد محدد.
 - زيادة الاعتماد على الأسهم العادية يدني نسبة حجم الأموال من القروض ضمن الأموال الدائمة، وهذا يكون بمثابة ثقة وضماني في مقدرة الشركة على زيادة الموارد المالية من الاقتراض، فتشجع الدائنين على مدها بمزيد من القروض¹.
 - أنها تمنح مقسوم أرباح للمستثمر عندما يكون هناك توزيع للأرباح من قبل الشركة، أي أن الشركة تدفع مقسوما نقديا كأرباح إلى المستثمر، بمعنى آخر عندما يمتلك المستثمر السهم العادي فمن المتوقع الحصول على مقسوم أرباح.
 - بالإمكان بيع السهم للحصول على ربح في المستقبل عندما يرتفع سعر بيعه عن سعر شرائه، أي إمكان تحقيق مكاسب رأسمالية، وبشكل عام يقدم المستثمر على شراء الأسهم العادية عندما يتوقع الحصول على ربح في المستقبل متاحة للحقوق المساهمين².

المطلب الثاني: أنواع الأسهم العادية

أولاً: أنواع الأسهم العادية تبعا لأدائها في الظروف الاقتصادية

تقسم الأسهم العادية بموجب مؤشرات ومعايير عديدة، تبعا لأدائها وسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية على ما يلي:

1- الأسهم المدافعة:

الأسهم المدافعة هي الأسهم التي يتوقع بقاء أسعارها مستقرة ومأمونة أو متزايدة خلال الركود الاقتصادي وتدهور الأعمال، أو خلال التقلبات الحادة لأسواق المال، بمعنى أنها تبقى غير متأثرة نسبياً بمدة الانكماش في دورات الأعمال، ولهذا توصف بأنها مقاومة للركود، ويعد هذا النوع من الأسهم جذاباً للمستثمرين الراغبين في الحصول على عائد مؤكد وآمن.

2- الأسهم الدورية:

الأسهم التي يرتبط مستوى أرباحها وأسعارها تماماً مع الحالة الاقتصادية العامة تدعى الأسهم الدورية، أي أنها أسهم تعود لشركات سريعة التأثير بتغيير الاقتصاد وأسعارها تتقلب مباشرة وبدرجة أكبر من معظم الأسهم بتحرك الاقتصاد بين الازدهار والتدهور، وعندما تكون الظروف الاقتصادية جيدة تكون أرباح هذه الشركات

¹ نورس كاظم عبيد العارضي، استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للأسهم - دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، 2017، ص: 75.

² هشام طلعت عبد الحكيم، حسن، أنوار مصطفى، مرجع سابق، ص: 56.

عالية وترتفع أسعار أسهمها ويندهور الظروف الاقتصادية تتدنى مبيعات الشركة الدورية بحدّة وتتناقص أرباحها كثيراً¹.

3- الأسهم المضاربة:

وهي الأسهم التي يتأمل المستثمر أن تزداد أسعارها مستقبلاً، وبدلاً من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية للشركة، فإن المستثمرين في هذه الأسهم يراهنون على أن ما قد يستجد من معلومات ووسائل إنتاج سوف يؤثر إيجاباً في زيادة أسعار أسهم الشركة، وتميل هذه الأسهم إلى التقلب كلما توفرت معلومات جديدة.

4- الأسهم الناجحة:

تعود هذه الأسهم لشركات كبيرة وعريقة ومعروفة، أي أنها أسهم أصدرتها شركات قائمة في ميدان صناعتها، وتتسم بكفاءة وبفاعلية أدائها وتقديمها لمنتجات مختلفة وذات جودة عالية.

5- أسهم الدخل:

وهي الأسهم التي تعطي دخلاً مستقراً، أي أن توزيع الأرباح بشكل دفعات أعلى من متوسط عائد الاستثمار يكون بصفة مستمرة ومستقرة، ويصدر عموماً هذا النوع من الأسهم لشركات في الأعمال التجارية المستقرة التي لا تكون بحاجة لإعادة الاستثمار من خلال نسبة مئوية كبيرة من الأرباح كل سنة².

6- أسهم النمو:

يعرف سهم النمو بأنه السهم ذو معدل العائد المتوقع (المعدل بالمخاطرة) العالي، وكلما تزايدت فرص نمو الشركة في فترة معينة، كلما كان معدل العائد بالمخاطرة والذي يحققه في فترة لاحقة أدنى، وإن الشائع هو أن أسهم النمو هي أسهم لشركات النمو، وأن هذا الاعتقاد خاطئ بالرغم من شيوعه تأتي مما سمي بالانحياز المعرفي وهو المسؤول عن ذلك التعريف الخاطئ، ولا يشترط أن تكون أسهم النمو أسهماً لشركات النمو³.

ثانياً: الاتجاهات الحديثة في الأسهم العادية

إضافة إلى الأنواع السابقة للأسهم العادية فقد ظهرت أنواع أخرى بعد أن لجأت بعض الشركات إلى تطوير مفاهيم جديدة للأسهم العادية، وذلك بإضافة بعض الخصائص بهدف زيادة جاذبية الأسهم التي تصدرها أو للاستفادة من ميزات يضمنها قانون بعض الدول، وبذلك ظهرت خلال العقود الأخيرة من القرن الماضي الأنواع التالية:

¹ حافظ عبد الناصر، استخدام الأسهم العادية في قياس كفاءة الإدارة المالية في عينة من الشركات العراقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 06، العدد 17، 2011، ص: 197.

² نورس كاظم عبيد العارضي، مرجع سابق، ص: 77.

³ محمد علي العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، ط01، 2013، ص: 51.

1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

من المعروف أن للشركة الواحدة نوع واحد من الأسهم العادية يحصل حملتها على توزيعات كلما تحققت أرباح للشركة ككل وتقرر توزيعها، غير أن شركة جنرال موتورز خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية، حيث أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها (E CLASS) وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية، ومجموعة أخرى عرفت بـ (H CLASS)، وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات¹.

وبذلك يكون أداء السهم العادي للقسم الإنتاجي مرتبط بالنشاط الإنتاجي للقسم، وتوزيعات الأرباح التي يحصل عليها حامل السهم تحسب على أساس الأرباح التي يحققها القسم.

2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

إن العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية في شكل توزيعات لا يعتبر بالنسبة للشركة من بين المصاريف التي تخصم من الأرباح قبل فرض الضريبة، وهي بذلك لا تعامل معاملة الفوائد المستحقة على السندات التي تخصم من الأرباح قبل احتساب الضرائب، وبالتالي تمكن الشركة من تحقيق وفورات ضريبية ولكن لتشجيع الشركات على تمليك حصص مناسبة للعاملين فيها لجأت بعض الحكومات لإصدار تشريع تمنح من خلاله الشركة أحقية خصم توزيعات الأسهم المملوكة للعاملين قبل حساب الضريبة².

3- الأسهم العادية المضمونة:

من المعروف بأن حامل السهم العادي لا يحق له العودة إلى الشركة المصدرة للسهم لمطالبتها باسترجاع قيمة السهم في حالة انخفاض قيمته السوقية، ولكن رغبة الشركات المصدرة في جعل الأسهم العادية أكثر جاذبية ولتسهيل عملية تسويقها، جعلتها تصدر نوعاً من الأسهم تمنح لحاملها الحق في مطالبة الشركة المصدرة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين (مضمون من طرف الشركة)، وذلك خلال مدة محدودة بعد الإصدار.

لذلك فالأسهم المضمونة تتيح لحاملها تحقيق أرباحاً رأسمالية عند ارتفاع القيمة السوقية خلال المدة المحددة للتعويض، بينما لا يتكبد الخسائر بشكل يتجاوز سقف التعويض حتى عند الانخفاض المستمر في القيمة السوقية للسهم طالما أمكنه الرجوع إلى الشركة والحصول على التعويض³، وبذلك تضمن الشركة المصدرة التصريف الكامل لإصدارها بسبب تمتعه بميزة التعويض، كما يضمن المستثمر التحكم بحجم الخسائر المحتملة، (في حالة ما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض).

¹ سمية بلجيكية، أثر التضخم على عوائد الأسهم-دراسة تطبيقية مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، رسالة ماجستير في علوم التسويق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسويق، جامعة منتوري، الجزائر، 2009-2010، ص: 14.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: -مؤسسات -أوراق -بورصات، دار الشروق، عمان، ط 01، 2005، ص: 99.

³ المرجع نفسه، ص: 100.

المبحث الثاني: أساسيات حول تقييم الأسهم العادية

سنحاول من خلال هذا المبحث تبيان ماهية القيمة والتقييم، كما سنتطرق إلى قيم الأسهم المختلفة ثم سنتناول مختلف العوامل التي من شأنها أن تؤثر على سعر السهم.

المطلب الأول: مفهوم القيمة والتقييم

تعد القيمة من المفاهيم المعقدة وغير الواضحة، كون كل واحد يحدد المفهوم من الزاوية التي ينظر إليها حيث يصبح التقييم أكثر تعقيدا. يهدف هذا المطلب إلى التعرف على كل من المفهومين بشكل من التفصيل.

أولاً: مفهوم القيمة

1- تعريف القيمة:

سنقدم مجموعة من التعاريف للقيمة، وذلك كالآتي:

تعرف القيمة بأنها: "عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء ويحدث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر"¹.

كما تعرف القيمة بأنها: "عبارة عن رأي (opinion) وليس حدث (un fait) فالسعر هو الحدث، والمقصود هنا هو سعر الدفع الذي على أساسه تتم عملية المبادلة في البورصة"².

وتعرف كذلك بأنها: "مفهوم موضوعي تنشأ من عناصر ملموسة السلع الخاصة بالشركة، الديون، رقم الأعمال، الأرباح، عوائد الأسهم....، في حين أن السعر هو مفهوم أكثر ذاتية، ذلك أنه عند القياس يستخدم جزئياً عوامل مستقلة عن قيمة الشركة كرغبة المشتري في حيازة نشاط الشركة مثلاً"³.

إن القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل، فهي تتركز عن التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة والذي قام المستثمر أو المقيم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحول القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين⁴.

¹ طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية الإسكندرية، 2000، ص ص: 5، 6.

² BRILMAN JEAN, MAIRE CLAUDE, Manuel D'évaluation des entreprises, les éditions d'organisation, paris, 1990, p : 19.

³ TCHEMEN EMMANNUEI, l'évaluation des entreprises, l'édition economica, paris, 1993, pp : 77,78.

⁴ RAFFEGEAU JEAN, FRNAND DUBOIS, l'évaluation financière de l'Enterprise, presse universitaire de France, paris, 1er édition, 1988, pp : 5,6.

ولقد عرفت القيمة دراسات واسعة في الفكر الاقتصادي، مما يدعون للوقوف على جانب منها باعتبار أن هذا الفكر يمثل الخلفية النظرية والعلمية لأي ظاهرة اقتصادية يتم الخوض فيها، كما نتطرق أيضا إلى القيمة في الفكر المحاسبي وأخيرا إلى القيمة في الفكر المالي.

1-1 - القيمة في الفكر الاقتصادي: لقد حظي مفهوم القيمة بنصيب وافر من الدراسة في الفكر الاقتصادي، من خلال الجدل حولها عبر مختلف المدارس الاقتصادية المتعاقبة، فلقد اعتبر الفيزيوقراط أن مقياسها نابع عن العمل في الأرض التي تعتبر وحدها مصدر الثروة، أما المدرسة الكلاسيكية والماركسيية فردته إلى تكاليف الإنتاج خاصة العمل (مع الاختلاف في المفهوم)، بينما يرى الحديون (نيوكلاسيك) أن ما يحددها هي المنفعة في المقام الأول، كما ذهب تيار آخر ينتمي إلى نفس المدرسة (الحدية) إلى اعتبار أن كلاً تكاليف الإنتاج (و/أو العمل) والمنفعة لهما تأثير مشترك في تحديد القيمة.

وتشكل نظرية القيمة أو ما يعرف بنظرية الأسعار النسبية الأساس (أو نواة) لكل نظام نظري، إذ نجدها تمثل محور التحليل الاقتصادي لمختلف المدارس¹.

ومن الخصوصيات التي جاءت بها دراسات الفكر الاقتصادي للقيمة ما يلي²:

- ينطلق مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي من أن القيمة تمثل الحكم المتعلق بأهمية سلعة بمفهومها الواسع (سلعة وخدمة).

- يميز الفكر الاقتصادي بين ثلاث ثنائيات من المفاهيم المرتبطة بالقيمة، وهي:

• قيمة إجمالية / قيمة وحدوية: توصف القيمة الاجمالية إذا كانت مجردة ولا تعكس حكم فرد أو حالة خاصة، بينما القيمة الوحدوية فتطلق على القيمة الفردية أي تعكس حكم فردي.

• قيمة موضوعية / قيمة ذاتية: تتمثل القيمة الموضوعية في القيمة الاجتماعية بمعنى الأهمية التي يعطيها مجموعة من الأفراد للسلعة بالنظر لقدرتها على إشباع حاجاتهم (المجموعة)، أما بالنسبة للقيمة الذاتية، فتعني القيمة التي يعطيها الفرد إلى السلعة بالنظر لما تقدمه من إشباع لحاجاته الخاصة.

• قيمة الاستعمال / قيمة المبادلة: يعتبر هذا التمييز قديما جدا لأنه ظهر عند اليونان القدامى، حيث يركز على طبيعة الإشباع سواء بشكل مباشر بالاستعمال أو بشكل غير مباشر عن طريق مبادلة السلعة بسلع أخرى، فقيمة الاستعمال هي القيمة المعطاة للسلعة بالنظر إلى قدرتها على إشباع الحاجة بشكل مباشر، أما قيمة المبادلة فتوضح نسبة تبادل الوحدات بين سلعتين:

يتم الاعتماد على تيارين رئيسين في مجال استعمال وحدة القياس لتحديد قيمة التبادل، وحسب ما جاء به الفكر الاقتصادي وهما:

¹ الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، رسالة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2011-2012، ص: 68.

² المرجع نفسه، ص: 69.

- القياس بوحدات مادية (القياس العيني).
- القياس بوحدات نقدية (القياس المالي).

1-2- القيمة في الفكر المحاسبي: ينفرد الفكر المحاسبي بدوره الرائد في القياس ويمثل جوهر ارتكاز العمل المحاسبي ومحوره، وذلك من خلال استخدام الأرقام في التعبير عن الأنشطة التي تمارسها الشركات الاقتصادية بهدف تحديد نتائجها ووضعيتها المالية، إلا أنه من الملاحظ، عدم توافر نظرية مستقلة للقيمة عند هذا الفكر بالمقارنة بما هو متوافر لدى الفكر الاقتصادي¹.

يمكن تصنيف ما أورده الفكر المحاسبي في مجال القياس المحاسبي للقيم إلى مدخلين رئيسيين، يحتوي كل منهما على أكثر من طريقة يتم اتخاذها كأساس للقياس وهما²:

- مدخل (مقاربة) التكلفة في القياس المحاسبي.
- مدخل القيمة في القياس المحاسبي.

يعتمد مدخل التكلفة في تقييم وتحديد النتائج وتصوير المراكز المالية للشركات على أساس التكاليف التي تم إنفاقها للحصول على الأصل، وذلك بتكلفة الحياة (شراء) للعناصر المحصل عليها من خارج الشركة وتكلفة الإنتاج للعناصر المحصل عليها من خارج الشركة وتكلفة الإنتاج للعناصر المنتجة بواسطة إكانات الشركة نفسها، ونجد طريقتين للتقييم وفق هذا المدخل هما:

- طريقة التكلفة التاريخية.

- طريقة التكلفة التاريخية المعدلة.

تعرض هذا المبدأ لانتقادات واسعة خاصة في الشكل الأولي، باعتباره لا يعطي الصورة الحقيقية لوضعيتها الشركة مع التدهور الحاصل في القدرة الشرائية للنقود، مما أدى بالمنظمات والهيئات العلمية والمهنية للمحاسبة على غرار مجلس معايير المحاسبة الدولية ASB إلى سن معايير تشير إلى ضرورة تقييم بعض الأدوات المالية كالقيم المشتقة وفق مبدأ القيمة العادلة (Juste Valeur) كبديل للتكلفة التاريخية، كما يعتمد مدخل القيمة في التقييم وتحديد النتائج والمراكز المالية أساس مفهوم القيمة في عملية التقييم المحاسبي وذلك من خلال طرق القياس الآتية :

- طريقة التكلفة الاستبدالية الجارية (بأسعار السوق).

- طريقة محاسبة التحديث المستمر.

- طريقة الدخل المتوقع.

¹ الجوزي غنية، مرجع سابق، ص: 70.

² المرجع نفسه، ص ص: 70-72.

بالرغم من المزايا التي تنتم بها طريقة التكلفة الاستبدالية الجارية، كتوفيرها لقدرة كبير من الدقة في تحديد النتائج مما يحقق واقعية القياس والحفاظ على رأس المال المادي للشركة، إلا أن هناك عدة انتقادات توجه إليها منها صعوبة تحديد ماهية تكلفة الإحلال الواجب الاعتماد عليها نظرا لأن الخاصية النقدية تمثل في أي لحظة زمنية الطريقة الملائمة للتعبير عن جميع الأنشطة التي يمكن للشركة مزاولتها في السوق، فإن الميزة الوحيدة التي أوردها أنصار طريقة محاسبة التحديث المستمر، تتمثل في أن الميزانية تعكس قدرة الشركة في لحظة معينة على الدخول في مبادلات غير مباشرة نظرا لاعتماد تلك القدرة على العلاقة القائمة بين ممتلكات والتزامات الشركة والتي تقيم بالمكافئ النقدي الجاري، إلا أن هذه الطريقة هي محل انتقاد، ليس فقط لاختلاف الأسلوب المستخدم في تقييم عناصر الميزانية، بل أيضا لاختلاف القاعدة المستخدمة في تقييم العنصر الواحد، فعلى سبيل المثال يقيم حساب قرض سندات (مورد) بالمبلغ الأصلي التعاقدية له، بينما يقيم الحساب الخاص بالاستثمار في السندات بالمكافئ النقدي الجاري عند تغيير معدل الفائدة السائد في السوق.

يعد مفهوم " القيمة الاقتصادية " بمثابة محور الارتكاز لطريقة الدخل المتوقع كأساس لقياس القيمة، حيث تختص المحاسبة تبعا لهذه الطريقة بقياس المنافع الاقتصادية المتوقع حصول الشركة عليها في المستقبل نتيجة استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها. وللقيام بذلك يتم تقسيم الشركة إلى مجموعات؛

تشمل الأولى الأصول النقدية، وتتضمن الثانية مجموعة الأصول التي يمكن تحويلها سريعا إلى نقدية، في حين تشمل الثالثة مجموعة الأصول التي يصعب تحويلها سريعا إلى نقدية وأخيرا مجموعة الأصول غير النقدية.

1-3- القيمة في الفكر المالي: ينصرف الفكر المالي في دراسة القيمة إلى القيمة المرتبطة بالشركة، وذلك على عكس نظرية القيمة في الفكر الاقتصادي التي كانت تدور حول قيمة السلعة. و لعل ذلك سوف لن ينجر عنه اختلاف في المبدأ بين النظرة إلى قيمة السلعة و قيمة الشركة، باعتبار أن الشركة مكونة من مجموعة عوامل الإنتاج من بينها السلع بمفهومها الواسع سواء كانت استثمارات أو غير ذلك أو الأصول بمفهوم أشمل، وعليه تحاول النظرية المالية (الفكر المالي) التطرق إلى القيمة المتعلقة بالشركة في إطار ما يعرف بنظرية قيمة الشركة التي تستمد مرجعيتها في الأساس من الفكر الاقتصادي في الجانب النظري، كما نجدها تستعير جانبا من أدوات القياس من الفكر المحاسبي¹.

أفرزت الانتقادات الموجهة للربح كهدف تسعى إليه الشركة ظهور تعظيم قيمة الشركة كبديل للهدف السابق، فالقيمة قبل أن تكون هدفا للشركة كانت موضوع دراسة في النظرية المالية، ويرجع الفضل في ظهور مفهوم القيمة الذي يعد أساس النظرية المالية إلى الاقتصادي "جون بار ويليامس John Burr Williams" وذلك في سنة 1938، حيث بين بأن قيمة أي أصل (مادي أو مالي) تتحدد انطلاقا من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرة التي يطرحها هذا الأصل، وتعود أصول هذه الفكرة إلى أعمال الاقتصادي "إرفينغ فيشر Irving

¹ الجوزي غنية، مرجع سابق، ص: 72.

Fisher" الذي وضع سنة 1907 أسس تحليل القيمة المالية التي تعتبر ركيزة نظرية الاستثمار. وما ينبغي الإشارة إليه، أن أحد لم يسبق الاقتصادي "ج.ب.ويليامس" في تطوير المفهوم بشكله الكامل وخاصة عند تحديد القيمة الجوهرية (الحقيقية) للسهم عن طريق ما يعرف بنموذج استحداث توزيعات الأرباح، والذي أدخلت عليه تحسينات من طرف "م.ج.جوردن M. J. Gordon" و"إ.شبيرو E. Shapiro" في 1956، حيث أصبحت قيمة السهم بمقتضاها تساوي مجموع توزيعات الأرباح المستحقة مضافا إليها معدل نمو الأرباح¹.

ويمكن القول أن كل أعمال "فيشر" و"ويليامس" و"جوردن" تعد أصول نظرية القيمة في إطار النظرية المالية، كما نجد أنه ابتداء من سنة 1958 تاريخ ظهور مقال "مودجلياني" و"ميلر Modigliani Miler et" حول تكلفة رأس المال، مالية الشركة و نظرية الاستثمار الذي يعتبر ثورة في مجال مالية الشركة، حيث بدأت النظرية المالية تدرس بشكل عام وبدقة أكثر موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة الشركة، حيث تمت دراسة نوعين من القرارات المالية في تأثيرها على قيمة الشركة علاوة على قرارات الاستثمار والمتمثلين في الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح، والإشكال المطروح في هذا الإطار هو²:

ـ فيما يرتبط بالهيكل المالي، هو معرفة النسبة التي يمكن للشركة أن تغير وفقها هيكلها المالي (التوليفة: أموال خاصة / ديون) ومدى تأثيرها المحتمل على تكلفة رأس المال ومن ثم تأثيرها على قيمة الشركة.

ـ فيما يرتبط بسياسة توزيع الأرباح، هو البحث عن دور توزيعات الأرباح في تحديد قيمة السهم.

فانطلاقا من ظهور النظرية المالية الحديثة بإدخالها حالة عدم التأكد في الدراسات والنماذج المستعملة، ومع الثورة الجديدة في مالية الشركة من خلال المعالجة الجديدة والمبتكرة للقرارات المالية الكبرى (خاصة منها ما يرتبط بالهيكل المالي) من جهة، ومع محدودية وكثرة الانتقادات الموجهة للربح كهدف للشركة من جهة أخرى، اتخذت النظرية المالية مفهوم تعظيم قيمة الشركة (ثروة الملاك) كهدف للشركة، وعليه أصبح الاهتمام يتركز على تأثير الهيكل المالي وقرارات الاستثمار وباقي القرارات المالية على قيمة الشركة.

وعليه يمكن القول أن نظرية قيمة الشركة ظهرت كما هي عليه الآن مع ظهور النظرية المالية الحديثة، وبالتحديد مع بداية دراسات مودجلياني و ميلر سنة 1958، أما مفهوم القيمة في المالية التي تمثل إطارا لقيمة الشركة من خلال المفهوم والقياس، فقد ظهر مع أعمال ويليامس سنة 1938.

ثانيا: مفهوم التقييم

أصبح التقييم واحدا من أهم المهارات الأساسية في العلوم المالية وخصوصا مع ازدياد الفرص الاستثمارية في الشركات المدرجة في السوق المالي، حيث يؤدي التقييم دورا رئيسيا في مجال الاستثمار وإدارة المحافظ المالية، ويعد عنصرا مهما لنجاح الاستثمار.

¹ الجوزي غنية، مرجع سابق، ص ص: 72-73.

² المرجع نفسه، ص: 73.

1- تعريف التقييم:

إن التقييم كمفهوم يعني " التحليل والمراجعة المستند إلى منهج علمي متسلسل يكون الهدف منه تقديم تصور عن الحالة التي يتم دراستها لمعرفة إن كانت التغيرات إيجابية أو سلبية فيها"¹.

كما يمكن تعريف عملية التقييم على أنها " ذلك الاجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للورقة المالية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم أساسا على وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع"².

ويمكن أن نقدم على سبيل الذكر لا الحصر مجموعة من التعاريف هي:

التقييم عموما هو: " الوصول الى تحديد السعر أو بكل بساطة تقدير منطقة التفاوض بين المشتري والبائع." إن التقييم بصفة عامة هو "عبارة جهد مبذول لأجل قياس النتائج للسهم أو لتحديد قيمة سلع، أما تقييم الشركة فهو عبارة عن تحديد قيمة الأموال الخاصة، أو تحديد الثروة المستثمرة من طرف المساهمين"³.

كما يعرف التقييم بأنه: "حصر وتقدير قيمة أصول وخصوم شركة بهدف الوصول الى صافي قيمة تلك الأصول بغض النظر عن الطريقة التي يمكن اتباعها لتقدير تلك القيمة"⁴.

2- مبادئ نظرية التقييم:

إن المبادئ الاقتصادية الأساسية -مثل العرض والطلب- تؤثر على قيمة الملك أو الأصل، وعلى ذلك فهناك أربعة مبادئ اقتصادية محددة تؤثر على تقدير قيمة الأصل بشكل عام وهي كما يلي⁵:

- **مبدأ وجود بدائل:** يقضي مبدأ البدائل أنه عند التفكير في أي نقل للملكية يكون أمام كل من المشتري والبائع بدائل لإتمام المعاملة، ولا يعني هذا أن كل البدائل مرغوبة بدرجة متساوية لكنه يعني ببساطة، أن البائع ليس مجبر على البيع لمشتري معين، كما أن المشتري كذلك غير مجبر على الشراء من بائع بعينه، فإذا لم يكن هذا هو الوضع فإن آلية السوق سوف تنتشوه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة.

¹ مؤيد الفضل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة -منهج كمي مع دراسة الحالة -، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 01 2009، ص: 13.

² طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2008، ص: 34.

³ بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2009-2010، ص: 14.

⁴ ثروت محمد علي، أساليب وطرق إعادة تقييم الأصول وأثارها المالية في ظل الخصخصة، الإصلاحات الاقتصادية وسياسة الخصخصة في البلدان العربية، مركز الوحدة العربية، بيروت، ط1، 1999، ص: 228.

⁵ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المنشأة، مرجع سابق، ص: 13.

