



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة طاهري محمد بشار



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

الميدان: العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم

التجارية فرع: علوم اقتصادية

التخصص: ماستر اقتصاد نفدي و مالي

مطبوعة محاضرات بعنوان:

محاضرات في تقنيات تسيير البورصة

مطبوعة محاضرات موجهة لطلبة السنة أولى ماستر اقتصاد نفدي م مالي

من إعداد الدكتورة بلغنمى نبيلة

لسنة لجامعة: 2023/2024

الصفحة	الموضوع
i-iii	فهرس المحتويات
أ-ب	المقدمة
16-1	المحور الأول: مدخل مفاهيمي في البورصة الأوراق المالية
1	أولاً: ماهية البورصة
2	1-تعريف البورصة
2	2- أهمية البورصة
3	3- خصائص البورصة
3	4-وظائف البورصة
4	5- أنواع البورصات
6	ثانياً: الأوراق المتداولة في بورصة الأوراق المالية
6	1- الأسهم
10	2-السندات
13	3-المشتقات
14	ثالثاً بورصة الجزائر
14	1-نشأة بورصة الجزائر
15	2-أقسام بورصة الجزائر
23-17	المحور الثاني: إجراءات الدخول للبورصة
17	1-مزايا إدراج الشركات في البورصة
18	2-شروط إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر
20	3-مراحل عملية إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر
22	4-طرق الاكتتاب أو الدخول إلى البورصة
29-24	المحور الثالث: تنظيم البورصة
24	أولاً: تنظيم بورصة الأوراق المالية
24	1-لجنة البورصة
24	2-الجمعية العامة
24	3-اللجنة العليا للبورصة
25	4-مندوب الحكومة
25	5-الجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية

26	ثانياً: الهيئات المنظمة لبورصة القيم المنقولة في الجزائر
26	1-لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها
28	2-شركة تسيير بورصة القيم المنقولة
29	3-المؤمن المركزي على السندات
38-30	المحور الرابع: الوسطاء الماليين و أوامر البورصة
30	أولاً: الوسطاء الماليين
30	1-مفهوم الوسطاء الماليين
30	2-تصنيف فئات وسطاء البورصة
31	3-أهمية الوسطاء الماليين بالنسبة للمتعاملين
32	4-شروط ممارسة دور الوسط في البورصة
32	5-مهام الوسطاء الماليين
33	6-الوسطاء في بورصة الجزائر
34	ثانياً: أوامر البورصة
34	1-تعريف البورصة
34	2-المعلومات التي تتضمنها الأوامر
35	3-أنواع الأوامر
44-39	المحور الخامس: التسعير و المقاصلة في البورصة
39	1-تعريف سعر البورصة
39	2-تقنيات التسعير في البورصة
41	3-توضيح كيفية تحديد سعر الورقة المالية في البورصة
42	4-أنظمة التسعير في البورصة
43	5-عملية المقاصلة و التسوية في البورصة
73-45	المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية
45	أولاً: التحليل الفني للأسهم
46	1-ماهية التحليل الفني
48	2-أدوات التحليل الفني
57	ثانياً: التحليل الأساسي للأسهم
58	1-تحليل الظروف الاقتصادية
60	2-تحليل الصناعة
65	3-تحليل الشركة
87-74	المحور السابع: تقييم الأسهم و السندات
74	1-مفاهيم حول السندات و الأسهم

74	2-السندات و تقييمها
80	3-الأسهم و تقييمها
88	الخاتمة
91-88	قائمة المراجع
98-92	الملاحق

مقدمة

يعد تحول الاقتصاد الرأسمالي من اقتصاد المديونية القائم على الوساطة المالية الى اقتصاد السوق المالية المؤسس على اللاوساطة المالية حدثاً اقتصاديّاً بارزاً في تاريخ المجتمعات الرأسمالية. والى وقت قريب كان التمويل من خلال الوساطة المالية هو السائد في اغلب المعاملات المالية، حيث أدت البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة دوراً أساسياً في تمويل الأنشطة الاقتصادية مشكلة آنذاك نواة النظام المالي وحجر الزاوية لاقتصاد السوق.