- **مبدأ الاستبدال:** يقضي مبدأ الاستبدال بأن المشتري العاقل لا يدفع في ملك أو أصل ما يزيد على تكلفة استبداله بآخر يقوم بنفس الوظيفة وأبسط مثال توضيحي لهذا المبدأ هو قيمة الأجهزة والمعدات المستعملة، فالمشتري العاقل لا يدفع مقابل جهاز مستعمل أكثر مما يدفعه مقابل جهاز جديد يؤدي نفس الوظائف.
- **مبدأ الإحلال:** مبدأ الإحلال أو الاستبدال (Sub-stitution) مفهوم هام للغاية بالنسبة لتقدير القيمة، فهو يقضي بأن قيمة الملك أو الأصل يتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتم تأكيدها لامتلاك بديل مرغوب بدرجة مساوية. فإذا كان على سبيل المثال بنكين متساويين في الحجم والموظفين والمكاسب... فإن الفطرة السليمة وعلم تقدير القيمة سوف يقودان لاستنتاج أن البنكين لهما قيمة متساوية أو نسبة متساوية، لأنهما يمثلان بديلين مرغوبين بدرجة متساوية (وفي هذه الحالة هما بديلين متطابقين).
- **مبدأ المنافع المستقبلية:** يقضي مبدأ المنافع المستقبلية الذي يكتسب أهمية خاصة في إطار عملية الاندماج أو التملك، بأن قيمة الملك أو الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المتوقعة من امتلاك ذلك الملك أو الأصل أو السيطرة عليه، ومن هذا فإن قيمة أي بنك أو شركة أعمال تكون هي القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية، أمر معقد ويتطلب وضع افتراضات عديدة بشأن مستقبل الشركة، ومع القيمة الصافية الحالية للمنافع الحالية الاقتصادية تكون غالباً أفضل مؤشر للقيمة، وبشكل مبدأ المنافع المستقبلية أساس المدخل إلى تقدير القيمة (التدفق النقدي، المردودية والعائد).

3- أهداف التقييم:

إن الحاجة إلى التقييم تظهر عند دخول الشركة في بعض المعاملات بغية تحقيق أغراض معينة نذكر منها¹:

- **التقييم لغرض الإدماج:** إن عمليات الإدماج بين الشركات تقوم على أساس توافر فرصة النجاح في تعظيم ثروة الملاك (حملة الأسهم) لكل من الشركتين، أو ما يطلق عليه $5=2+2$ ، ويجب أن تعكس نتائج الصفقة قيمة متحدة للشركة، بعد الإدماج تتجاوز مجموع قيمة الشركات التي اندمجت إذا نظرنا إليها مفردة وتنتج الزيادة في القيمة من خلال بعض المزايا التي يمكن أن تحقق من خلال الإدماج مثل المزايا الضريبية، تخفيض تكلفة التمويل، فرص الدخول في أسواق جديدة واقتصاديات الحجم...
- **التقييم لغرض التصفية:** تتم تصفية الشركة إذا كانت دراسة أوضاعها الحالية والسابقة تفيد بوجود خلل في الهياكل المالية والتشغيلية والإدارية، وينبغي ملاحظة أن قرار تصفية الشركة يكون مبنياً على أن الخسارة المترتبة على تصفية الشركة الآن أقل بكثير من الخسارة التي ترتب على الإبقاء عليها في المستقبل، وفي هذه الحالة فإن قيمة الأصول تتحد بالقيمة السوقية لها في تاريخ البيع.
- **التقييم لغرض الدخول إلى البورصة:** إن دخول الشركة إلى البورصة يشكل مرحلة أساسية في حياتها وعامل مهم جداً لتعجيل نموها وتطورها ويسمح لها بتحسين ديناميكيته وفعاليتها، فدخول الشركة إلى

¹ الجوزي غنية، مرجع سابق، ص ص: 77-78.

البورصة يمثل عامل رفاهية ويعتبر بمثابة إشهار هام، علما أنه مرادف التطور والنضج بالإضافة إلى أنه يعزز بقاءها واستمراريتها، فيلعب التقييم هذا دورا هاما في تحديد القيمة التي ستتنازل بها الشركة عند دخولها البورصة.

- **الخصوصية:** لقد أثبت الواقع الاقتصادي في بعض الدول المجالات الاقتصادية، الفشل العام للقطاع العام على إدارة المشاريع الاقتصادية بالاعتماد الدائم على الدعم الحكومي، لذلك اتجهت إلى الخصوصية. فغرض التقييم في عملية الخصوصية هاته قياس الربحية والسيولة وإعطاء مؤشرات لها في كل الشركة، طبيعة النشاط، نجاحه وجاذبيته ومن جهة أخرى إبراز طبيعة السوق من خلال الوحدات الناجحة والتي تؤدي بدورها إلى المنافسة. كما يهدف التقييم كذلك إلى إنهاء مديونية هذه الشركة قبل بيعها واختيار الأسلوب اللازم لذلك، وهذا حسب الطبيعة الاقتصادية لكل منها.

ويمكن أن يتم اللجوء إلى عملية التقييم لأغراض مختلفة أخرى مثل: التنازل على شهرة المحل، إعادة تقييم الميزانية، الرفع من رأس المال من أجل إصدار الأسهم الجديدة.....الخ.

ثالثا: مفهوم التقييم بالنسبة للأسهم العادية

يعبر مفهوم التقييم هنا عن تقدير القيمة الحقيقية للسهم، وهي القيمة التي تبررها حقائق اقتصادية ومالية ومقارنتها بسعر السهم السائد في سوق الأوراق المالية (Price of Market Value)، لتحديد فيما إذا كان السهم مسعرا تسعيرا مضخما (Overpriced) أو مخفضا (Underpriced)، وذلك بقصد اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة (الاحتفاظ أو شراء أو بيع)، ففي حالة كون القيمة الحقيقية أكبر من سعر السهم السائد في السوق فإن الطلب على شراء تلك الأسهم سوف يزداد بسبب التسعير المخفض للسهم، وبالعكس إذا كان سعر السهم السائد أكبر من القيمة الحقيقية، فإن العرض لبيع الأسهم يكون أعلى من الطلب على شرائها بسبب التسعير المضخم للسهم ومن ثمة الوصول إلى حالة التوازن في كلا الحالتين، إلا أن حالة التوازن تلك لا تتسم بالاستقرار إذ أن القيمة الحقيقية للسهم تتقلب باستمرار لتعكس مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة¹.

ويتجسد الهدف الرئيسي من تقييم الأسهم في تحديد ما إذا كان سعر السهم في السوق مقيما بأكبر أو بأقل مما يجب، ليساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فيما يتعلق بالشراء أو البيع أو الاحتفاظ بهذه الأسهم، وأن تحديد القيمة الحقيقية للسهم يساعد في توفير آلية للتقييم يمكن للمستثمر اعتمادها في الحكم على جدوى الاستثمار بالسهم من عدمه من خلال مقارنتها مع القيمة السوقية.

- فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أقل من قيمته السوقية، فيكون تسعير السهم بأكثر مما يجب ولا بد للمستثمر الذي يحمل السهم أن يبيعه تجنباً للخسارة.

¹ مجد سامي الحجلة، مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم للبنوك المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية (رسالة غير منشورة)، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2016، ص ص: 19-20.

- في حين إذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من قيمته السوقية، فيكون السهم قد سعر بأقل مما يجب وهذا يتيح للمستثمر تحقيق عوائد مرتفعة عند شرائه للسهم¹.

وتجدر الإشارة إلى أن عملية تقييم الأسهم العادية تتميز بصعوبة واضحة مقارنة بالأسهم الممتازة والسندات، ويرجع ذلك إلى الأسباب التالية²:

- عدم معرفة مقدار العائد الخاص بالاستثمارات في الأسهم العادية مسبقاً، عكس ما هو في الأسهم الممتازة والسندات؛
- عدم المعرفة الدقيقة للفترة الزمنية الممتدة لعمر السهم؛
- ارتفاع درجة المخاطرة المرافقة للأسهم العادية نسبياً مقارنة بمخاطر الأسهم الممتازة والسندات؛
- تعدد طرق ونماذج تقييم الأسهم العادية مع وجود اختلاف واضح بين النتائج المحصل عليها من استخدام كل طريقة من تلك الطرق.

المطلب الثاني: قيم الأسهم

تعد الأسهم العادية بمثابة سند ملكية له عدة قيم لكل منها مفهومها الخاص بها، ويمكن بيانها في القيم الخمسة التالية:

أولاً: القيمة الاسمية

هي "القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم الإسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة"³.

والقيمة الإسمية للسهم ببساطة هي "قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيمة السهم، وتصدر الأسهم بقيمتها الإسمية ولا يجوز إصدارها بقيمة أقل⁴:

- سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها؛
- يمكن إصدار الأسهم بقيمة أكبر من القيمة الإسمية، وهي ما تعرف بعلاوة الإصدار وتحدد بناء على تقرير مراقب الحسابات.

¹ عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفاءة باستخدام (نموذج التأكيد المعادل) - دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، الجامعة المستنصرية، 2010، ص: 30.

² موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنضمة، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2008-2009، ص: 154.

³ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية، مذكرة تدريسية، جامعة الملك عبد العزيز، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، ط01، 2010، ص: 11.

⁴ سمية بلجيلية، مرجع سابق، ص: 11.

ثانياً: القيمة الدفترية

تتمثل في حقوق الملكية - التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة- مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة¹، وقد تتساوى القيمة الدفترية مع القيمة الإسمية عند بداية النشاط، وتكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة الإسمية للسهم في حالة تكوين احتياطات، وتكون أقل في حالة تحقيق خسائر. وتحسب القيمة الدفترية للسهم بقسمة صافي أصول الشركة على عدد الأسهم المصدرة².

ثالثاً: القيمة السوقية

هي السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق المالي بالنسبة إلى السهم العادي، فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من القيم الدفترية للسهم وذلك حسب ما تقوم به الشركة من أرباح، ففي بداية أعمال الشركة من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للشركة يدل على مدى تحقيقها للأرباح، أما في حالة تحقيق الشركة أرباح عالية ومتنامية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية، كما أن القيمة السوقية للسهم قد تكون عبارة عن قيمة توازنية Equilibrium بين العرض والطلب في السوق المالي وبالتالي فإنها تمثل إجماع السوق³.

ويمكن استنتاج أن القيمة السوقية للسهم تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب، أي من خلالهما يتحقق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في سوق الأوراق المالية، وتلعب كل من القيمة الدفترية والقيمة الإسمية دوراً هاماً في تحديد القيمة السوقية التي تباع بها الأسهم في سوق الأوراق المالية.

رابعاً: قيمة التصفية

وهي "المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم العادي نتيجة تصفية الشركة وبيع أصولها لكن بعد استبعاد الالتزامات المترتبة عليها، وأن المبلغ المتبقي وراء عملية التصفية يقسم على عدد الأسهم العادية"⁴.

خامساً: القيمة الحقيقية

يرتبط مفهوم القيمة الحقيقية بالأوراق المالية عامة وبالأسهم العادية بشكل خاص، ويدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة (FAIRMARKET VALUE) وتحدد هذه القيمة بالنسبة لسهم على ضوء معطيات

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، A، ص: 07.

² صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، ط01، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 2000، ص: 158.

³ إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010، ص: 08.

⁴ سامر فخري محي الدين عبيدات، استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية - دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة ماجستير في التمويل والمصارف (غير منشورة)، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، عمان، ص: 57.

موضوعية تشمل قاعدة موجودات الشركة، الأرباح الموزعة على المساهمين، آفاق النمو المستقبلية وكفاءة إدارة الشركة.

إن قيمة السهم المحسوبة على هذه الأسس هي ما يهيم المستثمر بالدرجة الأولى على اعتبار أنها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم. ويقوم المستثمر عادة بإجراء مقارنة بين القيمة الحقيقية المحسوبة و سعر السهم في السوق، فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية فإن السهم مقيم بأكثر مما يجب (OVER-VALUED) ولا يصلح للاستثمار بل على العكس يجب التخلص من السهم إذا كان المستثمر مركز فيه، أما إذا كان سعر السوق أقل من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني بأن السهم مقيم بأقل مما يجب UNDER-VALUED وأنه يصلح للاستثمار، لأن سعر السوق يذب أن يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية مما يحقق ربحاً رأسمالياً.

وعندما يكون سعر السوق مساوياً للقيمة الحقيقية فإن السهم يكون مقيماً كما يجب. ومن الممكن أن يختلف سعر السوق عن القيمة الحقيقية للسهم وينتج ذلك عن عدة أسباب أهمها المضاربات، التلاعب في أسعار الأسهم في البورصة، عدم توفر المعلومات عن أداء الشركة، تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين والبطء في ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقاً للمعلومات الواردة.

إن الاختلاف بين سعر السهم يخلق فرصاً للربح والاستفادة من عمليات شراء أو بيع الأسهم في المدى القصير¹.

وقد تسمى هذه القيمة أيضاً باسم القيمة المركزية، باعتبار أنها المركز الذي تدور حوله الأسعار السوقية للسهم في الأجل الطويل تساوي القيمة الحقيقية².

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سعر السهم

توجد مجموعة من العوامل التي تؤثر على سعر السهم في السوق وهذه العوامل تتفاوت قوة تأثيرها من عامل إلى آخر، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

أولاً: القيمة الدفترية

هي عبارة عن قيمة السهم في السجلات المحاسبية للشركة، وهي تساوي موجودات الشركة في وقت معين مطروحة منها جميع الالتزامات المترتبة عليها في ذلك الوقت ومقسومة على الأسهم المصدرة، لذلك فإن القيمة الدفترية للسهم تعتبر مقياساً لما أضافته الشركة من أموال إلى القيمة الإسمية للسهم الذي أصدر بها، فكلما ارتفعت القيمة الدفترية للسهم يعتبر ذلك مشجعاً على الاستثمار في أسهم الشركة، لأن ذلك يعني أن الشركة قد

¹ إبراهيم الكراسنة، مرجع سابق، ص: 09.

² حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم - راسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية، (الأردن - السعودية - فلسطين)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 73.

حققت أرباحاً في الماضي استطاعت من خلالها تكوين احتياطات ومخصصات واحتجاز جزء منها بحيث عزز من قيمة حقوق المساهمين، أما إذا انخفضت القيمة الدفترية عن القيمة الإسمية فهذا دليل على أن الشركة قد حققت خسائر استهلكت جزء من رأسمالها¹.

ثانياً: الأرباح المحققة

يعتبر ربح الشركة من المحددات الأساسية لسعر السهم، لذلك ينصح المحلل المالي بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها كما ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع اتجاه أرباحها إلى الانخفاض، ومع هذا فقد يتضح في الأجل القصير عدم وجود ارتباط بين أسعار الأسهم والربح، فقد تتجه الأسعار في اتجاه عكسي للربح أو قد تتزايد بنسبة صغيرة بالمقارنة بنسبة الزيادة في الربح، ويمكن تفسير هذه التحركات من خلال نظرية الثقة، حيث يتضح أن سعر السهم يتوقف على درجة ثقة التاجر والمستثمر في الأوراق المالية أكثر من الاعتماد على الربح، أي أن درجة الثقة أو عدم الثقة في السهم تدفع السعر إلى الزيادة أو الانخفاض بصرف النظر عن السعر.

ثالثاً: توزيع الأرباح

إن تحقق الأرباح في الشركات المساهمة العامة يكون بزيادة مجموع الإيرادات خلال السنة المالية عن مجموع المصاريف والاستهلاكيات خلال نفس السنة، لكن وجود الأرباح في حسابات الشركة لا يعني بالضرورة أن هذه الأرباح موجودة في شكل نقد جاهز للتوزيع أو التصرف به، حيث أن الشركات عادة ما تحتفظ بكمية قليلة على شكل سائل على اعتبار أن النقد بحد ذاته غير منتج ومن غير صالح الشركة أن تجمد أموالها في موجودات غير منتجة.

رابعاً: الموقف المالي ومدى قوته

يعتبر تحليل المركز المالي للشركة نقطة الانطلاق لتحليل الظروف التي يحتمل أن تواجهها الشركة في المستقبل، أما أدوات التحليل التي يمكن أن يعتمد عليها المستثمر فتتمثل في القوائم المالية المقارنة، قائمة الموارد والاستخدامات، النسب المالية، النموذج التشخيصي لتحليل الربحية ثم تحليل المخاطر، ويجب الانتباه إلى أن نتائج تحليل قوائم المركز المالي، ينبغي أن تؤخذ بحذر لأسباب كثيرة من أهمها تباين الإجراءات المحاسبية التي يمكن اتباعها عند إعداد القوائم المالية التي تمثل الأساس لهذا التحليل، وإن البيانات التي تتضمنها تلك القوائم هي بيانات تاريخية في حين أن التاريخ لا يعيد نفسه ولكن يختلف معه، حيث أن أهمية القوائم المالية تنبع من أنها تساعد المستثمرين والمقرضين في اتخاذ قرارات اقتصادية أفضل، فلقد أثبت الباحثون أن الأرقام المحاسبية لها مضمون معلوماتي سواء كانت أرقام أرباح (الربح قبل الضرائب، الربح بعد الضرائب،

¹ قيس أديب الكيلاني، التنوُّ بالقيم السوقية للأسهم، دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان 2007، ص: 10.

الريح الموزع والريح المحتجز) أو أرقام محاسبية عدا أرقام الأرباح (مثلا: هيكل التمويل، نسب السيولة، معدلات دوران البضاعة، المدينون وأوراق القبض).

خامسا: توقعات المستثمرين والمحللين الماليين حول مستقبل الشركة

لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يجب على المستثمرين والمحللين الماليين تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وذلك بأن يمهّد لذلك بإجراء تحليل تفصيلي لمعدل العائد على حقوق الملكية كمحدد رئيسي لمعدل نمو ربحية للسهم، كما يجب تحليل الربحية الحالية للسهم تمهيدا لقيامه بتقدير قيمتها في المستقبل، وبلوغ التحليل هذه المرحلة يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم. أي أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم هي الهدف الذي يرمي إليه التحليل الأساسي، وهي أيضا حجر الزاوية في اتخاذ القرار الاستثماري.

سادسا: الأوضاع الاقتصادية

إن الحالة الاقتصادية للدولة تتأثر بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها، ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الاقتصادي في الدولة، مستوى التضخم، اتجاه سعر الفائدة، الدورات الاقتصادية، نسبة البطالة وغير ذلك من أحداث.

سابعا: الشائعات في كثير من الأسواق المالية خاصة في دول العالم الثالث

تنتشر هذه الظاهرة في ظل الأسواق المالية للدول النامية بكثرة حيث ينتشر ما يعرف باحتكار المعلومات، وفي ظل غياب كل من القوانين، الأنظمة واللوائح المنظمة للسوق من ناحية، والوعي الاستثماري لدى المستثمرين من ناحية أخرى، وعدم وجود منافسة كاملة في السوق المالي، وكثرة حدوث حركات مفاجئة غير مبررة في أسعار الأوراق المالية.

ثامنا: مدى أو مستوى الاستقرار السياسي

والمقصود في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن حروب أو توترات محتملة في منطقة ما، أو تغيرات سياسية واجتماعية أو اقتصادية في دولة بعينها، والتي عادة ما تترك أثارا على اقتصاد دول أخرى، ويكون لها بصمات على حركة أسواق المال بها¹.

المبحث الثالث: أساليب تقييم الأسهم العادية

تتعدد أساليب التقييم المستخدمة لتحديد قيمة الشركة وبالتالي سعر أسهمها، والجدير بالذكر أن هذه الأساليب تعطي نتائج متباينة ويرجع السبب في ذلك إلى أن كل أسلوب يقوم على افتراضات ومفاهيم مختلفة، فمنها ما يعتمد على المعلومات المحاسبية وأخرى تعتمد على القيمة الحالية للدخل المتوقع الحصول عليه، وأساليب تركز

¹ صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح وعلى أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غزة، فلسطين، 2006، ص، ص 60-62.

على الأسعار السوقية للأسهم في عملية التقييم، غير أن كل هذه الأساليب تهدف في مجملها إلى إيجاد القيمة الحقيقية للسهم.

المطلب الأول: الأسلوب المحاسبي

تحدد قيمة الشركة وفقا لهذا الأسلوب من واقع السجلات والدفاتر المحاسبية التي تتضمن مختلف المعاملات المالية التي تمارسها الشركة، ونميز بين نوعين من نماذج التقييم المحاسبي:

أولاً: الأسلوب المحاسبي التقليدي

يعتمد هذا الأسلوب على القيم المحاسبية البحتة الظاهرة بالميزانية وذلك باستخدام إحدى الطرق الآتية:

1- طريقة الأصل الصافي المحاسبي:

تعتبر طريقة الأصل الصافي المحاسبي (L'actif Net Comptable) عن نشاط الشركة منذ نشأتها، وكذا موجودات المساهمين وحقوقهم الواجب استردادها بعد الديون في حالة التصفية عند فترة معينة من الزمن في معالجة محاسبية بسيطة، باستعمال القيم الظاهرة بالميزانية في تلك الفترة استنادا إلى مبدأ التكلفة التاريخية، بهدف تحديد المركز المالي الصافي للشركة في تلك اللحظة، وذلك من خلال خصم الأصول الوهمية ومجموع الديون سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، وكذا فروق تحويل الأصول الناتجة عن المعاملات بالعملة الأجنبية من مجموع الأصول، مضافا إليها الوفر الضريبي الناتج عن استبعاد الأصول الوهمية¹. وتتحدد قيمة الشركة إذن وفقا لهذه الطريقة بالعلاقة التالية²:

$$V = ANC = A - E$$

حيث: V: يمثل قيمة الشركة ؛

ANC: يمثل الأصل الصافي المحاسبي ؛

A: يمثل مجموع الأصول غير الوهمية بالقيمة الظاهرة بالميزانية ؛

E: يمثل مجموع الديون بالقيمة الظاهرة بالميزانية.

وانطلاقا من كون أن قيمة الشركة هي من قيمة مجموع أسهمها العادية، أي أن قيمة السهم العادي هو حاصل قسمة قيمة الشركة على عدد أسهمها العادية وفق الصيغة التالية:

$$\text{قيمة السهم العادي} = \text{قيمة الشركة} / \text{عدد الأسهم العادية}.$$

¹ موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنظمة، مرجع سابق، ص124.

² المرجع نفسه، ص: 124.

2- طريقة الأصل الصافي المحاسبي المعاد تقديره:

تعتمد طريقة الأصل الصافي المحاسبي المعاد تقديره (L'actif Net Comptable Réévalue) على نتائج طريقة الأصل الصافي المحاسبي مع الأخذ بعين الاعتبار أثر التضخم، وذلك من خلال تصحيح أثر التطور الإسمي للأسعار، عن طريق تحديد معاملات ترجيحية للقيم المحاسبية الظاهرة بالميزانية، بهدف تقريب القيمة المحددة من القيمة الحقيقية للشركة، وبذلك فهي تقوم على إعادة تقييم الأصول بمعاملات تتماشى مع نسبة تطور معدلات التضخم من جهة، وطبيعة الأصل محل التقييم من جهة أخرى، وبذلك يظهر حساب فارق إعادة التقدير أو التقييم ليوافق بين القيمة الجديدة للأصول وقيمة الخصوم، وتظهر قيمة الشركة بالعلاقة التالية¹:

$$E - V = ANCR = AR$$

حيث: ANCR: يمثل الأصل الصافي المحاسبي المعاد تقديره ؛

AR: يمثل قيمة الأصول المعاد تقييمها.

ثانياً: أسلوب التقييم المحاسبي الحديث

قدم هلسون (Ohlson) نموذجاً عرف بنموذج التقييم المحاسبي لتسعير الأسهم يعتمد على المعلومات المحاسبية، خلافاً لنموذجي التقييم اللذان كانا يعتمدان على خصم التوزيعات والتدفقات النقدية، ولا يعتمدان على قيم محاسبية، ولا يسمح منهما بدراسة أثر المعالجات المحاسبية التي أقرتها معايير المحاسبة الدولية، من حيث ترحيل بعض المكاسب (أو الخسائر) إلى حقوق الملكية بقائمة المركز المالي بدلاً من الترحيل إلى قائمة الدخل².

ويعتمد النموذج على الافتراضات الآتية:

1- إن القيمة السوقية للوحدة الاقتصادية تتحدد وفقاً للقيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل، ويعبر عن هذا النموذج بالعلاقة الآتية³:

$$v_t = \sum_{i=1}^{\infty} Rf^{-i} E_t (d_{t+i})$$

حيث: V_t : القيمة السوقية لحقوق الملكية للشركة في تاريخ t ؛

d_t : صافي التوزيعات المدفوعة في تاريخ t ؛

Rf : معدل الفائدة المضمون زائد واحد ؛

E_t : عامل القيمة المتوقع في تاريخ t .

¹ موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنضمة، مرجع سابق، ص ص: 124-125.

² فؤاد عبد الحميد نواجحة، قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير، جامعة اسلامية، غزة، 2014، ص: 77.

³ نورس كاظم عماد العارضي، مرجع سابق، ص: 51.

2- إن مقسوم الأرباح يخفض القيمة الدفترية لحق الملكية دون التأثير على الأرباح الحالية، وهو ما يسمى بالفائض الصافي (clean surpluses) وبموجب هذه العلاقة يتقرر توزيع جزء من الأرباح والباقي يرحل إلى حق الملكية (إما احتياطات أو أرباح محتجزة) وكلاهما يمثل جزء من القيمة الدفترية لحق الملكية، ويعبر عن الفائض الصافي بالعلاقة الآتية¹:

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t$$

$\frac{\delta x_t}{\delta dt} = -1$ → التوزيعات تخفض القيمة الدفترية لحق الملكية

$\frac{\delta x_t}{\delta dt} = 0$ → التوزيعات لا تؤثر على الأرباح الحالية

حيث: b_t : القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة المالية t ؛

b_{t-1} : القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة السابقة $t-1$ ؛

X_t : صافي الربح للفترة الحالية t ؛

d_t : التوزيعات المقرر أو الموزعة عن الفترة الحالية t .

3- استخدام الربح الباقي: استخدم *Ohlson* و *Feltham* مفهوم الربح الباقي كبديل عملي عن الربح غير العادي، ومفهوم الربح الباقي يشير إلى الزيادة في صافي الربح من الأنشطة العادية على العائد الذي يمكن تحقيقه إذا تم استثمار حقوق الملاك في استثمار بديل بخلاف الاستثمار في عمليات الشركة. وأن الربح الباقي عبارة عن الأرباح غير الاعتيادية مطروحا منها العائد الخالي من المخاطرة مضروبا في القيمة الدفترية في بداية الفترة، وذلك وفق المعادلة الآتية²:

$$xt^0 = xt - R_f * b_{t-1}$$

حيث: xt^0 : الربح الباقي في الفترة t ؛

xt : الأرباح غير الاعتيادية في الفترة t ؛

R_f : معدل العائد المطلوب؛

b_{t-1} : القيمة الدفترية للسهم في الفترة t .

يتم احتساب القيمة الحقيقية للسهم وفقا لنموذج التقييم المحاسبي من خلال المعادلة الآتية:

$$p_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t$$

حيث: p_t : سعر السهم في بداية الفترة t ؛

¹ نورس كاظم عماد العارضي، مرجع سابق، ص: 52.

² شذى عبد الحسين جبر، اختبار النموذج المحاسبي في تقييم القيمة الحقيقية للسهم - دراسة تطبيقية -، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة الخامسة وثلاثون، العدد 91، 2012، ص: 168.

b_t : القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t ؛

x_t^a : تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة t (الربح غير العادي) ؛

α_1, α_2 : معاملات النموذج ؛

V : المعلومات الأخرى.

وبناء على ما سبق، فإن الأخذ بهذه المعلومات سوف يؤدي إلى احتساب القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال، احتساب الفرق بين القيمة السوقية للسهم وبين القيمة الدفترية مضافا إليها قيمة الربح الباقي عند سلسلة تاريخية معينة.

على الرغم من الإسهام الذي تقدمه طرق القيمة المحاسبية أو الدفترية في تحديد قيمة الشركة بكل يسر وبساطة، إلا أنها تتميز بمجموعة كبيرة من النقائص التي تعيب استخدامها للتعبير عن القيمة الحقيقية للشركة، وتتمثل أهم هذه النقائص فيما يلي¹:

- أن القيمة الدفترية في كل الحالات هي قيمة تاريخية تعبر عن الماضي، وبالتالي هي قابلة للتغير في أي لحظة بعد إعدادها؛
- أن القيمة الدفترية تعكس قيمة بنود الميزانية وهذه الأخيرة تتأثر بالقواعد والسياسات المحاسبية المتبعة في تقييمها؛
- أن القيمة الدفترية لا تأخذ بعين الاعتبار العناصر التالية:
 - المخاطر الناجمة عن احتمال عدم تحقق الإيرادات بالقدر الذي استحققت به، بسبب أن الديون المشكوك في تحصيلها عادة ما يتحول جزء منها أو كلها إلى ديون معدومة.
 - تكلفة الفرصة البديلة الناتجة عن ضياع فرصة استخدام الأموال المستحقة للشركة، والتي لم تقبض بعد في مجالات استثمارية أخرى بديلة تدر عائد للشركة.
 - القيمة الزمنية للنقود، حيث أن الأموال المستحقة للشركة والتي ينتظر تحصيلها مستقبلا ستكون قيمتها الشرائية حينها أقل من قيمتها لو تم قبضها الآن.
- أن القيمة الدفترية لا تعتمد في اتخاذ القرارات الاستثمارية على جوانب القرار الاستثماري المتمثلة في العائد المتوقع والمخاطرة المرافقة له.

المطلب الثاني: أسلوب الدخل

يقوم أسلوب أو مدخل الدخل على الإجابة على التساؤل التالي: "كم تدفع لشراء الشركة اليوم، إذا كنت مشتريا؟، وبكم تقبل ببيعها اليوم، إذا كنت بائعا؟"، وهذا يوحي بأنه توجد قيمة عادلة للطرفين ولكنها تبقى رهينة

¹ موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنظمة، مرجع سابق، ص ص: 126-127.

المركز التفاوضي لكل طرف، حيث يحاول المشتري أن يدفع أقل من القيمة العادلة بينما يحاول البائع الحصول على أكثر منها¹.

ويتم تقدير قيمة الشركة ومن ثم قيمة أسهمها العادية وفقا لهذا المدخل من جانب الأصول من خلال ما يمكن أن يدره تشغيل تلك الأصول من دخل على مدار العمر الافتراضي للشركة، أي أن قيمة الشركة هي القيمة الحالية للدخل المتوقع الحصول عليه من الاستخدام الجيد لأصول الشركة على مدار العمر الافتراضي لها.

ونميز في هذا المدخل عدة طرق للتقييم أهمها:

- طرق التدفقات النقدية

- طرق التوزيعات

أولاً: طرق التدفقات النقدية

تعتمد هذه الطرق في حساب قيمة الشركة ومن ثم قيمة أسهمها على القيم الحالية للتدفقات النقدية على مدار عمرها الافتراضي، ويتم التمييز فيه بين ثلاث طرق هي:

1- طريقة التدفق النقدي التقليدي:

تحدد قيمة الشركة وفقا لطريقة التدفق النقدي التقليدي (**Discounted Cash Flow**) بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية (التقليدية) المستقبلية المتوقعة على مدى عمرها الافتراضي، ويتحدد التدفق النقدي التقليدي عموماً بالصيغة التالية²:

التدفق النقدي التقليدي الخام = رقم الأعمال - مجموع التكاليف (المتغيرة والثابتة)؛

التدفق النقدي التقليدي الصافي = التدفق النقد التقليدي الخام - [(التدفق النقدي التقليدي الخام - أقساط

الإهلاك) × معدل الضريبة على الأرباح] = الربح الصافي + أقساط الإهلاك.

وهذا ونشير إلى أن القيمة المحددة قد تتغير من مستوى لأخر استناداً للافتراض المعتمد بخصوص طبيعة

نمو التدفق النقدي المحدد، حيث يمكن التمييز بين الافتراضات التالية³:

- ثبات التدفقات النقدية المتوقعة على مدار عمر محدد للشركة.

- ثبات التدفقات النقدية المتوقعة على مدار عمر غير محدد للشركة.

- نمو التدفقات النقدية المتوقعة سنوياً على مدار عمر محدد أو غير محدد للشركة.

1-1- ثبات التدفقات النقدية المتوقعة على مدار عمر محدد للشركة: في هذه الحالة تتحدد قيمة الشركة

وفقاً للعلاقة التالية:

¹ موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنضمة، مرجع سابق، ص: 130.

² المرجع نفسه، ص: 131.

³ المرجع نفسه، ص: 131-133.

$$V = TCF \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right]$$

حيث: TCF: يمثل التدفق النقدي التقليدي (Traditional Cash Flow) ؛

i: يمثل معدل الخصم ؛

n: يمثل العمر الافتراضي للشركة.

1-2- ثبات التدفقات النقدية المتوقعة على مدار عمر غير محدد للشركة: يفترض في هذه الحالة أن عمر

الشركة يؤول الى ما لا نهاية، وبذلك تصبح العلاقة السابقة على النحو التالي:

$$V = TCF \left[\frac{1}{i} \right]$$

1-3- نمو التدفقات النقدية المتوقعة سنويا على مدار عمر محدد للشركة: إن افتراض ثبات التدفق النقدي لا

يقبل به واقع الأعمال، حيث تسعى الشركات بشكل دائم نحو تعظيم قيمتها و مركزها في سوق الأوراق

المالية، ولن يتحقق لها ذلك إلا من خلال نجاح تلك الشركة بمعدل موجب للنمو في حجم نشاطها،

الأمر الذي ينتج عنه زيادة في التدفقات النقدية، لذلك يكون في كثير من الحالات التدفق النقدي متغيرا،

وهذا التغير قد يكون بمعدلات ثابتة وقد يكون بمعدلات متزايدة أو متناقصة، وعليه يجب التمييز بين

مختلف هذه الحالات لما لذلك من أثر بالغ على قيمة الشركة محل التقييم كما يلي:

- حالة النمو الخطي للتدفقات النقدية: تتزايد التدفقات النقدية في هذه الحالة بقيمة ثابتة سنويا تقدر بـ(d)،

و بذلك تكون قيمة الشركة في هذه الحالة محددة بالعلاقة التالية:

$$V = TCF(1+i)^{-1} + TCF(TCF + d)(1+i)^{-2} + \dots \dots \dots [TCF + (n-1)d](1+i)^{-n}$$

وعندما ينتهي العمر الافتراضي للشركة إلى ما لا نهاية، تصبح هذه العلاقة على النحو التالي:

$$V = \left[\frac{TCF+d}{i} \right]$$

- حالة النمو الهندسي للتدفقات النقدية: في هذه الحالة يفترض نمو التدفقات النقدية بمعدل ثابت سنويا

مقداره (c)، مما يجعل من القيمة المحددة سابقا تتحول إلى الشكل التالي:

$$V = \frac{TCF}{(1+i)^n} \left[\frac{(1+c)^n - (1+i)^n}{(1+c) - (1+i)} \right]$$

و عندما ينتهي العمر الافتراضي للشركة إلى ما لا نهاية، تصبح العلاقة السابقة كما يلي:

2- طريقة التدفق النقدي التشغيلي:

يعبر التدفق النقدي التشغيلي أو ما يسمى كذلك التدفق النقدي من عمليات التشغيل (Cash Flow from

Operationnel)، عن تلك التدفقات النقدية الناتجة من الأنشطة التشغيلية، وبذلك فهو يشمل التدفق النقدي

التقليدي مضافا إليه كل من التغيرات في الأصول المتداولة المرتبطة بالمدينين والمخزون، وكذا التغيرات في الخصوم المتداولة ماعدا التسبيقات البنكية أو السلفات البنكية، حيث يضاف إلى صافي الربح نقص الأصول المتداولة وزيادة الخصوم المتداولة، كما يطرح زيادة الأصول المتداولة ونقص الخصوم المتداولة، فضلا عن إضافة أو خصم بنود المصروفات أو الإيرادات التي لا تعبر عن تدفق نقدي مثل إهلاك الأصول الثابتة أو التي لا تتعلق بالأنشطة التشغيلية مثل أرباح أو خسائر بيع الأصول الثابتة أو استثمارات مالية طويلة الأجل¹.

ويمكن أن نعبر عن صافي التدفق النقدي التشغيلي بالصيغة التالية²:

صافي التدفق النقدي التشغيلي = الربح الصافي أو صافي الدخل (المستخرج من قائمة الدخل)

يضاف إليه (+):

- النقص في حسابات المدينين؛
- النقص في حسابات المخزون؛
- النقص في حسابات المصروفات المدفوعة مقدما؛
- الزيادة في حساب الدائنين؛
- الزيادة في حساب المصروفات المستحقة؛
- الزيادة في ضرائب الدخل المؤجلة؛
- الخسائر غير التشغيلية المطروحة عند حساب صافي الدخل.

يخصم منه (-):

- الزيادة في حسابات المدينين؛
- الزيادة في حسابات المخزون؛
- الزيادة في حسابات المصروفات المدفوعة مقدما؛
- النقص في حساب الدائنين؛
- النقص في حساب المصروفات المستحقة؛
- النقص في ضرائب الدخل المؤجلة؛
- المكاسب غير التشغيلية المتضمنة في صافي الدخل.

تحدد قيمة الشركة بالقيمة الحالية لهذه التدفقات على النحو السابق أي:

$$V = \frac{1-(1+i)^{-n}}{i} \times \left[CFO + \frac{d}{i} + nd \right] - \frac{nd}{i}$$

¹ خالد وهيب الراوي، يوسف سعادة، التحليل المالي للقوائم المالية والافصاح المحاسبي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط 01، 2000، ص: 43.

² موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنضمة، مرجع سابق، ص: 134.

وهذه في حالة التدفقات النقدية التي تنمو بكمية ثابتة سنويا، حيث CFO يمثل التدفق النقدي التشغيلي، أما في حالة، التدفقات النقدية التي تنمو بمعدل ثابت سنويا، فإنه يمكن أن نميز بين حالتين هما:

- حالة محدودية العمر الافتراضي للشركة، حيث تتحدد قيمة الشركة وفقا للعلاقة التالية:

$$V = \frac{CFO}{(1+i)^n} \left[\frac{(1+c)^n - (1+i)^n}{(1+c) - (1+i)} \right]$$

- حالة لا نهائية العمر الافتراضي للشركة، وتتحدد قيمة الشركة في هذه الحالة بالعلاقة التالية:

$$V = \frac{CFO}{i-c}$$

وتجدر الإشارة هنا إلى أن مفهوم التدفق النقدي التشغيلي أدق من مفهوم التدفق النقدي التقليدي، إلا أنه لا يصلح لمبدأ الاستمرار ويصلح فقط لسنة تشغيلية واحدة.

3- التدفق النقدي الحر:

يشير التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow) أو التدفق النقدي المتاح (Cash Flow Disponible)، إلى ذلك التدفق المتبقي للشركة بعد تغطية كل من الاستثمارات الرأسمالية المزمعة، أي احتياجات الاستثمار غير المغطاة من التمويل الحالي للشركة، والتوزيعات المتوقعة للمساهمين¹، وقد يشمل التدفق النقدي الحر بشكله الموسع العناصر التالية²:

التدفق النقدي الحر = التدفق النقدي من العمليات التشغيلية؛

(-) الاستثمارات الرأسمالية المزمعة؛

(+) قيمة الاستثمارات الرأسمالية الملغاة؛

(-) التوزيعات للأسهم العادية والممتازة؛

(-) قيمة إعادة شراء الأسهم؛

(-) قيمة سداد السندات؛

(±) التغيير في أذون الدفع؛

(+) حصيلة إصدار أسهم؛

(+) حصيلة إصدار سندات.

¹ موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنضمة، مرجع سابق، ص: 135.

² المرجع نفسه، ص: 135.

هذا التدفق النقدي - التدفق النقدي المتاح - يظهر كأحسن أداة تتلاءم وأعمال التقييم وفق طريقة التدفقات، لأنه يفضل التدفقات المستخرجة مباشرة من الأصل الاقتصادي ويسمح بالحصول على قيمة الشركة ومن ثم قيمة أسهمها.

إذن القيمة السوقية لشركة أو لأصل اقتصادي تساوي إلى مجموع تدفقات الخزينة المتاحة بعد الضرائب مستحدثة بمعدل مردودية مستحق من طرف مجموع حاملي الأموال (معدل الخصم)¹:

$$V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{FTD_t}{(1+I)^t}$$

إن من عيوب طريقة التدفقات النقدية أنه في حالة تحقيق الشركة لخسائر مالية (أي أن التدفقات الداخلة أقل من التدفقات الخارجة) فإن قيمة التدفقات النقدية الحرة أو صافي التدفقات النقدية للشركة تكون سالبة، وفي هذه الحالة سيكون قيمة البسط في النموذج سالب مما سيؤدي إلى أن يكون سعر السهم وفقاً للنموذج يأخذ قيمة سالبة، وهذا الشيء غير منطقي².

ثانياً: طرق خصم التوزيعات

صمم نموذج خصم التوزيعات العام (DDM) مرة من قبل ويليامس سنة 1931³، ويعتبر هذا النموذج أكثر النماذج استخداماً في تقييم الأسهم العادية، لأن التوزيعات تعد الأساس في تقدير القيمة الحقيقية للسهم. يعد هذا النموذج تطبيق واضح لفكر الأساسيين (fundamentalists) أو ما يسمى التحليل الأساسي (fundamental analysis).

ولأن الهدف الرئيس من هذا النموذج هو إيجاد قيمة السهم الحقيقية المتمثلة في جمع القيمة الحالية لسلسلة متنامية من توزيعات الأرباح المستقبلية، والتي تخصم كل مرحلة من مراحل هذه السلسلة عند معدل خصم معين أو معدل عائد يتلاءم مع درجة مخاطرتها⁴.

كما يجب على المحللين الماليين في هذا النموذج تقدير توزيعات الأرباح المستقبلية للسهم العادي باعتبارها المحدد الرئيسي لتقييم الشركات، ومعدل العائد المطلوب، ومعدل نمو الأرباح، وأخيراً الفترة الزمنية التي يتوقع إستمرار توزيعات الأرباح فيها، ومن خلال ما سبق ذكره فإن الصورة العامة لنموذج خصم التوزيعات تظهر من خلال المعادلة التالية⁵:

¹ بكاري بلخير، مرجع سابق، ص: 105.

² نورس كاظم عبيد العارضي، مرجع سابق، ص: 61.

³ عبد الزهرة سليم كرار وآخرون، قياس القيمة العادية للأسهم باستخدام نموذج مضاعف للربحية (الكوفة: جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، السنة التاسعة، العدد 29)، 2013، ص: 198.

⁴ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 139.

⁵ سامر فخري محي الدين عبيدات، مرجع سابق، ص: 67.

$$V = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty}$$

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

حيث: V: القيمة الحقيقية للسهم العادي؛

D_t : التوزيعات الدورية المتوقعة في نهاية السنة t؛

K: كلفة التمويل أو معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

يوجد لنموذج خصم التوزيعات ثلاث حالات (نماذج) مختلفة لتقييم السهم مبنية على أساس كيفية التوزيعات المستقبلية، لأن التوزيعات المتوقعة (المستقبلية) تكون لها أكثر من حالة أو نموذج. فقد تكون في نموذج النمو الصفري (ZeroGrowth) أو في نموذج النمو الثابت (Constant Growth) وأخيراً قد تكون في حالة المتعدد (Multiple) وذلك حسب معدل نمو التوزيعات المستقبلية.

1- نموذج النمو الصفري:

يقوم هذا النموذج على أن توزيعات المستقبلية ثابتة لا تنمو طوال حياة الوحدة الاقتصادية، حيث يحصل صاحب السهم على أرباح ثابتة سنوياً خلال حياة الوحدة الاقتصادية، وذلك لأن معدل النمو السنوي لتوزيعات الأرباح تساوي الصفر، وبما أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق أو عمر محدد، فإنه من الصعب تطبيق المعادلة السابقة والخاصة بالنموذج العام لخصم توزيعات الأرباح.

$$V = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty}$$

لذلك تم تبسيط النموذج العام المذكور أعلاه، بنموذج مبسط يحتوي على نفس المعلومات الواردة في النموذج العام، وتحسب القيمة الحقيقية للأسهم على أساس النموذج المبسط من خلال المعادلة¹:

$$V = \frac{Dt}{k}$$

2- نموذج النمو الثابت:

يفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح المستقبلية تنمو بشكل ثابت، حيث يمكن إيجاد القيمة العادلة للسهم من خلال استخدام نموذج جوردون وشابيرو، والقائم على أساس أن معدل نمو توزيعات الأرباح المستقبلية ثابت إلى الأبد².

¹ سامر فخري محي الدين عبيدات، مرجع سابق، ص: 69.

² عبد الزهرة سليم كرار وآخرون، مرجع سابق، ص: 199.

$$D1 = D0 (1 + g)$$

$$D2 = D0 (1+g)^2$$

: : :

: : :

$$D_{\infty} = D0 (1+g)^{\infty}$$

وأن القيمة العادلة للسهم وفق هذا النموذج هي كالآتي¹:

$$P0 = \frac{D1}{K-g}$$

حيث: g : معدل النمو لمقسوم الأرباح.

وبناء على المعادلات السابقة، فإن أسهم عادية مع نمو مقسوم الأرباح بمعدل ثابت يكون وفق الصيغة الآتية:

$$P0 = \frac{Div}{(1+k)} + \frac{Div(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{Div(1+g)^2}{(1+k)^3} + \frac{Div(1+g)^3}{(1+k)^4} + \dots$$

$$= \frac{Div}{(1+k)} \times \left[1 + \frac{(1+g)}{(1+k)} + \frac{(1+g)^2}{(1+k)^2} + \frac{(1+g)^3}{(1+k)^3} \right] = \frac{Div}{(k-g)}$$

حيث: g: معدل النمو ؛

Div: مقسوم السهم في نهاية الفترة الأولى.

يعد نموذج النمو الثابت أكثر النماذج استخداماً، لوضوح طبيعته و معالمة ويعاب عليه افتراض ثبات معدل نمو مقسوم الأرباح وثبات معدل العائد المطلوب، وذلك لتأثر العائد بالعديد من العوامل. ويمكن استخدامه إذا كان معدل العائد المطلوب أكبر من معدل نمو مقسوم الأرباح فقط، أما إذا كان معدل نمو مقسوم الأرباح أكبر من معدل العائد المطلوب فإن القيمة العادلة للسهم ستكون سالبة، وفي حالة تساوي معدل العائد المطلوب مع معدل نمو مقسوم الأرباح فإن القيمة العادلة للسهم ستكون ما لا نهاية، ولا يمكن أن تكون القيمة العادلة للسهم سالبة أو ما لا نهاية².

¹ عبد الزهرة سليم كرار وآخرون، مرجع سابق، ص: 199.

² إبراهيم يعقوب اسماعيل، هلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية- دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية-، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات التجارية، مجلة العلوم الاقتصادية، سنة الثانية، العدد 17، 2016، ص: 11.

3- نموذج النمو المتعدد:

يفترض أن توزيعات الأرباح المستقبلية للوحدة الاقتصادية لا تبقى بدون نمو، كما أنه لا يمكن استمرار نموها بشكل ثابت طوال حياة الشركة، لأنه في بداية كل وحدة اقتصادية تنمو توزيعات الأرباح بشكل كبير ثم يبدأ معدل نمو التوزيعات بالانخفاض حتى يستقر عند معدلات نمو متقاربة، لهذا فقد تم تطوير هذا النموذج لأنه يعتبر أقرب إلى الواقع في حساب القيمة الحقيقية للسهم، حيث تحسب القيمة الحقيقية من خلال جمع القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المستقبلية في فترة النمو غير العادي إلى القيمة الحالية لسعر السهم النهائي، وذلك كما يوضحه نموذج (Soldofsky and Murphy Model) من خلال المعادلة الآتية¹:

$$V = \sum_t^m \frac{D_m}{(1+k)^t} + \frac{p_m}{(1+k)^m}$$

حيث: p_m : سعر السهم العادي في الفترة m ؛

p_{mm} : فترة النمو غير العادي.

المطلب الثالث: الأسلوب البورصي

يميز الأسلوب أو المدخل البورصي تقييم الشركات المدرجة في البورصة، حيث تكون أوراقها المالية متداولة في البورصة، وعلى ذلك يركز هذا المدخل على الأسعار السوقية للأوراق المالية للشركة محل التقييم في ظل فرضية كفاءة السوق، التي لا تقتصر على مجرد القيام بتحليل ودراسة الشركة المعنية فحسب، بل تتضمن كذلك تحليل الآثار المحتملة لعوامل النظام الاقتصادي للدولة من جهة، وقطاعات النشاط الاقتصادي بها من جهة أخرى، ويندرج تحت هذا الأسلوب في التقييم عدة طرق وإن كان أهمها:

أولاً: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعرف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM/ Capital Asset Pricing Model) في الفكر المالي الفرنسي بنموذج توازن الأصول الرأسمالية (MEDAF/ Modèle d'équilibre Des Actifs)، وقد اقترح هذا النموذج الاقتصادي (William Sharp) سنة 1964²، ويعد أحد الطرائق التي أدخلت بموجبها المخاطرة في التحليل المالي.

وتتبنى الفكرة الجوهرية للنموذج على أنه في حالة توازن السوق يتوقع السهم أن يحقق عائد ينسجم مع مخاطرته النظامية (أي المخاطرة غير القابلة للتنويع أو التي لا يمكن تجنبها)، ويستخدم هذا النموذج لتحليل العلاقة بين المخاطرة النظامية (مقاسة بمعامل بيتا للسهم) وبين معدلات عوائده.

¹ سامر فخري محي الدين عبيدات، مرجع السابق، ص: 61.

² موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنظمة، مرجع سابق، ص: 161.

ويستخدم نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في تقييم الأسهم العادية، لأنه يمكن المستثمر من تحديد معدل الخصم (معدل العائد المطلوب على السهم) والذي يستخدم في خصم العوائد المتوقعة للوصول الى القيمة الحقيقية للسهم¹.

وتتمثل الصيغة الرياضية للنموذج بالمعادلة الآتية²:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

حيث: $E(R_i)$: معدل العائد المطلوب على الاستثمار بالسهم ؛

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة ؛

β_i : معامل بيتا للسهم ؛

$E(R_m)$: معدل العائد المتوقع على محفظة السوق.

ومعدل العائد المطلوب هو أدنى معدل عائد للاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن المخاطرة وتأجيل الاستهلاك المالي للمستقبل، وهو المعدل الذي يطلبه المستثمرون على الموجودات ذات المخاطر، كما يعتبر العائد الخالي من المخاطر هو العائد على ورقة مالية ذات دخل ثابت تصدرها جهة حكومية قادرة على سداد ما عليها من التزامات تجاه حامل الورقة.

β_i يمثل معامل بيتا للسهم، وهو يقيس درجة حساسية عائد السهم (i) تجاه تغيرات عائد السوق، و يقاس معامل بيتا وفق الصيغة التالية³:

$$\beta = \frac{COV_{iM}}{\sigma_M^2}$$

حيث: COV_{iM} : التباين المشترك لعائد السهم و عائد السوق ؛

σ_M^2 : التباين لعائد السوق.

معامل بيتا هو مقياس إحصائي للمخاطرة المنتظمة، وهي المخاطر الشائعة لجميع الأوراق المالية في السوق. ويقاس معامل بيتا حساسية عائد الأوراق المالية تجاه عائد المحفظة في السوق أو القطاع، وهو مقياس لتوافق حركة عائد ورقة معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في السوق أو القطاع و التي تشكل محفظة السوق. تعتمد قيمة بيتا على العلاقة التاريخية بين معدل عائد الورقة المالية ومعدل العائد على محفظة السوق

¹ عماد عبد الحسين دلول، مرجع سابق، ص: 44.

² نورس كاظم عبيد العارضي، مرجع سابق، ص: 50.

³ موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنضمة، مرجع سابق، ص: 161.

- أو القطاع الذي تنتمي إليه الورقة المالية، وإحصائياً يمثل التباين المشترك بين عائد الورقة المالية والعائد على محفظة السوق¹، ويمكن تقسيم قيم الأسهم العادية حسب نتائج معامل بيتا إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي²:
- **المرتفعة:** هي الأسهم التي تكون قيمة معامل بيتا لها أكبر من الواحد، وهذه الأسهم مخاطرها أعلى من معدل مخاطرة السوق، وأن أداء السوق يكون جيد عندما يكون السوق في حالة ازدهار.
 - **المعتدلة:** هي الأسهم التي تكون قيمة معامل بيتا مساو للواحد، وهذه الأسهم مخاطرها متماثلة مع معدل مخاطرة السوق.
 - **المنخفضة:** هي الأسهم التي تكون قيمة معامل بيتا لها أصغر من الواحد، وهذه الأسهم مخاطرها أقل من معدل مخاطرة السوق، وأن أداء السوق لا يكون جيد عندما يكون السوق في حالة انتعاش.
- وبناء على النموذج تتحدد قيمة السهم العادي بالصيغة التالية³:

$$V_A = \sum_{t=0}^N \frac{CF_{At}}{(1+Rf+(E(Rm)-Rf)Bi)^t}$$

حيث: CF_{At} : يمثل التدفق النقدي للسهم خلال الفترة (t).