وقد ساهم في دعم هذا النظام أي "الوساطة المالية" التطورات التكنولوجية المتلاحقة التي صاحبت مختلف نواحي الحياة الاقتصادية في شقها المالي، إذ ظل التمويل غير المباشر يؤدي دوره بفاعلية في تعبئة المدخرات وتمويل متطلبات التنمية الاقتصادية. غير أن منتصف السبعينيات وأوائل الثمانينيات من القرن العشرين، وتحت ضغط التكاليف المرتفعة للنظام السابق بالنسبة للشركة، وسعى المدخرين وراء التوظيف الأكثر مردودية اتجه تمويل الاقتصاد الرأسمالي نحو تنشيط الأسواق المالية كآلية بديلة لتمويل المشاريع، وبذلك قل نصيب البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في التمويل غير المباشر وازدادت نسبة التمويل المباشر، الأمر الذي جعل طابع الاقتصاد للدول المتقدمة يتتحول من اقتصاد السوق الى اقتصاد السوق المالية.

وتؤدي الأسواق المالية دوراً محورياً متنامياً الأهمية في دعم معدلات النمو الاقتصادي، وتنامي مع مرور الزمن الى الحد الذي أصبحت معه السوق

المالية تكى بـ "دماغ" النظام الاقتصادي نظراً لدورها الخالق في تنمية القطاع الحقيقي، ودعم جانب العرض في الاقتصاد الوطني في وقت أصبحت فيه الاقتصادات المعاصرة أكثر من أي زمان مضى تتسم بكثافة التمويل وتعقد عملياته المالية.

وتبني خيار التمويل عن طريق الأسواق المالية تتوقف على الكفاءة السوقية ودورها في تنمية وتحصيص الاستثمارات. إذ عملياً لا يمكن أن تؤدي السوق المالية الدور المنوط بها إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة التي تساهم في التقييم الحقيقي للشركات المدرجة وأوراقها المالية المتداولة، ذلك التقييم الذي يتم بناءاً عليه اتخاذ القرار الاستثماري كمحصلة عن تحليل مستفيض للمعلومات والبيانات المتاحة لجمهور المستثمرين.

وهذا فان المستثمر في الأوراق المالية لن يقدم على أي خطوة دون القيام بالدراسات الازمة التي تساعده عملية الاختيار واتخاذ القرار في الوقت المناسب والملائم.

تهدف هذه المطبوعة إلى الإلمام بالجوانب المفاهيمية حول السوق المالي، التحليل الأساسي، التحليل الفني

بورصة الجزائر وكذا التطرق إلى مختلف نماذج تقييم الأصول المالية : الأسهم العادي، الممتازة والسنداط.

فهذه المطبوعة موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر اقتصاد نceği و مالي علوم مالية ومحاسبة ، تخصص مالية المؤسسة ، كما يمكن لبعض التخصصات الأخرى الاستفادة منها سواء على مستوى الليسانس أو الماستر.

وقد تضمنت المطبوعة دراسة تفصيلية لمختلف النماذج المستخدمة في تقييم الأصول المالية بدءاً بالتعريف بالسوق المالي من حيث تعريفه وخصائصه، تقسيماته وكذا مختلف الأدوات المتداولة فيه، ثم التطرق إلى التحليل الأساسي والفنى بالتركيز على تعريف كل منهم وكذا طرق وأدوات كل تحليل، ليتم بعد ذلك التطرق إلى مختلف النماذج المستخدمة في تقييم الأصول سواء المالية بالنسبة للأسهم العادية، الممتازة أو بالنسبة للسندات. و تتضمن المطبوعة المحاور الآتية :