ثانياً: طريقة نسبة السعر إلى الأرباح

تعرف طريقة نسبة السعر إلى الأرباح (Price –Earning Ratio/ PER) كذلك باسم مضاعف السعر للأرباح (Earnings Multiplier Model /EMM)، وهو يعبر عن "عدد المرات التي يمكن خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين من خلال ربحية السهم السنوية، فإذا كان مضاعف السعر عشر (10) مرات، فهذا يعني أن استرداد القيمة السوقية للسهم يحتاج إلى عشر (10) سنوات تحقق فيها الشركة ربحية للسهم⁴، وبالتالي فإن انخفاض مضاعف السعر للأرباح يعتبر أفضل مؤشر للشراء، بينما ارتفاعه يعد أفضل مؤشر للبيع في أغلب الحالات.

ويعتبر PER من أهم نسب تقدير وتقييم أسعار الأسهم وأكثرها شيوعاً واستخداماً في بورصة الأوراق المالية، بحيث تشير إلى كم مرة من الربح تقبل هذه الأخيرة دفعه على ورقة مالية (سهم) ما أو بمعنى آخر كم مرة تقوم برسمة العائد المحصل عليه من طرف شركة ما، ولهذا الغرض نجدها تستعمل كثيراً في المقارنات بين الأسواق المالية المتعددة وبين مختلف القطاعات والشركات، كمؤشر لاتخاذ القرارات لدى مستثمري المحافظ

¹ إبراهيم يعقوب اسماعيل، هلال يوسف صالح، مرجع سابق، ص: 14.

² هشام طلعت عبد الحكيم، حسن، أنوار مصطفى، مرجع سابق، ص: 62.

³ موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنضمة، مرجع سابق، ص: 162.

⁴ المرجع نفسه، ص: 139.

المالية وتساعد المحللين الماليين في معرفة أوضاع الأسواق المالية، كما تلعب دورا مهما في عمليات تقييم الشركات¹.

هناك طريقتان لحساب مضاعف السعر للأرباح (PER)²:

1- الطريقة التقليدية:

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

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

$$P/E = \text{Market price per share} / \text{Earning per share}$$

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

2- الطريقة الحديثة:

هي أسلوب اقتصادي تم استخدامه حديثا كمقياس لتقييم الأسواق بصورة عامة، ويتم فيه تقييم سعر السهم السوقي بالنسبة للأرباح المتوقعة أي المتوسط السنوي للنمو (معدل النمو)، وهو ما يجعل المستثمر يملك أداة من أدوات التنبؤ التي تساعده في اتخاذ قراره الاستثماري السليم.

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

وتعطى صيغة التقييم بواسطة مضاعف السعر إلى العائد التي تم الحصول عليها من الصيغة العامة لرسملة الأرباح على الشكل التالي³:

¹ الجوزي غنية، مرجع سابق، ص: 82.

² جيهان جمال، عالم البورصة (رؤية تحليلية تعليمية بسيطة)، القاهرة، مصر، 2009، ص ص: 242-243.

³ Jean Brillman, Claude Maire, op.cit, p : 57.

$$V = P/E \times B$$

حيث: P/E: مضاعف السعر /العائد.

B: الربح الإجمالي للشركة.

خلاصة الفصل:

تناولنا في هذا الفصل الإطار النظري للأسهم العادية، ومن خلاله يمكن أن نستخلص النقاط الأساسية التالية:

- 1- الأسهم العادية مستندات ملكية بالنسبة لحاملها، ومصادر تمويل طويلة الأجل بالنسبة لمصدرها، وقيمتها هي المؤشر الأساسي لقيمة الشركة.
- 2- تعتبر الأسهم العادية من أهم مصادر التمويل الرئيسية التي تلجأ إليها الشركات للتمويل طويل الأجل، ذلك أنها تمنح الشركات العديد من المزايا.
- 3- يعد مفهوم القيمة والتقييم من المفاهيم الصعبة ذات الأهمية الكبيرة سواء في الفكر المحاسبي أو الاقتصادي، وقد تزايد الاهتمام بها مع تحول أهداف الشركات المعاصرة من تعظيم الربح إلى تعظيم القيمة السوقية لأسهمها في أسواق المال.
- 4- توجد العديد من العوامل المؤثرة على سعر السهم في السوق، وهذه العوامل تتفاوت قوة تأثيرها من عامل لآخر.
- 5- يعبر مفهوم تقييم الأسهم العادية على تقدير القيمة الحقيقية للسهم، وهي القيمة التي تبررها حقائق اقتصادية ومالية ومقارنتها بسعر السهم السائد في سوق الأوراق المالية، لتحديد فيما إذا كان السهم مسعرا تسعيرا مضخما أو مخفضا.
- 6- تتعدد طرق وأساليب تقييم الشركات، ومن ثم تقييم أسهمها العادية ولعل أهم تلك الأساليب الأسلوب المحاسبي وهو يعتمد على القيم الدفترية بالدرجة الأولى، وأسلوب الدخل الذي يركز على قدرة الشركة على توليد الدخل أو الإيرادات والمدخل البورصي الذي يركز على الأسعار السوقية للأسهم.

الفصل الثاني

الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

تمهيد:

يعد سوق الأوراق المالية أحد أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، حيث يؤدي هذا السوق دورا أساسيا في تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة، وذلك من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في هذا السوق من أسهم وسندات. ويعتبر نمو هذا السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية لأي دولة، وخاصة تلك الدول التي تتبنى برامجاً لخصخصة العديد من شركات القطاع العام ويتراجع فيها الدور المهيمن للدولة في الحياة الاقتصادية.

يعتبر هذا الفصل مدخلا رئيسيا ومهما لفهم طبيعة أسواق الأوراق المالية، كما يختص هذا الفصل بالتعرف على المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية وأنواع الأوراق المالية المتداولة فيه وكذلك التعرف على قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية، من خلال معرفة العمليات التي تتم بين مختلف المتعاملين ومعرفة ما المقصود بأمر السوق وكذلك طرق تسعير الأوراق المالية في هذا السوق.

وقد تم تقسيم الفصل إلى مبحثين:

- المبحث الأول: طبيعة سوق الأوراق المالية
- المبحث الثاني: قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: طبيعة سوق الأوراق المالية

إن الدور المتعاظم لأسواق الأوراق المالية أدى إلى اهتمام المفكرين الاقتصاديين بهذا الموضوع، الذي خص بالدراسة والبحث من أجل تسليط الضوء على وظائفه وآليات عمله وميكانيزمات التعامل به.

المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية نذكر منها:

"يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد كسوق الأسهم والسندات، سوق رأس المال والسوق المالية، ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية اسم: (بورصة الأوراق المالية)¹."

كما أن سوق الأوراق المالية يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من الصكوك، الأسهم والسندات القابلة للتداول سواء السيادية التي تصدرها الحكومات أو الخاصة التي تصدرها الشركات والبنوك أو غيرها من الشركات والهيئات المخول لها².

كما يعرف أيضا بأنه "سوق تلتقي فيه قوى العرض والطلب للأوراق المالية، وتتحدد على أساسها أثمانها في ضوء شروط وضوابط منظمة لذلك".

وقد يطلق على سوق الأوراق المالية اسم "البورصة"، والتي يقال إنها مشتقة من اسم فان دير بورسيه وهو أحد صيارفة مدينة بروج في بلجيكا، والذي كان يجتمع في قصره تجار المدينة لعقد الصفقات التجارية.

ويتكون سوق الأوراق المالية بدوره من السوق الأولية (سوق الاصدار) والسوق الثانوية (سوق التداول)³.

كما يعرف بأنه: "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية، من خلال إجراءات قانونية وإدارة مالية تمثل النظام الذي من خلاله يعمل السوق التمويلي، ويحقق الصلة بين البائع والمشتري لأصول مالية

¹ شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 27.

² أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2017، ص: 21.

³ عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الاسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ط1، 2006، ص: 29-30.

واستثمارية، أو تحويل هذه الأصول النقدية مرة أخرى، ويحكم هذا النظام العرف السائر في السوق المالي وسلوك البائع والمشتري للأصول المالية¹.

ومنه يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنه: "عبارة عن السوق الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، على نحو يشكل أحد القنوات الرئيسية التي ينساب عن طريقها المال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز من شركات وقطاعات مختلفة، بشكل يساعد على تعبئة المدخرات وتمييتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد².

المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

إن الوظيفة الأولية لسوق الأوراق المالية هي تسهيل عملية قيام البائعين والمشتريين للأوراق المالية بتبادل هذه الأوراق عن طريق الشراء والبيع، وتتم عملية التبادل في بورصة الأوراق المالية من خلال شركات تداول الأوراق المالية أو سماسة الأوراق المالية³.

ويمكن تقسيم وظائف البورصة إلى قسمين رئيسيين: وظائف رئيسية ووظائف مكملة⁴:

أولاً: الوظائف الرئيسية للبورصة

هي تلك الوظائف التي إذا عجزت البورصة عن أدائها فقدت أهم مقوماتها وأسباب وجودها والتي يمكن إجمالها في الآتي:

- ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق لتؤدي أهم الوظائف التي دعت إلى وجودها وهي بيع الحقوق وشراؤها، دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراض ومبان وآلات ومعدات...إلخ.

- خلق سوق مستمر لأدوات الاستثمار المتاحة، بحيث يكون بوسع المستثمر في أي وقت تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وبسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، ويتحقق السوق هنا من خلال وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين الراغبين في استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، سواء كان الدافع إلى تصفية استثماراتهم هو الحاجة إلى السيولة المطلقة المتمثلة في

¹ جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية- دراسة مقارنة بين سوقين ماليين-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2015-2016، ص: 49.

² كهينة رشام، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة، علوم اقتصادية وعلوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2015-2016، ص: 16.

³ أسامة عبد الخالق الأنصاري، الإدارة المالية، بدون ذكر دار النشر، بدون ذكر مدينة النشر، بدون ذكر بلد النشر، بدون ذكر الطبعة، بدون ذكر سنة النشر، ص: 87.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ودراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، ط1، 1996، ص 33-35.

النقدية، أو الانتقال من قطاع استثماري إلى آخر تتعاطم فيه معدلات الربحية، أو لإيثار المستثمر الخروج من سوق رأس المال كمستثمر ليلج سوق النقد كمدخر، إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق الأخير.

ومن المعروف أن رؤوس الأموال تتجذب دائما نحو الاستثمارات ذات العوائد المرتفعة، وتحجب نفسها عن الاستثمارات ذات العوائد المنخفضة.

- تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق للمزايدة، يتزاحم فيه المتنافسون من البائعين والمشتريين وتتحدد الأثمان من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، وإن كانت هذه الأسعار لا تمثل بالضرورة الثمن العادل لأسباب عديدة منها ما يتعلق بكفاءة السوق وعمقه واتساعه، ومنها ما يتعلق بعمليات المضاربة (المتاجرة) والتي يشتد سعارها في بعض الأسواق فيطلق عليها المتخصصون "حمى المضاربة".

- توفر البورصة مؤشرا يوميا عن ظروف الاستثمار واتجاهات الأسعار، ويرى بعض علماء التمويل والاستثمار وخبراء البورصات أن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار يعتبر مؤشرا لقوة الاقتصاد الوطني وضعفه أو لقطاع من قطاعاته.

- مع أن تداول الأسهم بالبورصة لا يعني استثمارا جديدا، إلا أنه لا ينعكس وبصورة واضحة على الاصدارات الجديدة.

- المساهمة في تنشيط الأعمال، وذلك بتوفير السيولة اللازمة لتمويل النشاط الجاري للمشروع، دون تقييد في الأوراق المالية المملوكة والاكتفاء باستخدامها كضمان مقبول للحصول على القروض اعتمادا على الأسعار المعلنة من قبل سوق الأوراق المالية، مع تحوط شركات الإقراض بخصم نسبة من قيمتها السوقية لمواجهة التقلبات في أسعار الأسهم والسندات في بورصات الأوراق المالية، ويصطلح على قوة الضمان بالتعبير المقابل Colateral value .

"وهناك وظيفتان أخريان أضافهما الباحثون والمتخصصون في شؤون البورصات، وهما من وجهة نظرنا ليسا من وظيفة البورصة ولكنهما من مثالب المعاملات التي تتم من خلالها وهما:

- أن البورصة أداة للتأمين التجاري التي يقوم بها المضارب بفضل عملية التحويط التي يقوم بها في البورصة، بغية تأمين مركزه ضد تقلبات الأسعار، فالمضارب في البورصة الذي يشتري سلعة ليبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها فإنه يحتاط لنفسه، فيبيع في نفس الوقت كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.
- ذهب خبراء البورصات الغربية إلى اعتبار المضاربة "بمفهومها الغربي" أحد الوظائف الهامة للبورصة، بمعنى أنها ليست من مثالب وعيوب التطبيق لفئة من محترفي المضاربة والمقامرين، ولكن باعتبارها وظيفة أساسية من وظائف البورصة. وذهب البعض إلى أن المضاربة يمكن أن تكون ظاهرة صحية تفيد الاقتصاد طالما كانت في حدود معقولة، ويرون أنه في عالم تسوده التوقعات

وعدم اليقين يكون من المفيد وجود مجموعة من الأفراد المتخصصين في عمليات التحويط ضد المخاطر وعدم اليقين."

ثانيا: وظائف مكملة تابعة

- تمثل البورصة سلطة رقابية خارجية وغير رسمية على أداء الشركات، إذ تنعكس كافة القرارات المؤثرة التي تتخذها الشركة على أسعار تداولها فور تطاير أية أنباء عنها إلى البورصة، فترتفع أسعارها ثوبا أو تنخفض عقابا، فيكون تقلب السعر هنا بمثابة تقويم فوري للأداء.
- و غنى عن البيان أن القيم السوقية لأسهم شركة ما تمثل قيمة الشركة من وجهة نظر المجتمع.
- يوفر هذا السوق مجموعة من الأدوات التي تهيء للمستثمر فرصا أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار، مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسب كلا منهم وتتلاءم مع ميولهم ومعتقداتهم، ولا يضطر المدخر لتوظيف أمواله في مجالات لا تحوز قناعاته.
- وجهت الاتجاهات التضخمية الأنظار إلى بورصة الأوراق المالية استنادا إلى أن الاستثمار في أوراق الشركات يقلل من مخاطر التضخم المالي وتآكل القوى الشرائية، ويعد وسيلة تعويضية عن ارتفاع الأسعار.

المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية موضوع التعامل في سوق الأوراق المالية، إذ يتم إصدارها من طرف الشركات الاقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها، وهي "عبارة عن صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الحقين معا"، وتأخذ الأوراق المالية عدة أشكال منها الأسهم، السندات، المشتقات المالية والأوراق المهجنة¹.

أولا: الأسهم

1- تعريف الأسهم:

تعرف الأسهم بأنها: "صكوك ملكية، تجعل حاملها شريك في الشركة وتعطيه الحق في حضور الجمعية العمومية فضلا عن حق التصويت، وتعطيه حصته من التوزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا"².

¹ سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية-دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص: 13.

² محمود صقر، Trade 2 Profit لتعلم أساسيات التداول في الأسواق المالية، بدون ذكر دار النشر، بدون مدينة النشر، بدون ذكر بلد النشر، بدون ذكر الطبعة، بدون ذكر سنة النشر، ص: 03.

2- أنواع الأسهم:

يمكن تصنيف الأسهم من حيث الحصة التي يدفعها الشريك، من حيث الشكل، من حيث حقوق أصحاب الأسهم ومن حيث الاستهلاك وعدمه، وذلك على النحو التالي؛

1-2- أنواع الأسهم من حيث الحصة التي يدفعها الشريك: إن السهم بالنظر إلى نوع حصة المساهم أي بحسب طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك له ثلاثة أنواع:

أسهم نقدية، أسهم عينية وحصص التأسيس، وفيما يأتي بيان لها¹؛

- **أسهم نقدية:** وهي الأسهم التي يمتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقداً، فهي تمثل حصصاً نقدية في رأس مال شركة المساهمة. ويجب الوفاء بربع قيمتها الإسمية على الأقل عند تأسيس الشركة، على أن تسدد القيمة الإسمية بالكامل خلال مدة لا تزيد على عشر سنوات من تاريخ تأسيس الشركة.

وتحدد اللائحة التنفيذية القواعد الخاصة بتداول الأسهم النقدية قبل أداء قيمتها بالكامل، والتزامات كل من البائع والمشتري، وحقوق هذه الأسهم في الأرباح والتصويت، وقد تختلف بعض هذه الأحكام النظامية للأسهم من دولة إلى أخرى، ومن شركة إلى أخرى.

- **أسهم عينية:** وهي التي تمثل حصصاً عينية في رأس مال الشركة، وتخضع هذه الأسهم لنفس القواعد التي تسري على الأسهم النقدية فيما عدا الأمور التالية:

- أنه يجب الوفاء بقيمتها كاملة.

- أنه يجب تقدير الحصص العينية تقديراً صحيحاً قبل منح الأسهم العينية.

- أنه لا يجوز تداولها قبل مضي سنتين من تاريخ تأسيس الشركة.

- **حصص التأسيس:** هي صكوك خاصة ذات مردود مادي، تمنحها الشركة لمن يقدم لها براءة اختراع أو امتيازاً خاصاً كان حصل عليه من الدولة أو من شخص اعتباري عام، بحيث تخول هذه الصكوك من منحت لهم الحق في نسبة من أرباح الشركة، ولكن لا تعتبر هذه الحصص جزءاً من رأس مال الشركة، ولا يكون لأصحابها الحق في مداوات الشركة أو في إدارتها. وهذه الحصص يمكن أن تكون إسمية أو لحاملها، وهي قابلة للتداول وينطبق عليها ما ينطبق على أسهم الشركة في التداول. ولا يمتلكها في مواجهة الشركة إلا شخص واحد كما في الأسهم.

ولا يقتصر إصدار حصص التأسيس على الفترة التي يتم فيها إنشاء الشركة كما يوهم اسم هذه الحصص، وإنما يجوز أن يصدر بعد ذلك شريطة أن يكون نظام الشركة يجيز ذلك.

¹ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الدمام، المملكة العربية السعودية، ط2، 2005، ص ص: 49-52.

2-2- أنواع الأسهم من حيث الشكل: يمكن تصنيف الأسهم من حيث شكلها على النحو التالي:¹

- أسهم إسمية: وهو السهم الذي يحمل اسم صاحبه، وتثبت ملكيته بقيد اسم المساهم في سجل الشركة.
- أسهم لحاملها: وهو السهم الذي لا يحمل اسم صاحبه وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله، أو يعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، فتصبح حيازته دليلاً على الملكية.
- وهذا النوع من الأسهم يوشك أن يكون قد اختفى تماماً، ولا يتعامل به الناس اليوم. بل قضت بعض القوانين التجارية العربية أن تكون جميع الأسهم إسمية، ولا يجوز أن تكون أسهما لحاملها.
- أسهم للأمر: وهي أسهم تتضمن عبارة (لأمر)، وتتداول بطريق التظهير كسائر السندات التي تحمل شرط الأمر.

وهي نادرة بل أقل حتى من الأسهم لحاملها مع ندرة الأخيرة. وهذا هو السهم الإذني، إذ يكتب اسم صاحب الحق مسبقاً بعبارة (لأمر أو لإذن).

2-3- أنواع الأسهم من حيث حقوق أصحاب الأسهم: يمكن تصنيف الأسهم من حيث الحقوق التي تمنحها لمالكيها على النحو التالي:

- أسهم عادية: عرفت الأسهم العادية في أحد المعاجم الأجنبية بأنها: "أكبر أنواع الأسهم شيوعاً، وأنها التي يعقد لمالكيها الحق في اقتسام الأرباح المحققة بعد دفع التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة، وقبل صرف أرباح الأسهم المؤجلة، ويلمس هذا التعريف نقطة هامة من حيث تحمل هذه الأسهم لمعظم المخاطرة"².
- أسهم امتياز: هي "تلك الأسهم التي تخول أصحابها حق الحصول على أولوية في قبض ربح معين، أو أولوية في استرداد ما دفع من رأس المال عند التصفية، أو أولوية في الأمرين معاً، أو أية ميزة أخرى مما لا تتوفر لأصحاب الأسهم العادية."

وإذا كان هناك أسهم ممتازة فلا يجوز إصدار أسهم جديدة تكون لها الأولوية عليها، إلا بموافقة جمعية خاصة مكونة من أصحاب الأسهم الممتازة الذين يضارون من هذا الإصدار، وبموافقة جمعية عامة مكونة من جميع فئات المساهمين، ما لم ينص نظام الشركة على غير ذلك³.

2-4- أنواع الأسهم من حيث الاستهلاك وعدم استهلاك الأسهم: يقصد باستهلاك السهم قيام الشركة بدفع قيمته الاسمية أثناء حياتها ودون انتظار لتصفيتها أو انتهاء أجلها، كما أن استهلاك الأسهم ليس إجبارياً بل هو أمر جوازي لأن الشركة ليست مدينة حقاً تجاه المساهمين، أما عن طريقة الاستهلاك فقد تقرر الشركة استهلاك

¹ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 52-54.

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 270.

³ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 55-56.

بعض الأسهم كالربع أو الثلث كل عام، وتعين الأسهم التي تستهلك بطريقة القرعة، وتنظم عملية الاستهلاك بحيث يتم الوفاء بكل قيمة الأسهم عند انقضاء الشركة¹.

وبعد هذا الإيضاح لمعنى الاستهلاك وما يتعلق به يمكن بيان أقسام الأسهم بالنسبة للاستهلاك ؛

- **أسهم رأس المال:** تعرف بأنها: "هي التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند فسخ الشركة أو انقضائها بأي سبب من أسباب الانقضاء"².

كما يقصد بأسهم رأس المال "الأسهم التي لم يتسلم أصحابها قيمتها أثناء حياة الشركة"³.

- **أسهم التمتع:** تعرف بأنها "الصكوك التي يتسلمها المساهم والتي بمقتضاها يحصل على القيمة الإسمية لسهمه على أثر عملية تسمى باستهلاك رأس المال، ويعرفها الآخرون بأنها الأسهم التي تعطى للمساهم الذي استهلك أسهمه في رأس المال أثناء حياة الشركة"⁴.

ثانياً: السندات

السندات هي صكوك طويلة الأجل قابلة للتداول، تصدرها الحكومات أو المجالس المحلية أو الهيئات العامة أو شركات المساهمة الخاصة والعامة وكذلك شركات التوصية، وتعطي هذه الصكوك لحاملها الحق في تقاضي عائد محدد مقدماً في مواعيد محددة سلفاً بصرف النظر عن ربح أو خسارة الجهة المصدرة، فضلاً عن حقه في استرداد القيمة الاسمية للصك في نهاية المدة المحددة. ولذا، فإن السند يمثل مديونية على الجهة المصدرة له، ومن ثم يكون حامل السند دائناً لهذه الجهة⁵.

كما تعد السندات التي تصدرها شركات الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق بين الشركة (المقترض) والمستثمر (المقرض). وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق. كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.

ونظراً لأن المستثمر الفرد عادة ما يكون واحداً من آلاف المستثمرين الذين أقبلوا على شراء تلك السندات، وأن مشترياته قد لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار، فإنه لا يستطيع عملياً متابعة استيفاء الشركة للشروط التي تضمنها العقد، لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون بنكاً تجارياً، يعمل بمثابة وكيل أو حارس أو أمين يوكل إليه بتلك المهمة.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 273-274.

² أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 59.

³ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 273.

⁴ المرجع نفسه، ص: 273.

⁵ عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص: 67.

هذا وقد يكون السند لحامله وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل. وفي تاريخ استحقاق الفائدة يتقدم المستثمر للبنك المختص أي الأمين بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة، ويطلق على هذا النوع من السندات أيضا اسم سندات الكوبون. أما السند المسجل باسم المستثمر فتدفع عنه الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند. ويحقق هذا النوع من السندات الحماية ضد السرقة أو التلف وما شابه ذلك. إلا أنه غير قابل للتداول على نحو مماثل للنوع السابق. أما معدل الفائدة أو معدل الكوبون لكلا النوعين فتحدده الشركة على ضوء استشارة بنك الاستثمار المختص بتسويق تلك السندات. وعادة ما يتم ذلك على ضوء عدد من المتغيرات من بينها مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات في مواعيد الاستحقاق، والمركز الائتماني للشركة، وما إذا كان السند قابل للتحويل إلى سهم عادي، ومستقبل الصناعة التي تنتمي إليه الشركة، والرهونات المتاحة لخدمة الاصدار، وأسعار الفائدة السائدة في السوق، وحجم الشركة، وما شابه ذلك.

وتتفاوت تواريخ استحقاق السندات، فقد تكون من النوع قصير الأجل (05 سنوات فأقل) أو من النوع متوسط الأجل (05-10 سنوات) أو طويل الأجل الذي قد يمتد إلى 20 سنة وربما أكثر. وقد ينص عقد الإصدار على حق الشركة في استدعاء السند قبل تاريخ الاستحقاق. وتسفيد الشركة من هذا الشرط إذا ما سادت ظروف اقتصادية، ترتب عليها انخفاض في مستوى أسعار الفائدة في السوق عما كانت عليه عند إصدار السندات. فحينئذ تقوم الشركة باستدائها وإصدار سندات أخرى بديلة بمعدل كوبون أقل، يتناسب مع مستويات الفائدة السائدة. ولتعويض المستثمر على المخاطر التي ينطوي عليها الاستدعاء، عادة ما ينص على قيمة للاستدعاء تفوق القيمة الاسمية للسند، ويطلق على الفرق بين القيمتين بعلاوة الاستدعاء. هذا فضلا عن تعويض مسبق قد يحصل عليه المستثمر، في صورة معدل مرتفع للكوبون وذلك بالمقارنة مع معدل الكوبون على سندات مماثلة من حيث المخاطر، لكنها غير قابلة للاستدعاء. وعادة ما تودع الشركة أقساط سنوية لدى بنك الاستثمار المختص تسمح لها مستقبلا بإجراء عملية الاستدعاء. أما إذا لم يتم استدعاء السندات أو كانت السندات غير قابلة للاستدعاء، حينئذ ينبغي أن تكون الأقساط المتجمعة كافية لرد قيمة السندات بالكامل في تاريخ الاستحقاق، وإلا تعرضت الشركة لمخاطر الافلاس. وغنى عن البيان، أنه حتى إذا كانت السندات غير قابلة للاستدعاء فإنه يمكن استهلاك جزء منها على الأقل، وذلك بشرائها مباشرة من السوق بالسعر السائد¹.