المحور الأول: مدخل مفاهيمي في البورصة

المحور الثاني: إجراءات الدخول للبورصة

المحور الثالث: تنظيم البورصة

المحور الرابع: الوسطاء الماليين و أوامر
البورصة

المحور الخامس: التسعير و المقاصلة في
البورصة

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي
لأوراق المالية

المحور السابع: تقييم الأسهم و السندات

المحور الأول: مدخل مفاهيمي في البورصة والأوراق المالية

قبل التطرق إلى بورصة الأوراق المالية، ارتأينا التذكير بمصطلح السوق المالية عموما قبل الوصول إلى بورصة الأوراق المالية باعتبار هذه الأخيرة قسم من أقسام السوق المالية. يطلق مصطلح السوق المالية على جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل في مجال تجميع المدخرات من الوحدات ذات الفائض بجميع أشكالها، وإعادة توجيهها للوحدات ذات العجز سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. فالسوق المالي بمعناه الواسع يشتمل على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفراده ومؤسساته وقطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد وإنما في معاملات محددة وهكذا يمكن القول إن السوق المالية هو ذلك النظام المتكامل للتمويل الذي تشرف على إدارته وتسييره ومراقبته هيئات متخصصة متكاملة تحت إشراف السلطات العامة في الدولة، وذلك بغية تجميع وتجهيز المدخرات بشكل عقلاني. تقسم السوق المالية حسب الأجل الزمني للعمليات إلى:

- ✓ **السوق النقدي (Money market)** : وهو السوق الذي يتم فيه إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل ومن أبرز أدواتها: أدونات الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية.
- ✓ **سوق رؤوس الأموال (Capital market)** : وهو عبارة عن سوق منظمة تهتم بالتمويل قصير وطويل الأجل، ويتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية (أسهم وسندات وغيرها من الأدوات المالية) ويحكم المتعاملين فيها لوائح معينة.

أولاً: ماهية البورصة

الحديث عن سوق الأوراق المالية ليس بالموضوع الحديث، فقد بدأت جذورها تظهر في أواخر القرن الخامس عشر. حيث كان إنشاؤها نتيجة لاحتياجات المالية المتزايدة للأفراد وعجز الدولة عن تلبية هذه الاحتياجات. في البداية، كانت البورصة مقتصرة على فئة معينة من المجتمع، وهم الأثرياء. ومع التقدم الاقتصادي والصناعي ومواكبة للعديد من الظواهر الراهنة مثل العولمة واقتصاد السوق، كان أمرا حتميا توسيع نطاق البورصة، نظرا لأهميتها الكبيرة والدور الهام الذي تلعبه في اقتصاديات معظم الدول لما لها من أهمية حيوية في تمويل الأنشطة الاقتصادية وتحقيق التنمية الدائمة بكفاءة عالية. فهي تعتبر بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاديات الدول وحركة الاستثمار والادخار فيها. كما تعتبر البورصة آلية أساسية من الآليات التي تسهم في تمويل قطاعات النشاط الاقتصادي نظرا لتنوعها بحسب

المحور الأول: مدخل مفاهيمي للبورصة والأوراق المالية (حالة الجزائر)

طبيعة العمليات الجارية فيها، فهناك بورصة البضائع وبورصة الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات وبورصة المعادن والعملات الصعبة. لهذا نجد أن البورصة كانت دائماً محل اهتمام العديد من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو.

1. تعريف البورصة

اختلف الباحثون في وضع مفهوم محدد وموحد لمصطلح البورصة، فوردت تعاريف مختلفة نذكر منها:

- البورصة هي سوق منظمة تعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين ، من أجل بيع وشراء مختلف الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية، وتؤدي كلمة البورصة معنيين هما:
 - ✓ المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون للبيع والشراء
 - ✓ جموع العمليات التي تعقد فيه.
- سوق الأوراق المالية (البورصة) هو مكان يجتمع فيه المستثمرون لشراء وبيع الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية. وتعتبر البورصات من العوامل المؤثرة في الاقتصاد الوطني والعالمي، وتلعب دوراً هاماً في تمويل المشروعات والشركات. لهذا السبب، يتم تنظيمها بشكل صارم ومراقبتها بدقة من قبل الهيئات الحكومية؛
- البورصة هي سوق منظم ولها قواعد تحكمه، ويتم فيها عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال شركات السمسرة (الأعضاء)؛

من خلال التعريف السابقة يتضح لنا أن البورصة هي عبارة عن سوق رسمية تعقد في مكان محدد وتحكمه مجموعة من القواعد والقوانين، حيث يجري في هذا السوق تنظيم وابرام عقود صفقات بيع وشراء الأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك، يمكن الإشارة إلى أن الوظيفة الأساسية للبورصة تكمن في جمع رؤوس الأموال المدخرة وتوجيهها نحو الأفراد أو الهيئات الاستثمارية، كما تعمل في الوقت ذاته على تحديد قيم الأصول المالية مثل الأسهم والسندات وفق قانون السوق.

2. أهمية البورصة: تمثل في:

- أداة فعالة في توجيه الاقتصاد وتحريكه وتنشيطة؛
- جذب الفائض غير المع باً وتوظيف الأموال بفعالية؛
- مكان التقاء الفاعلين المستثمرين وإطار تنظيم ومكان لإتمام المعاملات المالية؛
- زيادة حيوية المشاريع الاقتصادية والاستثمارية وتمويل مخططات التنمية؛

المحور الأول: مدخل مفاهيمي للبورصة والأوراق المالية (حالة الجزائر)

- ترشيد الإنفاق وتوفير قنوات سليمة للاستثمار من خلال توجيه مجالات الاستثمار;
- أداة تحذير وتنبيه للمخاطر.

3. خصائص البورصة:

من أجل قيام البورصة بدورها كأداة فعالة وحقيقة لإتمام المعاملات والصفقات المالية لابد من توفر مجموعة من **الخصائص**:

- من حيث المعاملات: لا يتصل البائعون والمشترون ببعضهم البعض بصورة مباشرة وإنما يتم ذلك عن طريق وسطاء مختصين .
- من حيث الأموال: تجري العمليات في البورصة دون استخدام الأسناد التي هي موضوع لها ودون حملها إلى البورصة بصفة فعلية، فيتم تداول الأوراق المالية.
- من حيث التنظيم القانوني: أن المتعاملين في البورصة هم في الغلب من المضاربين الذين يسعون إلى الاستفادة من فروقات هذه الأسعار نتيجة ارتفاعها أو هبوطها.

4. وظائف البورصة:

تؤدي البورصة عدداً من الوظائف الاقتصادية أهمها:

- تعبئة المدخرات المالية وتوزيعها على مختلف المشاريع الاقتصادية والاستثمارية، مع توفير درجة عالية من السيولة لكل من المدخرين والمستثمرين؛
- مرونة التعامل في الأوراق المالية: من خلال تيسير سبل بيع وشراء أسهم وسندات الشركات الخاصة والحكومية بين المتعاملين؛
- توجيه الاستثمار: عندما يقل سعر الفائدة بالبنوك عن الفائدة التي تقدمها الأوراق المالية يسحب الجمهور ودائعه من البنوك ويقوم بتحويلها إلى سوق الأوراق المالية، والعكس صحيح في حالة ارتفاع معدلات الفائدة؛
- خلق رؤوس أموال جديدة: حيث يمكن للمستثمر الاقتراض من البنوك بضمان أوراق مالية بحوزته لغرض الحصول على مبلغ مالي لشراء أوراق مالية جديدة وذلك نظير فائدة معينة تقل غالباً عن فائدة الأوراق المالية وعندما يشتري المستثمر أوراق جديدة ترتفع أسعارها ويزيد رأس ماله الحقيقي؛
- تقوم البورصة بتقدير وتحديد أسعار الأوراق المالية على ضوء آخر المعلومات عنها من خلال عمليات التداول ما بين المستثمرين؛
- تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسيوية للشركات المدرجة أوراقها المالية؛