ثالثا: الأوراق المهجنة

تعتبر الأوراق المهجنة أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما. وعليه، فإن للأوراق المهجنة بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث إنها خليط بينهما.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، بدون ذكر الطبعة، 2006، ص ص: 29-33.

ويمكن التمييز بين الأوراق المهجنة الأتية كما يلي:

الأسهم الممتازة والأسهم الخاصة¹ ؛

1- الأسهم الممتازة:

الأسهم الممتازة هجين أو خليط من الأسهم العادية والقرض، فهي أشبه بالدين من حيث أنها تمثل التزاما ثابتا بقيمة الفائدة المحدد سعرها سلفا بنسبة من قيمتها الاسمية، إلا أنها تختلف عن القرض من حيث أن فوائد القرض لا ترتبط بنتيجة النشاط ربحا أو خسارة، وتوقف الشركة عن سداد فوائد القرض يشير إلى إعسار الشركة فنيا وماليا وذلك في حالة ما إذا أخفقت في تحقيق فائض يكفي لسداد هذه الفوائد، بينما الفائدة المقررة للأسهم الممتازة ترتبط بنتيجة النشاط، فإذا أخفقت الشركة وكان عائد النشاط سالبا لم يكن هناك وجه لإلزام الشركة بالسداد، وكذلك تختلف عن القرض من حيث أن هناك تاريخا محددًا لسداد قيمة القرض بينما لا يوجد تاريخ لاستحقاق القيمة الاسمية للأسهم الممتازة. كذلك تقف الأسهم الممتازة موقفا وسطا بين الأسهم العادية والسندات، من حيث استرداد القيمة الاسمية للأسهم، إذا تكون الأولوية لحاملي السندات وبذلك يتأخر أصحاب الأسهم الممتازة عن أصحاب السندات أو القرض ويتقدمون في ذات الوقت من أصحاب الأسهم العادية².

2- الأسهم الخاصة:

تعرف الأسهم الخاصة بأنها: "أسهم وشهادات تصدرها شركة المساهمة بهدف الحصول على التمويل اللازم وسد النقص الملاحظ في رأس مالها، كما أن إصدار هذا النوع من الأسهم يخضع لشروط خاصة وقواعد تداولها تختلف نوعا ما عن الأسهم العادية والأسهم الممتازة"³.

رابعا: المشتقات المالية

ظهرت المشتقات المالية كنتيجة حتمية للتطورات الاقتصادية والمالية في العالم، فهي عقود تشتمل قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع.. إلخ، وتسمح هذه العقود للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد، فهي عقود مالية تشتمل قيمتها من قيمة مرجعية (موجود ضمني) ويمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط، الاستثمار والمضاربة، ويكون تقلب قيمتها أشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها، ومن أبرز أشكالها العقود الآجلة، عقود المستقبلات، عقود الخيارات، وعقود المبادلة، وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة⁴، و في ما يلي بيان لهذه العقود؛

¹ سليم جابو، مرجع سابق، ص: 26.

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 271-272.

³ سليم جابو، مرجع سابق، ص: 28.

⁴ المرجع نفسه، ص: 21.

1- العقود الآجلة:

وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقاً، حيث تتعاقد شركتين أو شركة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق، تعتبر العقود الآجلة عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معاً، لترتيب مبادلة أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقاً وبسعر يحدد مسبقاً أيضاً، وتتم تسوية العقد عند استحقاقه، لذلك إذا كان سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب، بينما يتكبد البائع خسارة لأن الأصل في هذه الحالة يباع بأقل من قيمته الجارية، أما إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد فإن المشتري يتكبد خسائر بينما يحقق البائع مكاسب، لأن الأصل في هذه الحالة يباع بسعر أعلى من قيمته الجارية¹.

2- العقود المستقبلية:

وتعرف على أنها عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، ويعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال².

3- عقود الخيار:

تسمى عقود خيارات يحق البيع أو يحق الشراء عند سعر معين ويتاجر بها المضاربون، وبموجب هذه العقود يشتري المضارب حق الخيار لشراء عدد محدد من أسهم شركة معينة مثلاً عند سعر معين هو السعر الحالي خلال مدة معينة، أو يشتري حق بيع عدد محدد من أسهم شركة معينة عند سعر معين هو السعر الحالي، ويدفع مقابل أي من هذين العقدين ثمناً هو قيمة هذا الحق³.

والاختيار هو واحد من الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح. ويمكن التمييز بين نوعين من الاختيار؛ الاختيار الأمريكي والاختيار الأوروبي، ويمثل الاختيار الأمريكي اتفاقاً يعطى لطرف الحق في بيع أو شراء عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات من طرف آخر بسعر متفق عليه مقدماً، على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام الاتفاق حتى تاريخ محدد لانتهائه، أما الاختيار الأوروبي فلا يختلف إلا في أن التنفيذ لا يتم سوى في التاريخ المحدد لانتهائه حسب نص الاتفاق.

¹ سليم جابو، مرجع سابق، ص: 21.

² كهينة رشام، مرجع سابق، ص: 47.

³ عبد الرزاق عفيفي، بورصة الأوراق المالية والضرائب، دار الكتب المصرية، القاهرة، مصر، ط1، 2008، ص: 177.

وكما يبدو فإن هناك نوعين أساسيين من الاختيار: الاختيار الذي يعطي الحق في البيع والاختيار الذي يعطي الحق في الشراء، ونوع ثالث يعطي الحق في الشراء والبيع معا.

هذا ويسمى السعر المتفق عليه عند التنفيذ بسعر التعاقد أو سعر التنفيذ، وهو غالبا ما يعادل القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ إبرام الاتفاق، وهو بذلك يختلف عن سعر السوق الذي يقصد به في هذا الصدد السعر الذي تباع به الورقة لحظة تنفيذ الاتفاق. أما السبب الذي من أجله سمي الاتفاق بالاختيار فهو أنه يعطي لمشتريه الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق، وذلك في مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض للطرف الآخر، الذي عادة ما يطلق على محرر حق الاختيار¹.

4- عقود المبادلة:

عقود المبادلة "هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من أصل مالي أو عيني مقابل أصل آخر بشروط محددة وقت إبرام العقد، والتنفيذ يكون في تاريخ لاحق. أو هي عقد يبرم بين طرفين يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية"².

وتعرف أيضا بأنها: "اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسويتها على فترات دورية، وعلى عكس عقود الاختيار، فإن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد، كما أن الأرباح والخسائر لا يتم تسويتها يوميا"³.

المبحث الثاني: قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

تمثل قواعد وإجراءات التعامل الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين، ومن ثم فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية، ولتمهيد السبيل أمام المتعاملين لإبرام صفقات ناجحة.

المطلب الأول: عمليات سوق الأوراق المالية

تتمثل عمليات سوق الأوراق المالية سواء كانت البيع أو الشراء في عمليات عاجلة وأخرى آجلة.

أولاً: العمليات العاجلة

ليس معنى أن العمليات العاجلة أنه يدفع فيها الثمن فوراً وقت التعاقد، كما هو معروف في البيوع العادية خارج البورصة، ولكن معنى هذا أن الدفع يكون عند تسليم السلعة المشتراة وهذا التسليم يكون بعد

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص ص: 58-59.

² جمال معتوق، مرجع سابق، ص : 113.

³ سليم جابو، مرجع سابق، ص : 25.

التعاقد بزمان، وإن كان زمانا قصيرا يتمكن فيه الوسيط من الرجوع على عميله والحصول منه على ثمن ما تعاقد عليه من أجله¹.

وتعرف بأنها: "العمليات التي يلتزم كل من المشتري والبائع بتنفيذ عقودها، وذلك بأن يسلم البائع الأوراق المالية ويدفع المشتري ثمنها خلال فترة وجيزة جدا 48 ساعة على الأكثر. ومن خلال هذه العمليات يجب أن يبين كل أمر نوع الصفقة، طبيعة الورقة المالية، موضوع الصفقة والكمية المعروضة أو المطلوبة من هذه الأوراق المالية، دون أن ننسى السعر المرغوب فيه من طرف العميل لتنفيذ أوامره." بحيث يوجد في هذه العملية العاجلة شرط أساسي هو إلزامية حيازة الأوراق المالية موضوع الصفقة، وذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية. ويعمد المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى التعامل العاجل لواحد من السببين أو لكليهما²؛

– الاحتفاظ بها: يعني الاستفادة مما ترجع عليهم من أرباح عند توزيعها وغيرها من الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية المشتراة.

– للمضاربة على ارتفاع أسعارها: فيعمدون إلى بيعها لدى تحسن أسعارها في السوق مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعا من أسعارها في السوق الآجلة.

ثانيا: العمليات الآجلة

العمليات الآجلة: "هي ما كان فيها التسليم الناقل للملكية والوفاء بالثمن مؤجلين ليوم لاحق محدد من قبل عند التعاقد، فنتشابه إذا مع العمليات العاجلة في أن تسليم المبيع ودفع الثمن يتمان في وقت واحد"³.

وتتمثل العمليات الآجلة الجزء الأكبر من عمليات البورصة، ونعني بها تلك العمليات التي لا يتم فيها تسوية مراكز البائع والمشتري فورا وإنما بعد أجل معين يتفق عليه عند إجراء عمليات التصفية⁴.

وهي العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصفيتهما في تاريخ معين يجري فيه التسليم ما عدا حالات التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها.

وتجرى التصفية في كل شهر مرة واحدة وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة، حيث تسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا وشراء ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية، بحيث يشترط في الأوراق المالية التي تشملها عمليات السوق الآجلة أن

¹ عبد الرزاق عفيفي، مرجع سابق، ص: 210.

² بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012-2013، ص: 40-41.

³ عبد الرزاق عفيفي، مرجع سابق، ص: 210.

⁴ حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات- دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة: (2008-2013) -، مذكرة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 64.

تكون موجودة بكثرة وأن يكون تداولها مألوفاً بصورة دائمة، وأهم العمليات التي يجرى بها التعامل في السوق الآجلة العمليات التالية¹:

1- العمليات البائنة والقطيعة أو العمليات البسيطة:

يحدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى موعد التصفية، يلتزم المتعاقدون فيه بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية، إلا للمتعاملين في العمليات البائنة تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحقة.

2- العمليات الآجلة بشرط التعويض:

وهي العملية التي يلتزم بها كل من البائع والمشتري بتصفيتها في تاريخ معين، على أنه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ العملية وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال المتفق عليه مسبقاً كتعويض، ويتنازل عن تنفيذ الصفقة، وتنقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض إلى:

1-2- العمليات الشرطية للمشتري: بحيث يكون الخيار فيها للمشتري بين استلام الصكوك وبين التخلي عن التعويض، ويكون البائع ملزماً بالقرار النهائي للمشتري، ويجب أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات الآجلة شرط التعويض ثلاثة عناصر وهي السعر، مقدار التعويض وأجل التصفية.

2-2- العمليات الشرطية للبائع: في هذا النوع من العمليات يحق للبائع في يوم جواب الشرط تنفيذ الصفقة أو التنازل عن تنفيذها مقابل تعويض متفق عليه مسبقاً.

المطلب الثاني: مفهوم الأوامر في سوق الأوراق المالية

أولاً: تعريف الأوامر في سوق الأوراق المالية

تعرف الأوامر بأنها: "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 مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر"².

¹ بن عمر بن حاسين، مرجع سابق، ص ص: 41-42.

² رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006، ص: 52.

ويعرف الأمر كذلك بأنه: "عبارة عن توكيل يعطي الحق للوسيط بعقد صفقة بيع أو شراء للأوراق المالية، ويحرر بشكل مكتوب أو شفاهي أو عن طريق وسائل الاتصال تكون واضحة ومتضمنة للشروط التالية¹:

- تحديد نوع الورقة المالية والجهة المصدرة.
- تحديد السعر وكمية الأوراق المطلوبة.
- في حالة السندات (تاريخ الإصدار، معدل الفائدة، الأجل وفئة السند)
- في حالة الأسهم، تحديد فيما كان ممتازا أو عاديا.

ثانيا: أنواع الأوامر في سوق الأوراق المالية

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل. وفي هذا الصدد يمكن تقسيم الأوامر إلى أربع مجموعات رئيسية: أوامر محددة لسعر التنفيذ، أوامر محددة لوقت التنفيذ، أوامر تجمع بين تحديد وقت وسعر التنفيذ وأخيرا هناك الأوامر الخاصة² ؛

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه. وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر: أوامر يطلب فيها العميل من السمسار تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر ويطلق عليها أوامر السوق وأوامر يشترط فيها العميل سعرا محددًا لإتمام الصفقة ويطلق عليها الأوامر المحددة.

1-1- أوامر السوق: يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعا، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، وبأفضل سعر يمكن أن يجرى عليه التعامل. ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معينا فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة.

1-2- الأوامر المحددة: في الأوامر المحددة يضع العميل سعرا معينا لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السمسار إلا الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء، أو أعلى منه في حالة أمر البيع. وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، هذا وبدلا من أن ينتظر السمسار حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدد، عادة ما يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في الأسهم محل الصفقة، والذي يعمل بدوره كما لو كان ممثلا للسمسار، إذ يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد.

¹ بن اعر بن حاسين، مرجع سابق، ص: 43.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص: 125-130.

2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها. وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر، أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه.

2-1- أوامر محددة بيوم: يقصد بالأمر المحدد بيوم الأمر الذي يظل سارياً لما تبقى من ساعات اليوم. فإذا ما تسلم السمسار الأمر في الساعة العاشرة صباحاً فإنه يظل ساري المفعول إلى أن تغلق البورصة أبوابها في ذلك اليوم. ويعد الأمر المحدد بيوم من أكثر الأوامر شيوعاً، وكقاعدة عامة يعتبر الأمر ليوم واحد ما لم ينص صراحة على غير ذلك. كذلك يعتبر أمر السوق بطبيعته أمراً محدداً بيوم واحد وذلك طالما أنه لا يحدد سعراً معيناً للتنفيذ. ولعل ما يميز هذا النوع من الأوامر أن ظروف السوق إضافة إلى الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة والشركة عرضة للتغير بين لحظة وأخرى، ومن ثم فإن ما قد يكون ملائماً للمستثمر في يوم ما قد لا يكون ملائماً له في اليوم التالي.

2-2- أوامر محددة بأسبوع أو شهر: وبالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه. فإذا ما صدر الأمر يوم الثلاثاء فإنه يظل ساري المفعول حتى نهاية يوم الجمعة في بورصة نيويورك، وبنهاية يوم الخميس في البورصات العربية. كذلك فإن الأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه. فإذا صدر الأمر يوم 14 أكتوبر فإن سريانه ينتهي بنهاية يوم 31 أكتوبر. وغنى عن البيان أن مدة الأمر قد تتحدد بفترة أكبر من ذلك شهرين أو ثلاثة أو أكثر، بل وقد تمتد لتتحول إلى أمر مفتوح.

2-3- الأمر المفتوح: يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه. وفي بورصة نيويورك ينبغي على المستثمر تجديد الأمر كل ستة شهور، هذا ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعين من المخاطر: مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات.

3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

من الأمثلة على هذا النوع من الأوامر، الأمر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة، والأمر المفتوح بسعر محدد.

3-1- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة الأوامر التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر.

3-2- الأمر المفتوح في حدود سعر معين: يقصد بالأمر المفتوح في حدود سعر معين الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

4- الأوامر الخاصة:

من أبرز أنواع الأوامر الخاصة أوامر الايقاف وأوامر الايقاف المحددة ثم الأمر الذي يترك فيه للسماز أن يتصرف بحرية حسبما يقتضي الحال.

4-1- أوامر الايقاف: يقصد بأوامر الايقاف الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها. وفي هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الايقاف: أوامر تتعلق بالبيع، وأخرى تتعلق بالشراء وفي أوامر الايقاف التي تتعلق بالبيع، يصبح لزاما على السماسر أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه. وإذا لم يتمكن السماسر من إبرام الصفقة عند هذا السعر واستمرت الأسعار في الانخفاض، يظل ملزما بتنفيذها عند أي سعر يمكنه اللحاق به. وهكذا يتحول أمر الايقاف إلى أمر سوق بمجرد بلوغ سعر السوق للسعر الذي حدده العميل، ذلك أنه يمكن للسماسر تنفيذ الصفقة عند السعر المحدد أو أي سعر أقل منه. أما أمر الايقاف الذي يتعلق بالشراء فإنه يقضي بأن يقوم السماسر بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها. فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشأن أسهم شركة ما غير أن المستثمر لديه شك في ذلك، حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف، ومرة أخرى سوف يتحول أمر الايقاف إلى أمر سوق مع ملاحظة أنه في حالة أمر الايقاف الذي يتعلق بالبيع يكون السعر المحدد في الأمر أقل من سعر السوق، أما إذا تعلق الأمر بالشراء فإن السعر المحدد يكون أعلى من سعر السوق.

4-2- أوامر الايقاف المحددة: تعالج أوامر الايقاف المحددة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الايقاف. ففي أوامر الايقاف المحددة يضع المستثمر حد أدنى لسعر البيع، وحدا أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو سعر أفضل منه. هذا وإذا لم يتمكن السماسر من تنفيذ الأمر في الصالة فيمكنه الالتجاء إلى المتخصص الذي يتعامل في هذا النوع من الأسهم، وذلك طالما أن السعر لم يهبط (حالة البيع) أو يرتفع (حالة الشراء) عن السعر الذي حدده العميل في الأمر.

4-3- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: يقصد بالأمر حسب مقتضى الأحوال أن يترك للسماسر الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه. وقد تكون حرية السماسر في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر، وما إذا كانت الصفقة شراء أم بيعا، وتوقيت تنفيذها. أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية السماسر على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة، وبالطبع يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السماسر وقدرته على الحكم.

المطلب الثالث: التسعير في سوق الأوراق المالية

أولاً: تعريف التسعيرة الرسمية

يعبر سعر البورصة عن القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في جدول التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيمة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة، حيث يمكن تعريف التسعيرة الرسمية بأنها: "الوثيقة التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة، وغايتها إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة".

وتحتوي هذه التسعيرة على مجموعة من المعلومات، أهمها عدد السندات بقيمة القرض المقبول في التسعيرة، عدد السندات بقيمة القرض الموضوع للتداول، اسم الورقة المالية وأسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم والسعر السابق لها، وبالنسبة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت تذكر أيضاً الفائدة، مقدار الضريبة، موعد استحقاق الفوائد وموعد السحب في حال وجوده¹.

ثانياً: طرق تسعير الأوراق المالية

طرق التسعيرة هي "التقنيات المستعملة لتحديد قيمة الأوراق المالية المسجلة في إحدى جلسات البورصة، والتي تسجل في لائحة الأسعار بعدها"².

وقد جاءت المادة 26 من المرسوم التشريعي رقم: 91-196 الصادر بتاريخ 28-05-1991 التي تؤكد "القواعد التقنية للتنظيم في سوق الأوراق المالية، وأوقات افتتاح واختتام جلسات التسعيرة، وتحديد فترات تسوية العمليات العاجلة والآجلة، محددة من خلال النظام الداخلي لسوق الأوراق المالية".

إن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة بها، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى السوق (العرض والطلب)، فإن سعر الورقة عندما يتحدد في البورصة، قد يصل إلى أضعاف قيمتها الاسمية، وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط، نظراً لتأثير عوامل عدة في تحديد سعر الورقة المالية، من هذه العوامل: قوى العرض والطلب، المركز المالي للجهة المصدرة للورقة، الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيها الجهة المصدرة للورقة وللبلاد بصورة عامة، العائد المتوقع من فرص الاستثمار وسعر الفائدة لتلك الجهة المصدرة³.

ويذكر بعض الكتاب: "أن البورصة هي الجهاز الذي يحدد ثمن الأوراق المالية التي يتم تداولها فيها".

¹ سليم جابو، مرجع سابق، ص: 31.

² فتيحة بن بوسحاقي، بورصة الجزائر - واقع وآفاق -، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002-2003، بدون ذكر الصفحة.

³ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 75.

وحقيقة الأمر أن البورصة ذاتها لا تبيع ولا تشتري ولا تمتلك ولا تشارك في تحديد الأسعار بالنسبة للأسهم أو السندات، ووظيفة البورصة هنا لا تتجاوز توفير المكان الملائم لالتقاء البائعين بالمشتريين من خلال الوسطاء والأعضاء المقيدين، والإعلان عن الأسعار الناتجة عن تفاعل قوى العرض والطلب في سوق للمزايدة¹.
ويمكننا اللجوء إلى عدة طرق من أجل تحديد أسعار الأوراق المالية كما يلي:

1- طريقة المناذاة:

تتم التسعيرة عن طريق المناذاة وذلك بأن يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات في المقصورة، وينادون بأعلى أصواتهم عند نهاية العروض والطلبات التي بحوزتهم حتى يتم التوازن، ونظرا للضجيج الذي يحدث باعتماد هذه الطريقة فإن المتفاوضين يلجؤون إلى الاشارات.

2- طريقة المعارضة:

في هذه الطريقة يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراءه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.

3- طريقة التوازن:

يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروضهم للبيع وطلباتهم للشراء في سوق الأوراق المالية كثيرة ومتعددة، يعتمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، وتعتمد لجنة إلى حساب العروض والطلبات ثم تحديد أسعار البورصة ما يتضمنه الصندوق من العروض والطلبات.²

4- التسعير بالأدراج:

في هذه الطريقة توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم، حيث أن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر، وفقا لطريقة مماثلة للتسعير بالمناذاة.

5- التسعير بالنسبة المئوية:

في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعيرة بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية، مخصومة منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الاقتطاع الأخير.

6- التسعير بالمطابقة:

عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء وبالكمية نفسها، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني. وهي طريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة³.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 46.

² بن امر بن حاسين، مرجع سابق، ص: 63.

³ شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 76-77.

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل تعريف لسوق الأوراق المالية، وتوضيح اللبس بين مفهوم البورصة وسوق الأوراق المالية مع تحديد أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية والتي تأخذ عدة أشكال لاعتبارات عدة، وهي الأسهم، السندات، الأوراق المهجنة والمشتقات المالية.

إن وظيفة سوق الأوراق المالية الأولية هي تسهيل عملية قيام البائعين والمشتريين للأوراق المالية بتبادل هذه الأوراق عن طريق الشراء والبيع.

ناقش هذا الفصل قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية التي تعتبر الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين، وذلك لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية، ولتمهيد السبيل أمام المتعاملين لإبرام صفقات ناجحة.

الفصل الثالث

دراسة تحليلية لانعكاس القيمة الحقيقية
لأسهم الشركات المدرجة في بورصة
الجزائر في تسعيرة البورصة

تمهيد:

تعتبر بورصة الجزائر وليدة التطورات التي شهدتها الساحة الاقتصادية في فترة الاصلاحات، في إطار ما يعرف بإعادة هيكلة الاقتصاد الوطني، لاسيما القطاع المالي منه بهدف التحول نحو اقتصاد السوق، ولقد انطلقت بورصة الجزائر بموجب مرسوم تشريعي سنة 1993، وبدأ التداول فيها سنة 1999، وكان من أهم أهداف إنشاء بورصة الجزائر خلق مصدر جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية، خاصة بعد فتح المجال للقطاع الخاص.

وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى نشأة بورصة الجزائر، الهيئات المكونة لها وآلية عملها مع الوقوف على الشركات المدرجة بها من خلال المبحث الأول، في حين خصصنا المبحث الثاني للدراسة التحليلية لانعكاس القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في تسعيرة بورصة الجزائر.

المبحث الأول: مدخل إلى بورصة الجزائر

تعتبر بورصة القيم المنقولة في الجزائر حديثة نسبيا، وبداية تنظيمها من قبل الدولة كان بعد التحولات الجذرية التي شهدتها الاقتصاد الجزائري بتغيير نظامه من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق، ولم تبدو ملامح هذا السوق إلا بعد الإصلاحات التي شرعت فيها سنة 1988.

المطلب الأول: نشأة وتطور بورصة الجزائر

أولا: النشأة

في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988، دخلت فكرة إنشاء هذه البورصة والذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990، ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

1- المرحلة التقريرية (1990-1992):

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990، وبهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين الشركات العمومية فقط. كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية، وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، وفي أكتوبر من نفس السنة ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، إتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة "شركة القيم المتداولة"، وبتاريخ 09 نوفمبر 1990 قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة¹، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة. ولقد نصّت القوانين الأساسية لهذه الشركة، بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى والازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة به، ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه ويضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج، كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية، وبالرغم من كل الجهود

¹ محمد زيدان، نورين بومدين، مداخلة بعنوان دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر - المعوقات والآفاق -، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، بسكرة، يومي 21 / 22 نوفمبر 2006، ص: 6.

المبذولة إلا أنّ البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.

2- المرحلة الابتدائية (1993-1996):

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة، حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير الشركات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري، يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، ففيما يخص شركات الأسهم، فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 دج إلى:

• خمسة ملايين دينار جزائري (500.000.000 دج) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.

• مليون دينار جزائري (100.000.000 دج) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار.

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أمّا فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة¹.

3- مرحلة الانطلاق الفعلية (من 1997 إلى وقتنا الحالي):

مع نهاية سنة 1996، كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة.

- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.

- تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996 إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية، يمثلون مختلف الشركات المالية (بنوك وشركات تأمين)، حيث تولت لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق

¹ صليحة بولحية، تقييم أداء بورصة الجزائر 2000-2011، مذكرة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013-2014 ص: 6.

الاستعانة بالخبراء الكنديين، وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعيين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالسوق المالي.

وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجو الملائم وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في التاريخ المحدد، وهو نهاية سنة 1997، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي ي دشّن سوق للرساميل في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عالمية.

ونشير إلى أنه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي، وهي أول الشركات المدرجة في البورصة وفيها تم البدء بعمل البورصة وهي¹.

- شركة الرياض سطيف: فتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 20%.

- مجمع صيدال: رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%.

- فندق الأوراسي: رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%.

ثانيا: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر

تتمثل هيئات بورصة الجزائر فيما يلي:

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:

وهي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، التي أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.

تتكون لجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها من رئيس وستة أعضاء ؛

- يعين الرئيس بمرسوم رئاسي لعهدته مدتها أربع 4 سنوات.
- يعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية، بحسب كفاءاتهم في مجال المالية والبورصة لمدة أربع 4 سنوات، تبعا للتوزيع الآتي:

- قاض يقترحه وزير العدل.

- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.

- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.

¹ حليلة عطية، مرجع سابق، ص: 7.

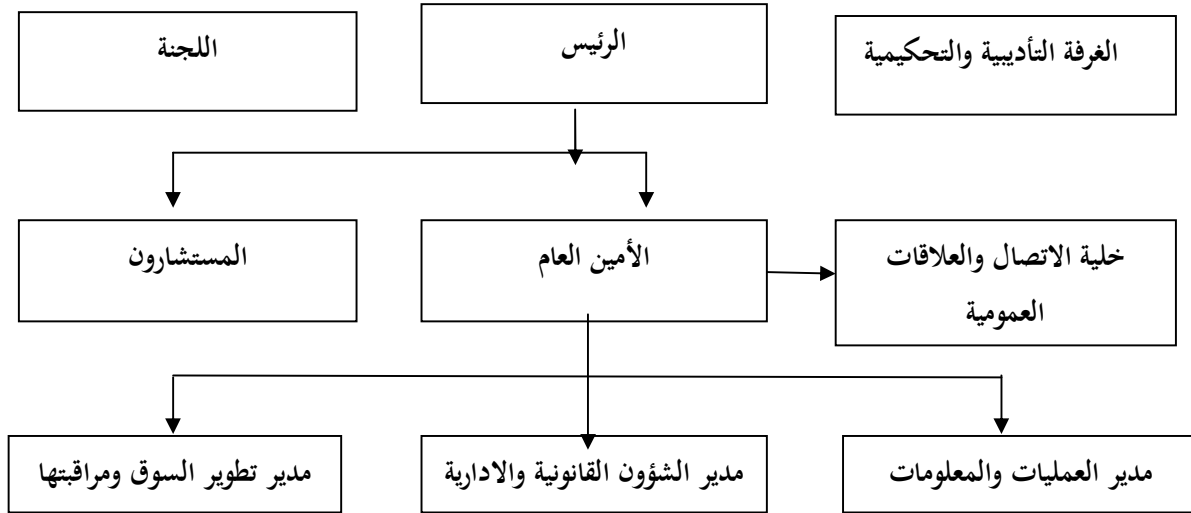
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
 - عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين مصدري القيم المنقولة.
 - عضو تقترحه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.
- تخصص للجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها إعانة تُمنح إياها من ميزانية الدولة، وتتقاضى أتاوى مقابل الأعمال والخدمات التي تقدمها أثناء ممارسة صلاحياتها، وتحدد قواعد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم¹.
- وتتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خصوصا على ما يأتي²:
- **حماية المستثمرين في القيم المنقولة:** تسهر لجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها على حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها كل شركة تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار، بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية، وتمارس اللجنة زيادة على هذه المراقبة القبلية على الإعلام مراقبة بعدية على الشركات المقبولة في التسعيرة وتتعلق بالمنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه الشركات الكشوف المالية والتقارير السنوية.
 - ولا تشمل تأشيرة اللجنة تقييم النوعية العملية التي يقررها المصدر، بل تعني أنّ المعلومة التي تتضمنها المذكرة الإعلامية صحيحة وكاملة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قراره بالاكنتاب أو باقتناء قيم منقولة عن سابق علم ودراية.
 - **حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها:** تهدف مراقبة السوق أساسا إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها، وتتصب على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسك الحسابات-حافظي السندات-، وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وتسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكد مما يأتي:
 - 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.

¹ بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا PGSA، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، ص: 102.

² التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة البورصة، عام 2009، ص ص: 8-9.

- القيام بتسيير السندات وفق الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها.
وسنوضح الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01): الهيكل التنظيمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:



المصدر: التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها 2008، ص: 87.

2- شركة تسيير القيم المنقولة:

تعتبر شركة إدارة برصة القيم المنقولة شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة. تم تأسيسها في 25 ماي 1997 برأسمال يقدر بـ 24 مليون دينار جزائري، وهي التي يكون فيها المساهمون عبارة عن مجموعة من الوسطاء في عمليات البورصة والمعتمدين من لجنة البورصة¹.

تعمل شركة إدارة بورصة القيم على²:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لجلسات البورصة.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
- تنظيم عمليات المقاصة حول القيم المنقولة.

¹ الجوزي غنية، مرجع سابق، ص: 131-132.

² هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر،

2008، ص: 291.

• تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها.

• نشر المعلومات المتعلقة بعمليات التداول في البورصة.

• إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة.

3- المؤتمر المركزي على السندات:

هو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون (5 بنوك) وثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة، بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محدد بمليون دينار جزائري، وتتمثل وظائفه في¹:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية لأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء، من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات.
- تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة لأوراق المالية، مثل أرباح الأسهم ورفع رأس المال.

4- الوسطاء في عمليات البورصة:

الوسيط هو سمسار خبير في التداول على مستوى البورصة، يتمثل في تقديم النصائح في كيفية التوظيف وتنفيذ الأوامر المتعلقة ببيع أو شراء أو تبديل القيم بأحسن الشروط، والوسطاء عبارة عن شركات أسهم أو أشخاص طبيعيين معتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وقد خول التشريع الجزائري مهمة مفاوضة الأوراق المالية للوسطاء في عمليات البورصة، إذا لا يجوز إجراء قيم مفاوضة تتناول قيما منقولة في البورصة إلا عن طريق الوسطاء في عمليات البورصة².

مهام الوسطاء في عمليات البورصة:

- يتكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية.
- التفاوض لحساب الغير.
- الإرشاد في مجال القيم المنقولة.
- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية.

¹ أعبيد نورة، عيدون فطيمة الزهرة، تطور بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2015) - المعوقات والآفاق-، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016-2017، ص ص: 39-40.

² بقاي حدة، مرابط سمية، دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة البشير الابراهيمي، برج بوعريريج، 2017-2018، ص: 18.

• حفظ القيم المنقولة وإدارتها.

يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من طرف الشركات التجارية التي تنشئ خاصيتها لهذا الغرض.

5- المصدرون:

وهم عبارة عن أشخاص معنويين في شكل شركات مساهمة تتدخل من أجل تمويل نشاطاتهم، وتتم تدخلاتهم في البورصة بتقديم عرض عمومي للادخار¹.

المطلب الثاني: آلية عمل بورصة الجزائر

في هذا المطلب سنقف على الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر، مكونات التسعيرة وطريقة التسعير فيها.

أولاً: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر

من خلال النصوص التشريعية التي أصدرتها الحكومة الجزائرية يمكننا الوقوف على أهم الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر، ولقد عرف المشرع الجزائري الأوراق المالية (القيم المنقولة) من خلال المادة 30 مكرر 715 من المرسوم التشريعي 08-93 بأنها²:

سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر وتمنح حقوقاً مماثلة حسب الصنف، كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها، إذ يظهر جلياً مما سبق ذكره أهمية وضرورة قابلية استهلاك وتداول القيم التي تعتبر شرطاً أساسياً في السير الحسن للسوق المالي، وهي :

1- الأسهم:

ينطوي تحت ظل الأسهم القابلة للتداول في بورصة الجزائر الأنواع الموالية:

- الأسهم العادية؛

- أسهم التمتع؛

- أسهم جزئية؛

¹ بقاي حدة، مرجع سابق، ص: 19.

² موقع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، www.cosob.org، 2019/08/30.

- أسهم ذات أولوية في توزيعات الأرباح؛

- الأسهم الخاصة.

2- السندات:

ويمكن التمييز بين أنواع السندات القابلة للتداول في بورصة الجزائر كما يلي:

- سندات عادية؛

- سندات المشاركة؛

- السندات ذات المعدل الثابت؛

- السندات ذات المعدل المتغير.

3- القيم المنقولة الأخرى:

بالإضافة إلى الأسهم والسندات هناك أوراق مالية أخرى يتم تداولها في بورصة الجزائر وهي:

3-1- سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم:

تعد هذه السندات أدوات دين قابلة للتحويل إلى أسهم جديدة في رأس مال الشركة، لكن هذا التحويل لا يكون إلا بطلب من حاملين بناء على شروط وأسس التحويل المدرجة في عقد إصدار هذه السندات، يبين هذا العقد بأن التحويل يتم إما في فترة أو فترات اختيارية محددة وإما في أي وقت كان، لكن لا يجوز أن يكون سعر إصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل أقل من القيمة الاسمية للأسهم التي تتحول إلى أصحاب سندات الاستحقاق في حالة اختيار التحويل، ويكون لحاملي الأسهم الجديدة الحق في الأرباح المدفوعة الخاصة بالسنة المالية التي طلب فيها التحويل.

3-2- سندات الاستحقاق ذات قسيمة الاكتتاب بالأسهم:

يجوز إصدار سندات الاستحقاق ذات قسيمة الاكتتاب بالأسهم لـ:

- شركات المساهمة التي تستوفي الشروط المطلوبة لإصدار سندات الاستحقاق.

- للشركة التي تملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة أكثر من نصف رأس مال شركة تصدر سندات

استحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم، تمنح قسيمة الاكتتاب حق اكتتاب أسهم تقوم بإصدارها الشركة

بسعر أو أسعار مختلفة تبعا للشروط والأجال المدونة في عقد الإصدار، على أن لا تتجاوز مدة ممارسة

حق الاكتتاب مدة الاستهلاك النهائي للقرض، أكثر من ثلاثة 03 أشهر.

يجب أن يكون سعر ممارسة الحق في الاكتتاب مساويا على الأقل للقيمة الاسمية للأسهم المكتتبه بناء على تقديم القسيمة، وتحدد المبلغ الأقصى للأسهم التي يمكن أن يكتتبها أصحاب القسيمة في كيفية حساب هذا السعر¹.

3-3-3- شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت: تمثل شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت تجزئة للأسهم العادية، حيث تصدر هذه الشهادات بمناسبة زيادة رأس المال أو تجزئة الأسهم الموجودة. وهي حقوق مالية قابلة للتداول، تتمتع بالخصائص التالية:

- شهادات الحق في التصويت يجب أن تصدر بعدد يساوي عدد شهادات الاستثمار.
- تنشأ شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت بنسبة لا تتجاوز ربع من رأس مال الشركة.
- تمثل شهادات الاستثمار التي يجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لسهم الشركة حقوقا مالية، وهي قابلة للتداول.
- تمثل شهادات الحق في التصويت حقوقا أخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم، ويجب أن تكتسي الشكل الاسمي، يعاد تكوين السهم بقوة القانون، حينما يحوز أحدهم على نفس عدد شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت.

ثانيا: أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين ؛

1- سوق سندات رأس المال:

سوق سندات رأس المال تتكون من:

1-1- السوق الرئيسية: وهي موجهة للشركات الكبرى، حيث يوجد حالياً خمس 05 شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني؛
- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة؛

¹ موقع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، www.cosob.org، 2019/08/30.

- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات؛
- أن - سي - أ رويبة: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية؛
- بيو فارم: الناشط في القطاع الصيدلاني.

1-2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: وهي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذا السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01 - 12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03 - 97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر 1997، المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

ويمكن لهذا السوق أن يوفر للشركات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس الأموال، مما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة.

2- سوق سندات الدين:

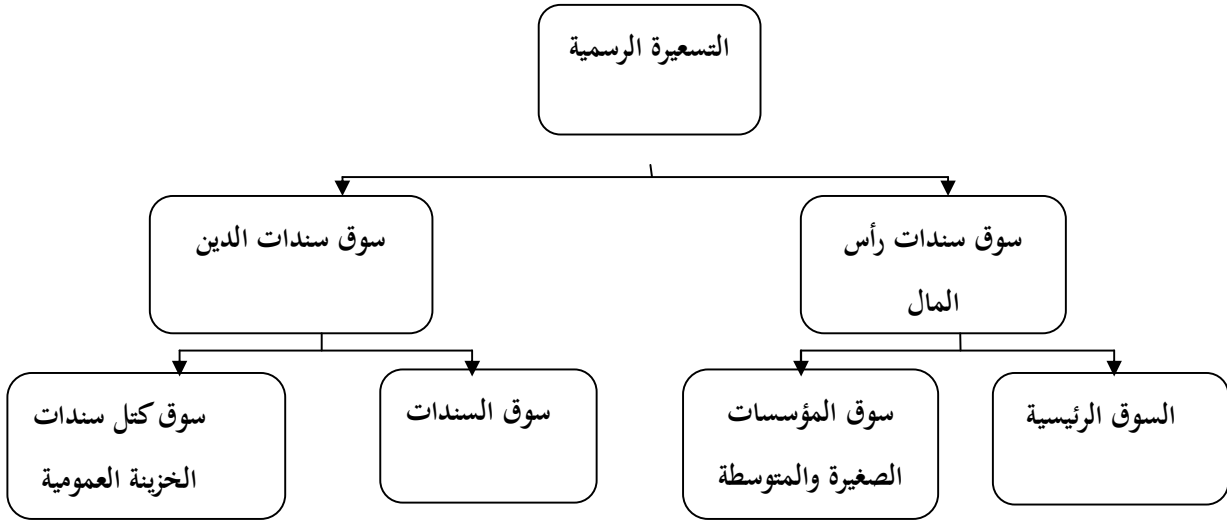
يتكون سوق سندات الدين مما يلي:

1-2- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.

2-2- سوق كتل سندات الخزينة العمومية المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتأسس هذا السوق في سنة 2008 ويحصى حاليا 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دج. ويتم التداول على سندات الخزينة التي تتوزع فترات استحقاقها بين 7، 10 و 15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع، ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم¹.

¹ موقع بورصة الجزائر . www.sgbv.dz ، 2019/08/30.

شكل رقم (02): يوضح التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع الرسمي للبورصة، تاريخ الاطلاع 2019-08-30.

المطلب الثالث: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

سنتعرض في هذا المطلب إلى الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، كما سنقف على الشروط القانونية لإدراج الشركات في بورصة الجزائر.

أولاً: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

وهي شركات رائدة كل في مجالها، ويتم تداول أسهمها حالياً بالبورصة وهي خمسة (05) شركات ؛

1- مجمع صيدال:

يعتبر مجمع صيدال من الشركات الكبرى في الجزائر والرائدة في الانتاج الصيدلاني، الشيء الذي أكسب المجمع ميزات تنافسية عدة، ولقد مر المجمع مثله مثل العديد من الشركات العمومية بمراحل عدة حتى وصل إلى ما هو عليه الآن، هذه المراحل جاءت لتلبية متطلبات الإصلاحات التي قامت بها الدولة في ذلك الوقت. يعتبر مجمع صيدال ثاني شركة دخلت البورصة في سبتمبر 1999 طبقاً لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة خلال اجتماعه المنعقد في 18 جوان 2002 وفي إطار عملية الخصخصة، وطبقاً للأمر رقم 95/22 بتاريخ 26 أوت 1995 المتعلق بخصخصة الشركات العمومية المؤهلة لبرنامج الخصخصة المقرر من طرف الحكومة، أيدت الدورة العامة غير العادية لمجمع صيدال في 1998/22/06 القرار رقم

04 لاقتراح مجلس الادارة الذي يسمح للمجمع بإدخال حصة من رأسماله في البورصة، إذ أن حصة رأسمال المتنازل عنها هي 20 % من رأس المال وتمثل 2,000,000 سهم بسعر محدد 800 دج¹.

2- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي:

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 02 ماي 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة بتسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والثقافة حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة حتى عام 1979، وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات حتى عام 1983 في ذلك العام، وضمن إطار عملية إعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشأت مؤسسة التسيير الفندقي (المرسوم رقم 226-83 المؤرخ في 2 أبريل 1983)، وعدل الفندق في 12 فيفري عام 1991 من وضعه القانوني، وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار، وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي"، وفي جويلية 1999 فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع، ومثل مبلغ القرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20% رأس المال الاجتماعي المقدر بـ 1,500,000,000 دينار جزائري².

3- شركة أليانس للتأمينات:

أليانس للتأمينات هي شركة مملوكة للقطاع الخاص ذات أسهم برأس مال وطني، تأسست في 30 جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 07-95 المؤرخ في 25 جانفي 1995 والصادر عن وزارة المالية والمتعلقة بفتح سوق التأمينات، وبعد حصول على موافقة الجهات المختصة (المرسوم رقم 05/122) انطلق نشاط الشركة سنة 2006، بدأت الشركة بمزاولة نشاطها برأس مال ابتدائي قدره 500 مليون دينار جزائري، وفي أواخر سنة 2009 بلغ رأس المال الاجتماعي للشركة 800 مليون دينار جزائري، ونتيجة لرغبة الشركة في رفع رأس مالها إلى 2,2 مليار دينار جزائري لجأت إلى عملية اكتتاب عام تمهيدا لإدراج حصة من أسهمها في بورصة الجزائر، على أن تبدأ فترة الاكتتاب من 02 نوفمبر إلى غاية 01 ديسمبر 2010، وقد حدد سعر الاكتتاب بـ 830 دينار للسهم الواحد، وتعتبر شركة أليانس أول شركة من القطاع الخاص تدخل إلى

¹ محمد زرقون، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الباحث، العدد 12، 2013، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص 109.

² موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، 2019/08/30.

البورصة، ولقد بلغت الأموال التي تم رفعها مقدار 1.4 مليار دينار جزائري، وتوسعى هذه الشركة إلى تحقيق جملة من الأهداف من بينها¹:

- رفع رأس مال الشركة تطبيقاً لشروط قانون التأمينات 2009.
 - توسيع قاعدة الشركة بمساهمين جدد عن طريق الإدخار العام.
 - إقتسام الثروة الناجمة عن العملية، من خلال إعطاء فرصة جديدة للجزائريين لتوظيف أموالهم عن طريق وسائل جديدة للإدخار.
 - المساهمة في تفعيل بورصة الجزائر من قبل المتعاملين العموميين والخواص.
- 4- شركة أن - سي - أ روبية:

هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأس مال قدره 849.195.00 دينار جزائري، وقد تأسست سنة 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة تحت إسم الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية إلى أن - سي - أ روبية، وفي أبريل 2013 شرعت الشركة في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع، وانصب مبلغ العرض على 25 % من رأس المال أي ما يعادل 200.195.849 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم، الكمية المعروضة 2122988 سهم تمثل 25 % من رأس المال وسعر الإصدار 400 دينار جزائري، أما فترة الاكتتاب من 07 أبريل إلى 09 ماي 2013².

5- شركة بيوفارم:

انضمت شركة "بيوفارم" يوم 2016/04/19 رسمياً إلى البورصة بعد عقد أولى جلساتها لتسعير أسهمها، حيث تحاول الشركة الناشطة في مجال صناعة الأدوية فتح سوق استثماراتها تماشياً والتحول الاقتصادي الذي تعيشه الجزائر، وانصب مبلغ العرض على 20 % من رأس مالها الاجتماعي المقدر بـ : 5.104.375.000 دج دينار جزائري، موزعة على 25.521.875 سهم عادي بقيمة إسمية قدرها 200 دج بسعر إصدار قدر بـ : 1225 دج أما فترة الاكتتاب فامتدت من 18 إلى 28 جانفي 2016³.

ثانياً: شروط إدراج الشركات في بورصة الجزائر

تحصي بورصة الجزائر عدد ضئيل من الشركات المدرجة بها، وذلك راجع إلى جملة من الشروط القانونية التي وضعتها لجنة البورصة، ولم تستطع العديد من الشركات الجزائرية استيفاءها، و يتعلق الأمر بـ⁴:

¹ اعبيد نورة، عيدون فطيمة الزهرة، مرجع سابق، ص ص:46-47.

² موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، 2019/08/30.

³ موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، 2019/08/30.

⁴ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 229.

1- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج:

وهي:

- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم؛
- لا بد من تحديد قيمة كل سهم؛
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات، إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تستند إليها مقبولة في التسعيرة؛
- الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل، وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة؛
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى، لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

2- شروط خاصة بالشركة محل طلب الإدراج:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار؛
- إصدار 20 % من رأسمالها على شكل قيمة منقولة على الأقل؛
- نشر الوضعية المالية لسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة؛
- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- أن تكون هذه الشركة قد حققت أرباحا خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول؛
- إعلان شركة تسيير بورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة؛
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي؛
- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة رقابة داخلية بالهيكل التنظيمي لها.

المبحث الثاني: دراسة تحليلية لانعكاس القيمة الحقيقية للأسهم في تسعيرة بورصة الجزائر

اعتمدنا في دراستنا هذه على أساليب ملائمة لبيئة الدراسة، من حيث سهولة تحديد متغيرات المعادلات الداخلة في قياس القيمة الحقيقية وتوافر المعلومات اللازمة لذلك، كما اعتمدنا على التقارير المالية للشركات محل الدراسة المدرجة في بورصة الجزائر والتقارير الشهرية لبورصة الجزائر.

وقد تم تطبيق ثلاثة أساليب لتحديد القيمة الحقيقية من أساليب تقييم الأسهم وهي: الأسلوب المحاسبي وبالضبط طريقة الأصل الصافي المحاسبي، أسلوب التدفقات النقدية وبالضبط طريقة التدفق النقدي الحر وطريقة مضاعف السعر الربح (PER) من الأسلوب البورصي.

المطلب الأول: أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017 – ديسمبر 2018)

تتميز بورصة الجزائر بكونها سوق فورية تنتهج نظاما مسيرا بالأوامر وبنمط التسعير الثابت، ويتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، ويتيح هذا النوع من التسعير¹:

- تضخيم حجم السندات المتبادلة.
- تقليص اختلال التوازن بين المشتري أو البائع.
- تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الاغلاق في آخر حصة.

سنتطرق في هذا المطلب إلى أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (جانفي 2017-ديسمبر 2018) وفق تسعيرة البورصة.

أولاً: أسعار الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2017 وفق تسعيرة البورصة
يبين الجدول الموالي أسعار الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2017.

¹ موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، 2019/08/30.

الجدول رقم(01): يمثل أسعار الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2017 وفق تسعيرة البورصة

(وحدة القياس: دينار جزائري)

اسم الشركات الأشهر	صيدال	الأوراسي	أليانس	آن - سي - أ روبية	بيوفارم
جانفي	600	495	465	334	1 223,1
فيفري	631, 27	520	465	325	1 208,9
مارس	635	520	450,39	324,62	1 197,8
أفريل	644,31	543,26	451,56	325	1 186,98
ماي	665	549,90	445	325	1 177,10
جوان	665	549, 90	444,502	325	1 190,37
جويلية	662,71	549,90	405	325	1 205,82
أوت	660	520	420	320	1 140
سبتمبر	660	515	420	300	1 140
أكتوبر	660	515	417,88	300	1 118, 02
نوفمبر	660	515	413,14	298,77	1 098,94
ديسمبر	660	495	417,56	300	1 040,11
متوسط السعر السنوي	650,274	523,996	434,586	291,865	1 160,595

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة الجزائر لسنة 2017.

من خلال الجدول أعلاه، نجد أن سعر سهم "صيدال" عرف ارتفاعا تدريجيا خلال السداسي الأول لسنة 2017 أين بلغ (600 دج) شهر جانفي ليصل أعلى قيمة له شهري ماي وجوان (665 دج)، ثم انخفض شهر جويلية إلى (662,71 دج) ليثبت سعره عند (660 دج) إلى غاية نهاية السنة، بينما بلغ متوسط سعر سهمه السنوي (650,274 دج) وهو سعر موضوعي قريب من أعلى سعر له خلال السنة، أما مؤسسة "الأوراسي" فقد تراوح سعرها السوقي ما بين (495 دج) و(549,90 دج) خلال هذه السنة بينما بلغ متوسط سعر سهمها السنوي (523,996 دج)، أما شركة "اليانس للتأمينات" فقد عرفت تذبذبات بسيطة في سعر السهم إنطلاقا من (465 دج) شهر جانفي وهي قيمة أعظمية له إلى (405 دج) شهر جويلية وهي القيمة الأدنى له خلال هذه السنة، ليرتفع شهر أوت إلى (420 دج) ليثبت سعره عند هذه القيمة إلى غاية

شهر سبتمبر، ثم انخفض انخفاضا طفيفا شهري أكتوبر ونوفمبر ثم ارتفع شهر ديسمبر إلى القيمة (417,56 دج)، أما متوسط سعر سهمه السنوي فقد بلغ (434,586 دج)، وبالنسبة لشركة "أن - سي - أ رويبة" فقد انطلقت بسعر (334 دج) شهر جانفي ثم انخفض إلى (325 دج) شهر فيفري، وبيّنت عند هذه القيمة إلى غاية شهر جويلية ثم انخفض مرة أخرى شهر أوت إلى (320 دج) ثم إلى (300) شهر سبتمبر ليثبت عند هذا السعر إلى غاية نهاية السنة، أما متوسط السعر السنوي فقد بلغ (291,865 دج) وهي قيمة موضوعية قريبة من أدنى قيمة لسعر سهم الشركة خلال سنة 2017. وأخيرا شركة "بيوفارم" التي سجلت أعلى سعر لسهمها شهر جانفي بـ (1223,10 دج) ثم عرف هذا الأخير انخفاضا تدريجيا إلى غاية شهر ماي حيث بلغ (1177,10 دج) ثم ارتفع شهري جوان وجويلية إلى (1190,37 دج) و(1205,82 دج) على التوالي ثم عاد إلى الانخفاض مرة أخرى إلى غاية نهاية سنة 2017.

ثانيا: أسعار الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2018 وفق تسعيرة البورصة

يبين الجدول الموالي أسعار الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2018.

الجدول رقم(02): يمثل أسعار الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2018 وفق تسعيرة البورصة

(وحدة القياس: دينار جزائري)

اسم الشركات الأشهر	صيدال	الأوراسي	أليانس	أ - سي - آن روبية	بيوفارم
جانفي	659,20	495	420	300	970
فيفري	621,59	495	426,21	300	938,34
مارس	620	495,95	420	300	974,07
أفريل	620	495,95	425	300	1 028,48
ماي	612,50	500	429,39	295	1 013,63
جوان	620	500	430	295	1070,20
جويلية	624,97	505	405,13	295	1 185,85
أوت	580	505	395	295	1 151,16
سبتمبر	589,48	514,30	414,44	295	1 167,01
أكتوبر	598,848	520	420	295	1 185,05
نوفمبر	630	524,701	425,544	266	1230
ديسمبر	635	525	427	266	1150,04
متوسط السعر	617,632	506,325	419,8095	291,833	1 088,6525

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة الجزائر لسنة 2018.