المحور الأول: مدخل مفاهيمي للبورصة والأوراق المالية (حالة الجزائر)

- تساعد البورصة على توقع اتجاهات الأسعار مما يسهم في تجنب أو تقليل المستثمرين من أخطار تقلبات الأسعار عن طريق عملية التغطية في البورصة؛

- تراقب إدارات أسواق رأس المال عمليات التداول في مراكز البورصة أو على شاشات الكمبيوتر لضمان التداول العادل في السوق والحيولة دون حدوث أي تلاعب في الأسعار والهدف الأساسي هو حماية المستثمرين خاصة الصغار منهم.

5. أنواع البورصات:

هناك عدة أنواع من البورصات حول العالم، وتحتختلف هذه البورصات بحسب نطاق التداول والأصول التي تدرج فيها ومن أهمها:

أ- بورصة الأوراق المالية (القيم المنقولة):

هي عبارة عن سوق منظمة يتم التعامل فيها بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية وتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب، وهي عبارة عن ممتلكات للمؤسسات من الأموال الموظفة في مختلف الأصول الثابتة من مباني وأراضي ومختلف معدات الإنتاج التي تملكها هذه الشركات. حيث المتعاملون في هذه السوق يتزامن بتطبيق القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، مع أن هناك هيئة مختصة تقوم بإدارتها والشرف على مراعاة هذه القوانين واللوائح من طرف المتعاملين في هذه السوق.

ان عملية تداول الأسهم والسندات تكون بصفة عاجلة وذلك بتسلیم الأوراق للمشتري ودفع الثمن للبائع، أو بصفة آجلة وهو الاتفاق بين البائع والمشتري في الحين على أن يكون موعد تصفية العملية آجالاً حسب ما اتفق عليه الطرفين باستخدام المشتقات المالية، ويكون الغرض من هذه العمليات المضاربة، إذ يكون قصد المتعاقدين يقتصر على الاستفادة من تقلبات أسعار هذه الأوراق بين فترة انعقاد العملية إلى عملية التصفية.

تقتصر بورصة القيم المنقولة على تلك القيم المسجلة في جدول التسعيرة بطلب من مصدرها وذلك بعد إجراء تحقيق عميق قبل قبولها .

ب- بورصة السلع (البضائع):

بورصة البضائع وتعرف أيضاً بالبورصة التجارية أو بورصة العقود هي سوق دولية للبضائع الاستراتيجية مثل البن أو الذهب ذات الطلب العالمي، هذه السوق لها تنظيم معين ومؤشرات ثابتة لقياس متغيرات السعر والطلب والعرض وغيرها من متغيرات السوق، ولها أثر دولي على الأسعار والعرض والطلب في نتائج كل مؤشر، تستعين بأطراف يقدمون خدمات الوساطة والتمويل وتحمل المخاطر. عند عقد الصفقة يتم الاتفاق على:

المحور الأول: مدخل مفاهيمي للبورصة والأوراق المالية (حالة الجزائر)

- بالنسبة للسلعة: نوعيتها، كميتها، سعر الوحدة؛

- بالنسبة للتسليم: التاريخ أو الفترة وطريقة الشحن؛

- بالنسبة للدفع: نقداً أو على دفعات.