يظهر من خلال الجدول رقم (02) أن شركة "صيدال" شهدت انخفاضا تدريجيا في سعر سهمها، انطلاقا من أعلى قيمة له خلال سنة 2018 (659,20 دج) في شهر جانفي إلى (612,50 دج) شهر ماي ثم ارتفع شهر جوان وجويلية إلى (620 دج) و(624,97 دج) على التوالي، ثم عاد إلى الانخفاض شهر أوت حيث بلغ أدنى قيمة لسعر السهم خلال هذه السنة وهي (580 دج)، ثم ارتفع خلال الربع الأخير إلى (635 دج) شهر ديسمبر، أما متوسط سعر السهم السنوي فقد قدر بـ (617,632 دج). أما عند مؤسسة التسيير فندق "الأوراسي" نجد أن سعر السهم عرف ثباتا خلال شهري جانفي وفيفري عند (495 دج)، وشهري مارس وأفريل عند (495,95 دج) وشهري ماي وجوان عند القيمة (500 دج) ثم عند القيمة (505 دج) شهري جويلية وأوت، ثم ارتفع سعر السهم ابتداء من شهر سبتمبر إلى غاية نهاية السنة حيث بلغ (525 دج) شهر ديسمبر، وبشكل عام فقد عرف سعر السهم المؤسسة ارتفاعا تدريجيا طوال السنة، أما متوسط السعر السنوي فقد قدر بـ (506,325 دج). وبالنسبة لشركة "أليانس" للتأمينات فقد تراوح سعر سهمها ما بين (395 دج) و(429,39 دج)، حيث سجلت أعلى قيمة لسعر السهم شهر ماي وأدنى قيمة له

شهر أوت أما متوسط السعر السنوي فقد بلغ (419,8095 دج). أما شركة "أن-سي-أ رويبة" فقد عرفت ثباتا في سعر سهمها خلال الربع الأول من السنة عند القيمة (300 دج) وعند القيمة (295 دج) ابتداء من شهر ماي إلى غاية شهر أكتوبر، ثم انخفض شهر نوفمبر إلى (266 دج) وثبت عندها إلى غاية نهاية سنة 2018، وبشكل عام فقد عرف سعر سهم الشركة انخفاضا طوال السنة، بينما بلغ متوسط سعر السهم السنوي (291,833 دج). وأخيرا شركة "بيوفارم" التي شهدت تذبذبات في سعر السهم انخفاضا وارتقاعا طوال سنة 2018، حيث تراوحت الأسعار ما بين (938,34 دج) و(1230 دج) حيث سجلت أدنى سعر للسهم في شهر فيفري وأعلى قيمة له شهر نوفمبر، بينما بلغ متوسط سعر سهمها السنوي (1088,6525 دج).

المطلب الثاني: تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (جانفي 2017 - ديسمبر 2018)

أولا: تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي خلال الفترة (جانفي 2017 - ديسمبر 2018)

تحدد قيمة الشركة وفقا لهذه الطريقة بالعلاقة التالية:

$$V = ANC = A - E$$

وانطلاقا من كون أن قيمة الشركة هي من قيمة مجموع أسهمها العادية، أي أن قيمة السهم العادي هو حاصل قسمة قيمة الشركة على عدد أسهمها العادية وفق الصيغة التالية:

$$\text{قيمة السهم العادي} = \text{قيمة الشركة} / \text{عدد الأسهم العادية.}$$

الجدول رقم (03): قيمة أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي خلال الفترة (جانفي 2017 - ديسمبر 2018)

(وحدة القياس: دينار جزائري)

اسم الشركات	السنوات	الأصول (A)	الديون (E)	القيمة الإجمالية للشركة (V)	عدد الأسهم	قيمة السهم
صيدال	2017	48 318 944 590,23	20 387 413 532,49	27 931 531 057,74	10 000 000	2 793,153
	2018	39 574 343 961,92	19 777 933 565,34	19 796 410 396,58	10 000 000	1 979,641
الأوراسي	2017	11 581 590 569,24	6 695 507 221,24	4 886 083 348	6 000 000	814,347
	2018	11 362 669 460,32	6 402 644 448,02	4 960 025 012,3	6 000 000	826,67
أليانس	2017	8 203 294 637	4 961 877 020	3 241 417 617	5 804 511	558,43
	2018	8 450 417 520	5 022 847 088	3 427 570 432	5 804 511	590,501
أن - سي - أ روية	2017	8 694 763 694	7 325 307 597	1 369 456 097	8 491 950	161,265
	2018	10 069 231 214	7 533 562 267	2 535 668 947	8 491 950	298,596
بيوفارم	2017	48 593 000 000	20 482 000 000	28 111 000 000	25 521 875	1101,447
	2018	55 387 000 000	22 318 000 000	33 069 000 000	25 521 875	1295,712

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات بورصة الجزائر.

من خلال الجدول أعلاه يظهر أن مجمع "صيدال" سجل انخفاضا في قيمة سهمه من (2793,153 دج) لسنة 2017 إلى (1979,641 دج) لعام 2018 أي ما نسبته 29,12 %، بينما شهدت كل من شركتي "شركة التسيير فندق الأوراسي" و"أليانس للتأمينات" ارتفاعا طفيفا في قيمة سهميهما، فبالنسبة لمؤسسة الأوراسي فقد بلغت قيمة سهمها لسنة 2017 (814,347 دج) و(826,67 دج) لسنة 2018 أي ارتفاع بنسبة 1,53 %، أما شركة أليانس للتأمينات فقد قدرت نسبة الزيادة بـ : 5,74 % أي من (558,43 دج) لسنة 2017 إلى (590,501 دج) سنة 2018، في حين شركة "أن - سي - أ روية" فقد ارتفعت قيمة أسهمها ارتفاعا ملحوظا من (161,25 دج) إلى (298,596 دج) خلال سنتي 2017 و2018 على التوالي، أي ما يعادل 85,15 %، وأخيرا شركة "بيوفارم" فقد ارتفعت قيمة أسهمها من (1101,447 دج) سنة 2017 إلى (1295,712 دج) سنة 2018 بنسبة مقدرة بـ : 17,63 %.

ثانيا: تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق طريقة التدفقات النقدية خلال الفترة (جانفي 2017 - ديسمبر 2018)

تم استخدام طريقة التدفق النقدي الحر أو المتاح لأنه يظهر كأحسن أداة لتتلاءم وأعمال التقييم وفق طريقة التدفقات، لأنه يفضل التدفقات المستخرجة مباشرة من الأصل الاقتصادي ويسمح بالحصول على قيمة الشركة ومن ثم قيمة أسهمها، وعليه فإن القيمة الحالية للأسهم العادية وفق طريقة التدفق النقدي الحر تحسب من خلال المعادلة التالية:

$$V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{FTD_t}{(1+I)^t}$$

حيث: FTD_t : التدفق النقدي المتاح (الحر) في الفترة t .

I : يمثل معدل الخصم، (تم تطبيق متوسط معدل الفائدة المطبق من قبل البنوك في الجزائر والمساوي لـ: 6%)

ويمثل التدفق النقدي الحر التدفق النقدي الناتج عن التغير في ثلاث مصادر أساسية وهي: التدفق النقدي الناتج أو المستخدم في العمليات التشغيلية بالشركة، التدفق النقدي الناتج أو المستخدم في عمليات الاستثمار بالشركة، والتدفق النقدي الناتج أو المستخدم في عمليات التمويل بالشركة خاصة التمويلات طويلة الأجل، سواء كانت لجوء الشركة إلى الاقتراض أو دفع التوزيعات على حملة الأسهم، وفيما يلي قيمة التدفقات النقدية الحرة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة حسب ما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (04): يمثل قيمة التدفقات النقدية الحرة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (جانفي 2017- ديسمبر 2018)

(وحدة القياس: دينار جزائري)

اسم الشركات	السنوات	التدفق النقدي التشغيلي الصافي	التدفق النقدي الاستثماري الصافي	التدفق النقدي التمويلي الصافي	التدفق النقدي المتاح(الحر) (CFD)
صيدال	2017	1 494 140 571,39	-846 446 566,31	-554 184 843	93 509 162,08
	2018	-1 250 246 168 ,96	-120 913 225,41	-447 706 868,97	-1 818 866 263,34
الأوراسي	2017	1 322 609 237,99	-599 880 897,62	-779 638 688,31	-56 910 347, 94
	2018	1 006 477 391,28	-723 304 494,71	-737 035 469,81	-453 862 573,24
أليانس	2017	-	-	-	-
	2018	-	-	-	-
أن_سي_أ روية	2017	350 350 693	-409 253 814	-417 110 304	-476 013 425
	2018	509 704 023	-101 575 645	-901 445 936	-493 317 558
بيوفارم	2017	1 655 000 000	-665 000 000	-2 153 000 000	-1 163 000 000
	2018	3 640 000 000	-2 253 000 000	-2 953 000 000	-1 566 000 000

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات بورصة الجزائر

سنستعرض فيما يلي التدفقات النقدية الحرة للشركات المدرجة في بورصة الجزائر كل شركة على حده:

- **مجمع صيدال:** حقق المجمع صافي تدفقات نقدية تشغيلية موجبة بحوالي **1,49** مليار دج سنة **2017** وكان من أبرز الأسباب التي أدت إلى ذلك ارتفاع التحصيلات من العملاء بحوالي **9,87** مليار دج، إلا أنه حقق تدفقات نقدية سلبية من عملياته الاستثمارية والتمويلية بحوالي **846** مليون دج و**554** مليون دج على التوالي، نتيجة لشراء استثمارات وتوزيعات الأرباح التي قام بها في هذه السنة، أما في سنة **2018** فقد حقق المجمع صافي تدفقات نقدية تشغيلية سلبية بحوالي **1,25** مليار دج وكان من أبرز الأسباب لذلك هو التسديدات للموردين والموظفين بحوالي **11,3** مليار دج، كما حقق صافي تدفقات نقدية سلبية من العمليات الاستثمارية والتمويلية بلغت حوالي **121** مليون دج و**447** مليون دج على التوالي نتيجة اقتناء استثمارات والتوزيعات النقدية التي قام بها المجمع في هذه السنة، والمحصلة النهائية للتغيرات السابقة أدت إلى تحقيق المجمع تدفقات نقدية موجبة بحوالي **93,5** مليون دج سنة **2017** وتدفقات نقدية سلبية بحوالي **1,8** مليار دج سنة **2018**.

- الأوراسي: حققت شركة تسيير فندق الأوراسي تدفق نقدي حر سالب في سنتي 2017، 2018 بحوالي 56,9 مليون دج و 45,3 مليون دج على التوالي، رغم أنه حقق تدفق نقدي موجب من عملياته التشغيلية بحوالي 1,32 مليار لسنة 2017 و 1 مليار لسنة 2018، إلا أنه حقق تدفق نقدي سالب من العمليات الاستثمارية والتمويلية ولعل من أهم الأسباب التي أدت إلى ذلك شراء الاستثمارات وتوزيعات الأرباح خلال تلك الفترة.

- أن - سي - أ رويبة: لم تستطع هذه الشركة هي الأخرى من توليد تدفق نقدي موجب خلال سنتي 2017 و 2018، إذ بلغ التدفق النقدي الحر للشركة حوالي 4,76 مليون دج و 49,3 مليون دج خلال تلك الفترة، فقد حققت تدفق نقدي تشغيلي موجب بحوالي 350 مليون دج لسنة 2017 و 509 مليون دج لسنة 2018، لكنها حققت تدفقات نقدية سالبة من العمليات الاستثمارية التمويلية.

- بيوفارم: حققت الشركة تدفقات نقدية تشغيلية موجبة خلال سنتي 2017 و 2018 بحوالي 1,6 مليار دج و 3,6 مليار دج على التوالي، كما حققت تدفقات نقدية سالبة من العمليات الاستثمارية بحوالي 665 مليون في عام 2017 دج و 2,2 مليار دج في عام 2018، بسبب مدفوعات مقابل الحصول على إستثمارات، وتدفقات نقدية سالبة أيضا من عملياتها التمويلية بحوالي 2,1 مليار دج و 2,9 مليار دج لسنتي 2017 و 2018 على التوالي، وذلك راجع إلى التوزيعات التي قامت بها الشركة خلال تلك الفترة لحملة الأسهم بحوالي 1,6 مليار دج سنة 2017 و 2,5 مليار دج سنة 2018، ولذلك كانت المحصلة النهائية للتغيرات السابقة تحقيق الشركة لتدفقات نقدية حرة سالبة بحوالي 1,16 مليار دج و 1,56 مليار دج لسنتي 2017 و 2018 على التوالي.

من خلال ما تقدم نخلص إلى أن كل الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لم تستطع توليد تدفقات نقدية حرة موجبة خلال فترة الدراسة، عدا مجمع صيدال الذي حقق ذلك في سنة 2017.

الجدول رقم (05): يمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق طريقة التدفق النقدي الحر خلال الفترة (جانفي 2017-ديسمبر 2018)

(وحدة القياس: دينار جزائري)

اسم الشركات	السنوات	التدفق النقدي المتاح (CFD)	معدل الخصم (I)	قيمة الشركة (V)	عدد الأسهم	قيمة السهم
صيدال	2017	93 509 162,08	0,06	88 216 190,641	000 000 10	8,821
	2018	-1 818 866 263,34		-1 715 911 569,188		-171,591
الأوراسي	2017	347, 94 910 56-	0,06	-53 689 007,49	000 000 6	-8,948
	2018	862 573,24 453-		-428 172 238,905		-67,322
أليانس	2017	-	0,06	-	511 804 5	-
	2018	-		-		-
أن _ سي _ أ روية	2017	-476 013 425	0,06	-449 069 268,867	950 491 8	-52,881
	2018	-493 317 558		-465 393 922,641		-54,804
بيوفارم	2017	000 000 163 1-	0,06	-1 097 169 811,32	875 521 25	-42,989
	2018	000 000 566 1-		-1 477 358 490,566		-57,885

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات بورصة الجزائر

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن قيمة سهم "صيدال" لسنة 2017 وفق طريقة التدفق النقدي الحر مساوية لـ: 8,821 دج وذلك راجع لتحقيق المجمع لتدفق نقدي متاح موجب في هذه السنة، بينما تظهر قيمة سهم المجمع بقيمة سالبة (-171,591 دج) لسنة 2018 بسبب أن التدفق النقدي الحر سالب، كما تظهر قيمة أسهم الشركات "الأوراسي"، " أليانس " "أن - سي - أ روية" و"بيوفارم" بقيمة سالبة، وذلك راجع إلى التدفقات النقدية الحرة سالبة أي أن التدفقات النقدية الداخلة أقل من التدفقات النقدية الخارجة.

إن من عيوب طريقة التدفقات النقدية أنه في حالة تحقيق الشركة لخسائر مالية (أي أن التدفقات الداخلة أقل من التدفقات الخارجة) فإن قيمة التدفقات النقدية الحرة أو صافي التدفقات النقدية للشركة تكون سالبة، وفي هذه الحالة سيكون قيمة البسط في النموذج سالب مما سيؤدي إلى أن يكون سعر السهم وفقا للنموذج يأخذ قيمة سالبة وهذا الشيء غير منطقي.

ثالثا: تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER) خلال الفترة (جانفي 2017- ديسمبر 2018)

تحدد قيمة الشركة وفق هذه الطريقة وفق الصيغة التالية:

$$V = P/E \times B$$

حيث: P/E: مضاعف السعر /العائد.

B: هامش الربح للشركة (وهو متوسط الأرباح الصافية للفترة / عدد الأسهم).

حيث أن: مضاعف السعر إلى العائد P/E = السعر السوقي للسهم (P) / ربح السهم (E)

ربح السهم (E) = الأرباح الصافية للشركة / عدد الأسهم

الجدول رقم (06): يمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER) خلال الفترة (جانفي 2017- ديسمبر 2018)

(وحدة القياس: دينار جزائري)

إسم الشركات	السنوات	صافي الأرباح	عدد الأسهم	ربح السهم (E)	قيمة السهم في السوق (P)	المضاعف P/E	هامش الربح	قيمة السهم
صيدال	2017	1 376 295 647,88	10 000 000	137,629	650,274	4,72	127,525	519,281
	2018	1 174 214 390,98	10 000 000	117,421	617,632	5,25		669,506
الأوراسي	2017	549 187 994,87	6 000 000	91,531	523,996	5,72	164,799	942,650
	2018	439 611 183,43	6 000 000	73,268	506 ,325	6,91		1138,176
أليانس	2017	432 140 992	5 804 511	74,449	434,586	5,83	154,103	898,420
	2018	462 355 811	5 804 511	79,654	419,8095	5,27		812,122
أن-سي-أ روية	2017	702 610 250	8 491 950	82,738	291,865	3,52	115,126	405,243
	2018	275 035 966	8 491 950	32,387	291 ,833	9,01		1037,285
بيوفارم	2017	6 499 000 000	25 521 875	254,644	1 160,595	4,55	549,489	2500,174
	2018	7 525 000 000	25 521 875	294,845	1 088,6525	3,69		2027,614

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات بورصة الجزائر.

من خلال الجدول رقم (06) يتضح أن مضاعف السعر للأرباح (PER) لمجمع "صيدال" بلغ سنة

2017 (4,72) وارتفع إلى (5,25) سنة 2018، أي ما يقارب 5 في المتوسط للسنتين وهي عدد المرات

التي يمكن خلالها للقيمة السوقية لسهم صيدال أن تغطي من خلال ربحية السهم السنوية، أي أن استرداد القيمة السوقية للسهم يتطلب ما يقارب 5 سنوات يحقق فيها المجمع ربحية للسهم. أما مؤسسة تسيير فندق "الأوراسي" فالمضاعف بلغ (5,72) سنة 2017 أي ما يقارب 6 سنوات و(6,91) في سنة 2018 أي ما يقارب 7 سنوات لاسترداد القيمة السوقية لسهم الشركة من خلال ما تحققه من ربحية للسهم. كما بلغ (PER) في شركة "أليانس" (5,83) و(5,27) خلال سنتي 2017 و 2018 على التوالي، أي ما يقارب 5 سنوات والنصف في المتوسط لتغطية قيمة السهم السوقية من خلال ما تحققه الشركة من ربحية للسهم. أما شركة "بيوفارم" فقد بلغ (PER) لسنة 2017 (4,55) ثم انخفض سنة 2018 إلى 3,69، أي ما يقارب (4,5) و(4) سنوات على التوالي تحقق فيها الشركة ربحية للسهم لتغطية القيمة السوقية لها.

ومن الملاحظ أن قيمة (PER) ليست متذبذبة في كل الشركات السابقة، بل كانت قيمته متقاربة إلى حد ما، إذ تراوحت قيمته ما بين 4 سنوات إلى 6 سنوات في المتوسط.

أما بالنسبة لشركة أن-سي-أ رويبة فقد سجلت أقل قيمة لـ (PER) سنة 2017 وهي (3,52)، أي ما يقارب 3 سنوات والنصف السنة لاسترداد القيمة السوقية لسهم الشركة، من خلال ما تحققه من ربحية للسهم في حين ارتفعت قيمة (PER) سنة 2018 إلى (9,01)، أي ما يقارب 9 سنوات وذلك راجع لانخفاض ربحية سهم الشركة خلال سنة 2018.

أما فيما يخص قيمة أسهم الشركات وفق هذه الطريقة، فنلاحظ أن قيمة سهم مجمع صيدال بلغت سنة 2017 (519,281 دج) في حين ارتفعت إلى (669,506 دج) سنة 2018، وهذا راجع إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم من (650,274 دج) إلى (617,632 دج) من جهة، وانخفاض ربحية سهم المجمع من (137,696 دج) سنة 2017 إلى (117,421 دج) سنة 2018 من جهة أخرى. أما مؤسسة الأوراسي فقد عرفت قيمة أسهمها ارتفاعا من (942,650 دج) سنة 2017 إلى (1132,176 دج) سنة 2018 وهذا راجع إلى انخفاض ربحية سهم المؤسسة إذ بلغت (91,531 دج) سنة 2017 مقابل (73,268 دج) سنة 2018، كما انخفضت قيمة السهم في السوق إلى (506,325 دج) سنة 2018 مقابل (523,996 دج) سنة 2017.

كما ارتفعت قيمة سهم شركة أن-سي-أ رويبة من (405,243 دج) إلى (1037,285 دج) لسنة 2017 و 2018 على التوالي، وهذا راجع إلى أن القيمة السوقية لسهم الشركة كان شبه ثابت لكل من سنة 2017 و 2018، في حين انخفضت ربحية السهم انخفاضا ملحوظا من (82,738 دج) سنة 2017 إلى (387,32 دج) سنة 2018. أما بالنسبة لشركتي أليانس وبيوفارم فقد شهدت قيمة سهميهما انخفاضا سنة 2018 بالمقارنة مع سنة 2017، حيث انخفضت قيمة أسهم أليانس من (898,420 دج) إلى

(812,122 دج) وذلك بسبب انخفاض السعر السوقي لها من (434,586 دج) إلى (419,8095 دج) وارتفاع ربحية السهم السنوية من (74,449 دج) إلى (79,654 دج)، كما انخفضت شركة بيو فارم من (2500,174 دج) سنة 2017 إلى (2027,614 دج) سنة 2018، وذلك بسبب انخفاض قيمة السهم في السوق من (1160,595 دج) سنة 2017 إلى (1088,6525 دج) وكذا ارتفاع ربحية السهم السنوية، إذ بلغت (294,845 دج) سنة 2018 مقابل (254,644 دج) سنة 2017.

المطلب الثالث: تحليل النتائج ومناقشتها

سنقوم في هذا المطلب بتحليل نتائج التقييم ومناقشتها، من خلال مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق الطرق الثلاثة المطبقة على الشركات المدرجة في بورصة الجزائر مع متوسط تسعيرة البورصة للفترة (2017-2018)، من أجل تحديد نتائج التقييم فيما إذا كان سعر السهم في السوق مقيما بقيمة تعكس القيمة الحقيقية له أو أنها أعلى أو أقل مما يجب.

أولا: مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي مع متوسط تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017 - ديسمبر 2018)

فيما يلي نتائج قيمة السهم وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي ومقارنة تلك القيمة مع متوسط تسعيرة بورصة الجزائر، من أجل تحديد نتائج التقييم فيما إذا كان سعر السهم في السوق مقيما بقيمة أعلى أو أقل مما يجب.

الجدول رقم (07): يمثل مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي مع متوسط تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017 - ديسمبر 2018)

(وحدة القياس: دينار جزائري)

اسم الشركات	السنوات	قيمة السهم وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي	متوسط تسعيرة البورصة	الفرق بين القيمتين	نتائج التقييم
صيدال	2017	2 793,153	650,274	-2142,879	أقل مما يجب
	2018	1 979,641	617,632	-1362,009	أقل مما يجب
الأوراسي	2017	814,347	523,996	290,351-	أقل مما يجب
	2018	826,67	506,325	-320,345	أقل مما يجب
اليانس	2017	558,43	434,586	- 123,844	أقل مما يجب
	2018	590,501	419,8095	-170,691	أقل مما يجب
أن - سي - أ روية	2017	161,265	291,865	130,6	أعلى مما يجب
	2018	298,596	291,833	-6,763	أقل مما يجب
بيوفارم	2017	1101,447	1 160,595	59,148	أعلى مما يجب
	2018	1295,712	1 088,6525	-207,0595	أقل مما يجب

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات بورصة الجزائر

من خلال الجدول أعلاه، يتبين أن التسعير كان مخفضا أي أن متوسط تسعيرة البورصة للسهم أقل من قيمة السهم وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي، أي أن أسعار الشركات حسب تسعيرة بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة لا تعكس القيمة الحقيقية لها وفق هذه الطريقة والذي ظهر في كل من "صيدال"، "الأوراسي"، "اليانس"، بل كانت مسعرة تسعيرا أقل مما يجب أن تكون عليه هذه القيمة في السوق.

بينما كان التسعير مضخما في كل من شركتي "أن - سي - أ روية" و"بيوفارم"، خلال سنة 2017، أي أن متوسط تسعيرة البورصة للسهم أعلى من قيمة السهم وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي إذ بلغ متوسط تسعيرة البورصة خلال سنة 2017 لكل منهما (291,865 و 1160,595) دينار جزائري، فيما بلغت قيمة أسهمهما وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي في كل منهما (161,265 و 1101,447) دينار جزائري على التوالي، أي أن أسعار الشركتين وفق تسعيرة البورصة مقيمة بسعر أعلى مما يجب أن تكون عليه القيمة الحقيقية لها خلال هذه السنة. أما في سنة 2018 فكان التسعير مقيما تسعيرا مخفضا لهاتين الشركتين، أي أن متوسط تسعيرة البورصة لسهمي الشركتين أقل من قيمة السهم وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي، إذ بلغ متوسط تسعيرة البورصة خلال سنة 2018 لكل منهما (145,916 و 1101,447) دينار جزائري على التوالي، أي أن أسعار الشركتين وفق تسعيرة البورصة مقيمة بسعر أعلى مما يجب أن تكون عليه القيمة الحقيقية لها خلال هذه السنة.

و(1088,6525) دينار جزائري فيما بلغت قيمة أسهمها وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي (298,596 و1295,712) دينار جزائري على التوالي، وهذا معناه أن تسعيرة البورصة أقل مما يجب أن تكون عليه ولا تعكس القيم الحقيقية لها خلال سنة 2018.

ثانيا: مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة التدفق النقدي الحر مع متوسط تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017 - ديسمبر 2018)

فيما يلي نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة التدفق النقدي الحر ومقارنة تلك القيمة مع متوسط تسعيرة البورصة، من أجل تحديد نتائج التقييم فيما إذا كان سعر السهم في السوق مقبولا بقيمة أعلى أو أقل مما يجب.

الجدول رقم (08): يمثل مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة التدفق النقدي الحر مع متوسط تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017 - ديسمبر 2018)

(وحدة القياس: دينار جزائري)

اسم الشركات	السنوات	قيمة السهم وفق طريقة التدفق النقدي الحر	متوسط تسعيرة البورصة	الفرق بين القيمتين	نتائج التقييم
صيدال	2017	8,821	650,274	641,453	أعلى مما يجب
	2018	-171,591	617,632	789,223	أعلى مما يجب
الأوراسي	2017	-8,948	523,996	532,944	أعلى مما يجب
	2018	-67,322	506,325	573,647	أعلى مما يجب
أليانس	2017	-	434,586	-	-
	2018	-	419,8095	-	-
أن - سي - أروية	2017	-52,881	291,865	344,746	أعلى مما يجب
	2018	-54,804	291,833	346,637	أعلى مما يجب
بيوفارم	2017	-42,989	1 160,595	1203,584	أعلى مما يجب
	2018	-57,885	1 088,6525	1146,5375	أعلى مما يجب

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات بورصة الجزائر

من خلال الجدول أعلاه، يتبين أن التسعير كان مضخما أي أن متوسط تسعيرة البورصة للسهم أكبر من قيمة السهم وفق طريقة التدفق النقدي الحر، والذي ظهر في كل الشركات خلال فترة الدراسة، وهذا معناه أن أسعار الشركات حسب تسعيرة بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة مسعرة تسعيرا أعلى مما يجب ولا تعكس القيم الحقيقية لها وفق هذه الطريقة.

ثالثا: مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER) مع متوسط تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017 - ديسمبر 2018)

فيما يلي نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER) ومقارنة تلك القيمة مع متوسط تسعيرة بورصة الجزائر، من أجل تحديد نتائج التقييم فيما إذا كان سعر السهم في السوق مقيما بقيمة أعلى أو أقل مما يجب.

الجدول رقم (09): يمثل مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER) مع متوسط تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017 - ديسمبر 2018)

(وحدة القياس: دينار جزائري)

اسم الشركات	السنوات	قيمة السهم وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER)	متوسط تسعيرة البورصة	الفرق بين القيمتين	نتائج التقييم
صيدال	2017	519,281	650,274	130,993	أعلى مما يجب
	2018	669,506	617,632	-51,8746	أقل مما يجب
الأوراسي	2017	942,650	523,996	-418,654	أقل مما يجب
	2018	1138,176	506,325	-631,851	أقل مما يجب
أليانس	2017	898,420	434,586	-463,834	أقل مما يجب
	2018	812,122	419,8095	-392,3125	أقل مما يجب
أن - سي - أ روية	2017	405,243	291,865	-113,378	أقل مما يجب
	2018	1037,285	291,833	-745,452	أقل مما يجب
بيوفارم	2017	2500,174	1 160,595	-1339,579	أقل مما يجب
	2018	2027,614	1 088,6525	-938,9615	أقل مما يجب

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على بيانات بورصة الجزائر

من خلال الجدول أعلاه، يظهر أن التسعير كان مضخما في مجمع صيدال لسنة 2017، أي أن متوسط تسعيرة البورصة للسهم أعلى من قيمة السهم وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER)، وذلك بفارق قدره 130,993 دج، أي أن سعر سهم المجمع حسب تسعيرة بورصة الجزائر لسنة 2017 لا يعكس القيمة الحقيقية لها وفق هذه الطريقة، بل كانت مسعرة تسعيرا أعلى مما يجب أن تكون عليه هذه القيمة في السوق، أما في سنة 2018 فقد كان سعر السهم مسعرا تسعيرا مخفضا لأن متوسط تسعيرة

البورصة للسهم أقل من قيمة السهم وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER) وذلك بفارق قدر بـ **51,8746 د.ج.**

كما كان التسعير مخفضا أيضا في كل من "الأوراسي"، "أليانس"، "أن - سي - أ روبية" و"بيوفارم" أي أن متوسط تسعيرة البورصة لأسهم هذه الشركات أقل من قيم الأسهم وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER)، وهذا معناه أن أسعار هذه الشركات حسب تسعيرة بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة لا تعكس القيم الحقيقية لها وفق هذه الطريقة.

خلاصة الفصل:

نستنتج من خلال ما تقدم ما يلي:

- كان الهدف من وراء إنشاء بورصة القيم الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق من جهة، وتحقيق الخصوصية الجزئية للمؤسسات العمومية من جهة أخرى.
- مرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر بعدة مراحل هي: المرحلة التقريرية، المرحلة الابتدائية ثم مرحلة الانطلاق الفعلية.
- تتمثل الهيئات المنظمة ببورصة الجزائر في: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة إدارة بورصة القيم ومؤسسة المؤتمن المركزي على السندات.
- لم تنجح بورصة الجزائر في تقديم أسعار تعكس القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة بها، وذلك راجع لعدم كفاءتها في تقييم أسعار أسهم هذه الشركات.

الخاتمة

الخاتمة:

نظرا للدور الكبير الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في دفع وتطوير عملية التنمية الاقتصادية، لما لها من دور مهم في جذب المستثمرين، قامت الجزائر بإنشاء بورصة القيم المنقولة، وإن نجاح هذه الأسواق يتطلب توفير قدر من البيانات والمعلومات عن الشركات، والتي تعكس عند نشرها الوضع الاقتصادي للشركات حتى يستطيع المستثمرين الحاليين أو المرتقبين والمحليين والمالين والجهات الحكومية معرفة الوضع المالي للشركات.

حيث تم من خلال هذه الدراسة، التعرف إلى بورصة الجزائر وآلية عمل السوق فيها وإلى الشركات المدرجة بها من حيث أن كل شركة رائدة في مجالها، كما تم التطرق بالدراسة والتحليل إلى مدى انعكاس القيمة الحقيقية لها في تسعيرة بورصة الجزائر من خلال تطبيق أساليب التقييم على الشركات المدرجة عينة البحث في بورصة الجزائر، وبالتالي معرفة فيما إذا كانت على قدر من الأداء في تقييم أسهمها.

تعد الأسهم العادية من أكثر الاستثمارات جاذبية وشيوعا بين المستثمرين، ومن أبرز مبررات جاذبيتها أنها تحقق عوائد مختلفة، مما يجعلها تلائم مختلف إهتمامات وحاجات المستثمرين. كما أن الهدف الرئيسي من تقييم الأسهم العادية هو تقدير القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها بسعر السهم السائد في السوق، لتحديد فيما إذا كان سعر السهم مسعرا تسعيرا مضخما، كون القيمة الحقيقية أقل من سعر السهم السائد في السوق أو إذا كان السعر مسعرا تسعيرا مخفضا، كون القيمة الحقيقية أعلى من سعر السهم السائد في السوق، وذلك لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية فيما يتعلق بالشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالسهم، كما أن تحديد القيمة الحقيقية للسهم يساعد في توفير آلية للتقييم، يمكن للمستثمر اعتمادها في الحكم على جدوى الاستثمار بالسهم من عدمه من خلال مقارنتها مع القيمة السوقية، إن قيمة الشركة من قيمة أسهمها العادية و تتعدد أساليب التقييم، إلا أنها في مجملها تهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية.

ومن خلال دراستنا هذه توصلنا إلى النتائج التالية:

- تعتبر الأسهم العادية الأسلوب الأكثر اتبعا من قبل الشركات في الحصول على الموارد التمويلية، وقيمتها تعتبر المؤشر الأساسي لقيمة الشركة، إذ تمثل رأس المال الحقيقي لها؛
- يعد مفهوم القيمة والتقييم من المفاهيم الصعبة، والتي عرفت دراسات واسعة سواء في الفكر المحاسبي أو الاقتصادي؛

- يعبر مفهوم تقييم الأسهم العادية عن تقدير القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها بسعر السهم السائد في السوق، لتحديد فيما إذا كان سعر السهم مقيما تسعير مضخما أو مخفضا؛
- تتعدد أساليب وطرق تقييم الأسهم العادية مع وجود اختلاف واضح بين النتائج المحصل عليها من إستخدام كل طريقة من تلك الطرق، لكنها تهدف في مجملها إلى تحديد القيم الحقيقية لها؛
- أثبتت النتائج التي تم التوصل إليها حول قياس القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق الطرق الثلاثة المطبقة، بأن هذه القيمة مبتعدة عن متوسط القيمة السوقية للسهم وفق تسعيرة البورصة، وهذا يؤشر على حالة سلبية في هذه السوق، الأمر الذي انعكس في ابتعاد القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية؛
- أثبتت نتائج تقييم الأسهم إرتفاع القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر عند استخدام طريقة الأصل الصافي المحاسبي عنه من استخدام طريقتي التدفق النقدي الحر وطريقة مضاعف السعر للأرباح؛
- إن طريقة التدفقات النقدية لا تعكس قيمة السهم، لأن صافي التدفقات النقدية للشركة في حالة تحقيق الشركة لخسائر مالية (التدفقات النقدية الداخلة أقل من التدفقات النقدية الخارجة) ستكون سالبة، وفي هذه الحالة سيكون سعر السهم سالب، وهذا أمر غير منطقي، وهذا ما ظهر في كل قيم أسهم الشركات محل الدراسة.
- أثبتت نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح عدم تطابق القيمة الحقيقية للأسهم مع تسعيرة البورصة إلا أنها كانت متقاربة إلى حد ما، والذي ظهر في كل من شركتي "صيدال" وأن-سي-أ رويبة، الأمر الذي يدل على أن تقييم هذه الأسهم أفضل من تقييم أسهم الشركات الأخرى وفق هذه الطريقة.
- كما أثبتت نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي عدم تطابق القيمة الحقيقية للأسهم مع تسعيرة البورصة، إلا أنها كانت متقاربة إلى حد ما، والذي ظهر في كل من شركة "الأوراسي"، "أليانس"، "أن-سي-أ رويبة" و "بيوفارم".

من خلال هذه الدراسة سندرج جملة من الاقتراحات:

- ضرورة زيادة كفاءة أداء بورصة الجزائر، وذلك من خلال زيادة درجة الإفصاح المعلوماتي.
- ضرورة إختبار نماذج تقييم الأسهم في بورصة القيم المنقولة، واختيار الأنسب منها لظروف السوق.
- ضرورة تبني أدوات تحليل وتقييم الأوراق المالية على الأقل بشقيها التقليدي، كما هو معمول به في البورصات الناشئة، خاصة العربية منها قصد الابتعاد عن إتخاذ القرارات غير المبنية على أساس تقني واضح.
- ضرورة توحيد المفاهيم والمصطلحات المالية، من خلال هيئات موحدة لكي تتيح للخبراء المقيمين إستعمال مفاهيم معيارية (standard) تفضي لنفس النتائج.
- أخذ التجربة من بورصات الأوراق المالية العالمية والعربية لاكتساب الخبرة والتجربة الميدانية.

- السعي لتقليل التفاوت بين القيم الحقيقية للأسهم وبين الأسعار التي تعلنها بورصة، مما يسهم في تعزيز كفاءة بورصة الجزائر في تسعير أسهم الشركات المدرجة بها.
- تنويع الأوراق المالية بإصدارات أخرى في سوق الأوراق المالية الجزائري.
- رفع عدد الشركات المدرجة من أجل تنشيط السوق المالي الجزائري.
- تطوير نظام التعامل الإلكتروني الذي من شأنه أن يرفع من أداء سوق الأوراق المالية.

آفاق الدراسة:

إن موضوع تقييم الأسهم مدعاة للتحليل من طرف المحللين الماليين والاقتصاديين، حيث تناولنا بالدراسة والتحليل جانب انعكاس القيمة الحقيقية لها في تسعيرة بورصة الجزائر، ونترك للقراء والباحثين للتطرق أكثر لهذا الموضوع واكتشاف جوانب جديدة فيه لربما لم يتم التطرق إليها في بحثنا، من خلال دراسة انعكاس القيمة الحقيقية للأسهم في بورصات الاتحاد الأوروبي على سبيل الحصر، أو دراسة مقارنة بين بورصات ناشئة وأخرى متطورة في تقييم الأسهم واستدراك جوانب النقص في درجة التقييم بينها.

قائمة المراجع

أولاً-الكتب:

أ. الكتب باللغة العربية:

- 1- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الاسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الدمام، المملكة العربية السعودية، ط02، 2005.
- 2- أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2017.
- 3- أسامة عبد الخالق الأنصاري، الإدارة المالية، بدون ذكر دار النشر، بدون ذكر مدينة النشر، بدون ذكر بلد النشر، بدون ذكر الطبعة، بدون ذكر سنة النشر.
- 4- ثروت محمد علي، أساليب وطرق إعادة تقييم الأصول وآثارها المالية في ظل الخصخصة، الإصلاحات الاقتصادية وسياسة الخصخصة في البلدان العربية، مركز الوحدة العربية، بيروت، ط01، 1999.
- 5- جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 6- جيهان جمال، عالم البورصة (رؤية تحليلية تعليمية بسيطة)، القاهرة، مصر، 2009.
- 7- خالد وهيب الراوي، يوسف سعادة، التحليل المالي للقوائم المالية والافصاح المحاسبي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط01، 2000.
- 8- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ودراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الاسلامية، المعهد العالي للفكر الاسلامي، القاهرة، مصر، ط01، 1996.
- 9- شعبان محمد اسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي- دراسة تحليلية نقدية-، دار الفكر، دمشق، سوريا، ط01، 2002.
- 10- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة الاشعاع، الإسكندرية، ط01، 2000.
- 11- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2008.
- 12- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 13- طارق عبد العال حماد، التقييم- تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة-، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.

- 14- عبد الرزاق عفيفي، بورصة الأوراق المالية والضرائب، دار الكتب المصرية، القاهرة، مصر، ط01، 2008.
- 15- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية(البورصة) في ميزان الفقه الاسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ط01، 2006.
- 16- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية، مذكرة تدريسية، جامعة الملك عبد العزيز، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة، ط01، 2010.
- 17- محمد بشير عليا، القاموس الاقتصادي.
- 18- محمد علي العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، ط01، 2013.
- 19- محمود صقر، Trade 2 Profit لتعلم أساسيات التداول في الأسواق المالية، بدون ذكر دار النشر، بدون ذكر مدينة النشر، بدون ذكر بلد النشر، بدون ذكر الطبعة، بدون ذكر سنة النشر.
- 20- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: - مؤسسات - أوراق - بورصات-، دار الشروق، عمان، ط01، 2005.
- 21- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، بدون ذكر الطبعة، 2006.
- 22- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، A، 1999.
- 23- مؤيد الفضل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة - منهج كمي مع دراسة الحالة -، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2009.

ب. الكتب باللغة الأجنبية

- 1- Brillman Jean, Maire Claude, manuel d'évaluation des entreprises, les éditions d'organisation, Paris, 1990.
- 2- Raffegau Jean, Frmand Dubois, l'évaluation financière de l'Enterprise, presse universitaire de France, Paris, 1^{er} édition, 1988.

3- Tchemen Emmanuel, l'évaluation des entreprises, les éditions economica, Paris, 1993.

ثانياً-المجلات والدوريات

- 1- إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010.
- 2- إبراهيم يعقوب اسماعيل، هلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية- دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية-، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات التجارية، مجلة العلوم الاقتصادية، سنة الثانية، العدد 17، 2016.
- 3- حافظ عبد الناصر، استخدام الأسهم العادية في قياس كفاءة الادارة المالية في عينة من الشركات العراقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 06، العدد 17، 2011.
- 4- شذى عبد الحسين جبر، إختبار النموذج المحاسبي في تقييم القيمة الحقيقية للسهم- دراسة تطبيقية - ، مجلة الادارة والاقتصاد، السنة الخامسة وثلاثون، العدد 91، 2012.
- 5- عبد الزهرة سليم كرار وآخرون، قياس القيمة العادية للأسهم باستخدام نموذج مضاعف الربحية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، السنة التاسعة، العدد 29، جامعة الكوفة، 2013.
- 6- عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفأة باستخدام (نموذج التأكد المعادل)، دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الادارة والاقتصاد، العدد 81، 2010، جامعة المستنصرية.
- 7- كهينة رشام، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة موجهة لطلبة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة، علوم اقتصادية وعلوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2015-2016.
- 8- محمد زرقون، "العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الباحث، العدد 12، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013.

- 9- موسى بن منصور، مطبوعة محكمة في مقياس الأسواق المالية، لطلبة السنة الثالثة ليسانس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريبيج، الجزائر، 2017-2018.
- 10- هشام طلعت عبد الحكيم، حسن، أنوار مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) - دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق المالية-، مجلة الادارة والاقتصاد، العدد 81، 2010.

ثالثا- الأطروحات، الرسائل والمذكرات:

أ. أطروحات الدكتوراه:

- 1- بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2009-2010.
- 2- بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012-2013.
- 3- جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية- دراسة مقارنة بين سوقين ماليين-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2015-2016.
- 4- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006.
- 5- موسى بن منصور، آثار الانضمام على قيمة الشركات المنضمة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2008-2009.
- 6- هوارى سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008.

ب. رسائل الماجستير

- 1- حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات- دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة:(2008-2013) -، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- 2- حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم- دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن - السعودية - فلسطين) -، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- 3- سامر فخري محي الدين عبيدات، إستخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية - دراسة تطبيقية في بورصة عمان-، رسالة الماجستير (غير منشورة)، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، عمان.
- 4- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية- دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010-، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012.
- 5- سمية بلجيلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم- دراسة تطبيقية مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006-، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، الجزائر، 2009-2010.
- 6- صباح أسامة علي شراب، أثر الاعلان عن توزيعات الأرباح وعلى أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية- دراسة تطبيقية-، رسالة الماجستير في المحاسبة والتمويل، غزة، فلسطين، 2006.
- 7- الجوزي غنية ، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، رسالة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2011-2012.
- 8- فتيحة بن بوسحاقي، بورصة الجزائر- واقع وآفاق-، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2002-2003.

- 9- فؤاد عبد الحميد نواجحة، قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة الماجستير، جامعة إسلامية، غزة، 2014.
- 10- قيس أديب الكيلاني، التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم، دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، 2007 .
- 11- مجد سامي الحجلة، مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم للبنوك المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية (رسالة غير منشورة)، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2016.
- 12- نورس كاظم عبيد العارضي، استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للأسهم - دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية-، رسالة الماجستير (غير منشورة)، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة القادسية، 2017.

ج. مذكرات الماجستير

- 1- أعبيد نورة، عيدون فطيمة الزهرة، تطور بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2015) -المعوقات والآفاق-، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016-2017.
- 2- بقاي حدة، مرابط سمية، دور بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة البشير الإبراهيمي، برج بوعرييج، 2017-2018.
- 3- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا PGS، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة.
- 4- صليحة بولحية، تقييم أداء بورصة الجزائر 2000-2011، مذكرة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013-2014.

رابعاً-الملتقيات

- 1- محمد زيدان، نورين بومدين، مداخلة بعنوان دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، بسكرة، يومي 21 / 22 نوفمبر، 2006.

خامسا-التقارير:

1- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة البورصة، عام 2008.

2- التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة البورصة، عام 2009 .

سادسا -المواقع الإلكترونية

1- موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz .

2- موقع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، www.cosob.org .

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
	الإهداء
	الشكر والتقدير
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري للأسهم العادية	
6	تمهيد
7	المبحث الأول: ماهية الأسهم العادية
7	المطلب الأول: مفهوم الأسهم العادية
7	أولا : تعريف الأسهم العادية
8	ثانيا : خصائص الأسهم العادية
9	ثالثا : أهمية الأسهم العادية كمصدر تمويل
10	المطلب الثاني: أنواع الأسهم العادية
10	أولا :أنواع الأسهم العادية تبعا لأدائها في الظروف الإقتصادية
11	ثانيا :الاتجاهات الحديثة في الأسهم العادية
13	المبحث الثاني :أساسيات حول تقييم الأسهم العادية
13	المطلب الاول : مفهوم القيمة و التقييم
13	أولا : مفهوم القيمة
17	ثانيا : مفهوم التقييم
20	ثالثا : مفهوم التقييم بالنسبة للأسهم العادية
21	المطلب الثاني :قيم الأسهم
21	أولا : القيمة الاسمية
22	ثانيا : القيمة الدفترية
22	ثالثا :القيمة السوقية
22	رابعا : قيمة التصفية
22	خامسا : القيمة الحقيقية
23	المطلب الثالث : العوامل المؤثرة على سعر السهم

23	أولا : القيمة الدفترية
24	ثانيا : الارباح المحققة
24	ثالثا : توزيع الارباح
24	رابعا : الموقف المالي و مدى قوته
25	خامسا : توقعات المستثمرين والمحللين الماليين حول مستقبل الشركة
25	سادسا :الأوضاع الإقتصادية
25	سابعا : الشائعات في كثير من الأسواق المالية خاصة في دول العالم الثالث
25	ثامنا : مدى أو مستوى الاستقرار السياسي
25	المبحث الثالث :أساليب تقييم الأسهم العادية
26	المطلب الأول : الأسلوب المحاسبي
26	أولا :الأسلوب المحاسبي التقليدي
27	ثانيا : أسلوب التقييم المحاسبي الحديث
29	المطلب الثاني : أسلوب الدخل
30	أولا : طرق التدفقات النقدية
34	ثانيا : طرق خصم التوزيعات
37	المطلب الثالث :الأسلوب البورصي
37	أولا : نموذج تسعير الاصول الرأسمالية
39	ثانيا : طريقة نسبة السعر إلى الأرباح
42	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية
43	تمهيد
44	المبحث الأول: طبيعة سوق الأوراق المالية
44	المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية.
45	المطلب الثاني: وظائف سوق الاوراق المالية
45	أولا : الوظائف الرئيسية للبورصة
47	ثانيا : وظائف مكملة تابعة
47	المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

47	أولا : الأسهم
50	ثانيا : السندات
51	ثالثا : الأوراق المهجنة
52	رابعا : المشتقات المالية
54	المبحث الثاني: قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية
54	المطلب الأول: عمليات سوق الأوراق المالية
54	أولا: العمليات العاجلة
55	ثانيا: العمليات الآجلة
56	المطلب الثاني: مفهوم الأوامر في سوق الأوراق المالية
56	أولا: تعريف الأوامر في سوق الأوراق المالية
57	ثانيا: أنواع الأوامر في سوق الأوراق المالية
60	المطلب الثالث: التسعير في سوق الأوراق المالية:
60	أولا: تعريف التسعيرة الرسمية
60	ثانيا : طرق تسعيرة الأوراق المالية
62	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: دراسة تحليلية لانعكاس القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر في تسعيرة البورصة
63	تمهيد
64	المبحث الأول : مدخل إلى بورصة الجزائر
64	المطلب الأول : نشأة وتطور بورصة الجزائر
64	أولا : النشأة
66	ثانيا : الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر
70	المطلب الثاني : آلية عمل بورصة الجزائر
70	أولا : الأوراق المتداولة في بورصة الجزائر
72	ثانيا : أسواق بورصة الجزائر
74	المطلب الثالث : الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
74	أولا : الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

76	ثانيا: شروط إدراج الشركات في بورصة الجزائر
77	المبحث الثاني: دراسة تحليلية لانعكاس القيمة الحقيقية للأسهم في تسعيرة بورصة الجزائر
78	المطلب الأول : أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017 –ديسمبر 2018) :
78	أولا : أسعار الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2017 وفق تسعيرة البورصة
81	ثانيا : أسعار الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2018 وفق تسعيرة البورصة
82	المطلب الثاني : تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (جانفي 2017 –ديسمبر 2018)
82	أولا : تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي خلال الفترة (جانفي 2017 –ديسمبر 2018)
84	ثانيا : تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق طريقة التدفقات النقدية خلال الفترة (جانفي 2017 –ديسمبر 2018)
88	ثالثا: تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER) خلال الفترة (جانفي 2017 –ديسمبر 2018)
90	المطلب الثالث : تحليل النتائج ومناقشتها
90	أولا : مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة الأصل الصافي المحاسبي مع متوسط تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017 –ديسمبر 2018)
92	ثانيا : مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة التدفق النقدي الحر مع متوسط تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017 –ديسمبر 2018)
93	ثالثا : مقارنة نتائج تقييم الأسهم وفق طريقة مضاعف السعر للأرباح (PER) مع متوسط تسعيرة البورصة خلال الفترة (جانفي 2017 –ديسمبر 2018)
95	خلاصة الفصل
96	الخاتمة
99	قائمة المراجع
106	فهرس المحتويات
	الملخص

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَاطِئَ
وَالَّذِي يُرْسِلُ الرِّيَّاحَ
بِأَمْرِهِ فَتَكُونُ سُبُلًا
لِلْبُرُوقِ لَعَلَّكُمْ تَهْتَدُونَ
وَالَّذِي يُنَزِّلُ الْمَطَرَ
بِأَمْرِهِ فَتَكُونُ سُبُلًا
لِلْبُرُوقِ لَعَلَّكُمْ تَهْتَدُونَ
وَالَّذِي يُنَزِّلُ الْمَطَرَ
بِأَمْرِهِ فَتَكُونُ سُبُلًا
لِلْبُرُوقِ لَعَلَّكُمْ تَهْتَدُونَ

المخلص

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على مدى انعكاس القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (جانفي 2017 - ديسمبر 2018) في تسعيرة البورصة، وذلك من خلال قياس القيمة الحقيقية لأسهم هذه الشركات بتطبيق ثلاثة طرق من أساليب تقييم الأسهم العادية، وهي طريقة الأصل الصافي المحاسبي و طريقة التدفق النقدي الحر، وأخيرا طريقة مضاعف السعر للأرباح، ثم مقارنة نتائج تقييم أسهم الشركات وفق كل طريقة مع القيمة السوقية المعلن عنها في تسعيرة بورصة الجزائر، لمعرفة فيما إذا كان التسعير مضخما كون القيمة الحقيقية أقل من تسعيرة البورصة (أعلى مما يجب)، أو أن التسعير مخفض كون القيمة الحقيقية للأسهم أكبر من السعر السائد في السوق (أقل مما يجب).

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، كان أهمها أن القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وفق الطرق الثلاثة المطبقة كانت مبتعدة عن متوسط القيمة السوقية للسهم وفق تسعيرة البورصة، وهذا يؤثر على حالة سلبية في هذا السوق، الأمر الذي انعكس في ابتعاد القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية.

الكلمات المفتاحية: القيمة الحقيقية، تقييم الأسهم العادية، القيمة السوقية، التسعير، بورصة الجزائر.

Abstract

The objective of this study is to determine the fair value of the shares of companies listed in Algeria stock exchange during the period (January 2017 to December 2018) in the stock market pricing, by measuring the fair values of stocks of these companies by applying three Methods of evaluation of common stocks are : net asset accounting, free cash flow and finally the Price Earning Ratio /PER , and then compare the results of valuation of stocks of companies according to each method with the market value declared in Algeria stock exchange pricing to see if the pricing is inflated(over priced) because the fair value is lower than the stock price or that the pricing is reduced (under priced) because the fair value is greater than the prevailing market stock price.

The study reached to many conclusions, the most important among them is that the fair value of the stocks of companies listed in Algeria stock exchange according to the three methods applied was far from the average market value of the stock according to the stock market pricing market.

Key Words: the fair value, evaluation of common stocks, the market value, the pricing, Algeria stock exchange.