هذا ويجب أن تتوفر في السلع المتجانسة الواسعة الاستهلاك القابلة للتعامل بها في البورصة بعض الشروط تمثل فيما يلي:

- عدم قابلية السلع للتلف بسرعة وإمكانية تخزينها لفترة طويلة نسبياً؛

- أن تكون السلعة قابلة للنقل بتكليف معقوله؛

- أن يكون للسلعة مواصفات قياسية محددة لا خلاف عليها، خصوصاً أن التعامل لا يتم على أساس بضائع موجودة؛

- أن يتميز العرض والطلب بالنسبة للسلعة بالاستمرارية؛

- أن يتوقف إنتاج السلعة أو توفيرها على عوامل محددة وظروف معينة؛

- يمكن التنبؤ بها حتى لا تتعرض أسعارها للتذبذب أو التقلب السريع المفاجئ ومع ذلك يجب أن تكون الأسعار عرضة للتغيير حتى تجذب المضاربون الذين يرغبون في تحقيق الربح نتيجة لتقلبات الأسعار إلى التعامل فيها.

بورصة البضائع كبورصة للأوراق المالية لها سوق عاجلة تسمى بورصة السلع الحاضرة وهي عبارة عن البضائع الجاهزة والموجودة فعلاً في المخازن والمستودعات في المرافق التجارية، وهي رهن التحميل الذي يلزم البائع بتسلیمهما مباشرة، وسوق آجلة تسمى بورصة العقود الآجلة، وهذه الأخيرة عبارة عن عقود ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعلياً، ويمكن التخلص منها بدفع فرق السعر لدى تصفية العملية.

جـ- بورصة المعادن النفيسة:

هي سوق منظمة يتم فيها تداول السلع المعدنية النفيسة، كالذهب، الفضة، الألماس، ...، يحق للمستثمر اختيار المتأخرة في المعادن الثمينة في السوق العاجلة أو الآجلة أو كلهما معاً. تخضع هذه السوق لرقابة الغرفة النقابية والدخول إليها يكون مخصص لأغوان الصرف أو الهيئات المكلفة بهذه العملية والتي تخول لها مهمة المفاوضة، وأسعار المعادن النفيسة تتحدد يومياً في البورصة وفقاً لقانون العرض والطلب، وبيع عادة في شكل مسکوكات (قطع من الذهب) أو في شكل سبائك. إن هذا السوق هو عرضة للمضاربة الحادة. وإذا كان الأفراد يقدمون على شراء القطع الصغيرة، فإن المصارف والأثرياء يشترون السبائك ويتدخلون بقوة في أسواق الذهب الحرة.

د- بورصة العملات الصعبة:

هي عبارة عن سوق منظمة يتم فيها تداول العملات الصعبة عن طريق عمليات بيع وشراء الوسائل التي يوجهها يمكن تسوية المدفوعات بين الدول، وتسمى هذه البورصة أيضاً بسوق الصرف، والتي يتم فيها تحديد أسعار الصرف فيها وفقاً لقانون العرض والطلب عليها. يتواجد هذا النوع من البورصات في كافة أنحاء العالم لا سيما في المراكز المالية الكبرى مثل لندن، طوكيو، باريس، نيويورك، كما تخضع هذه البورصة لرقابة الغرفة النقابية والبنك المركزي، ويصح للوسطاء فقط بالدخول إلى هذه البورصة كالبنوك والمؤسسات المالية المعتمدة من طرف البنك المركزي.

ثانياً: الأوراق المتداولة في بورصة الأوراق المالية (Securities)

تمثل الأوراق المالية "سكا يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول الشركة، أو الحقين معاً"، وتصنف الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية إلى عدة أقسام رئيسية هي الأسهم والسندات والأوراق الهنجينة والمشتقات المالية.

1. أدوات الملكية (الأسهم) (Stock)

تعطي هذه الأدوات أو الأوراق الحق القانوني لحامليها في امتلاك جزء من أصول المؤسسة أو الشركة وتسمى بالأسهم .

أ. تعريف السهم:

هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته في حدود قيمتها الإسمية، مع الاستفادة من الحقوق وتحمل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة .

في التشريع الجزائري يعرف السهم بأنه سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها. وللسهم قيم مختلفة:

- القيمة الإسمية (Nominal value): وهي القيمة التي تحدد للسهم عند الإصدار والاكتتاب العام؛

- القيمة الدفترية (Book value): وهي القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر الشركة؛

- القيمة السوقية (Market value): وهي السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق؛

- القيمة الحقيقية (The real value): وهي القيمة التي تحدد نصيب السهم من رأس المال الشركة وموجوداتها وأرباحها وفقاً للأسعار الجارية، بعد تقدير الأرباح والديون، فهي تقييم عام للشركة لمعرفة مدى ربحيتها أو خسارتها؛

المحور الأول: مدخل مفاهيمي للبورصة والأوراق المالية (حالة الجزائر)

- **قيمة التصفية (Liquidation value):** وهي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها من السهم في حالة تصفيه الشركة.

ب. خصائص السهم:

- السهم ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من أرس المال في حدود قيمته الاسمية، وعلى هذا الأساس فحاملي السهم هو شريك في الشركة؛

- أوراق مالية متساوية القيمة، فلا يمكن إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة (والمساواة لا تتعلق فقط بالقيمة بل تتعلق بالحقوق والواجبات). تجدر الإشارة إلى أن هذا الشرط لا يحكم إصدار الأوراق المالية الأخرى؛

- قابلية السهم للتداول في بورصة الأوراق المالية بيعاً وشراءً؛

- عدم قابلية السهم للتجزئة، فإذا امتلك السهم أشخاص متعددون سواء عن طريق الشراء أو الإرث، وجب عليهم أن يختاروا أحدهم يمثلهم باليابا في استعمال الحقوق الخاصة بالسهم، فالسهم يمثل وحدة واحدة غير قابلة للتجزئة؛

- المسؤولية المحدودة للمساهم: حيث لا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا في حدود ما يملكه من أسهم أو في حدود حصته فقط؛

- يسمح السهم لصاحبها بالاستفادة من عائد يتمثل في ربح السهم أو الحصة، وكذلك يتحمل جزء من الخسارة في حالة خسارة الشركة؛

- الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير، وهو مرتبط بالنتائج التي تتحققها الشركة وبالأفاق الاقتصادية لها.

ج. أنواع الأسهم:

تنقسم الأسهم إلى عدة أنواع وفقاً لمعايير مختلفة، يمكن تلخيص هذه الأنواع فيما يلي:

- **من حيث شكل الملكية:** تصنف إلى ثلاثة أنواع:

✓ **الأسهم الاسمية:** وهي الأسهم التي تحمل اسم حاملها وموطنه وجنسيته، ونوع الأسهم التي يمتلكها ونوع الشركة وعنوانها ورأس مالها ومركزها التجاري، كما تحمل بيان المدفوع من قيمة الأسهم عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها.

✓ **الأسم لحامليها:** وهي الأسم التي لا يذكر فيها اسم المساهم ويعتبر حامليها مالكا لها بسبب الحيازة المادية، ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى يد أخرى وبذلك يحصل تداوله بأقصى سرعة ويكتفي مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حق حضور مداولات الشركة في جمعياتها العمومية والاشتراك في قسمة أموالها وأرباحها ولا تلزم الشركة بالاعتراف إلا بمالك واحد وهو الحائز له ولو حصل عليه هذا الأخير بطرق غير قانونية.

✓ **الأسم لأمر:** وينظر اسم صاحب السهم في الشهادة مقترباً بشرط الأمر أو الإذن. وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق عملية النظير وبدون الحاجة إلى الرجوع إلى الشركة. ويشترط في هذا النوع من الأسم أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الإسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع تعقب تداول الأسهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصد القيمة التي لم تدفع من أصل قيمة السهم.

- **من حيث طبيعة الحصة المقدمة من المستملك:** ولها أربع تصنيفات:

✓ **الأسم النقدية:** وهي الأسم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقداً، فهي تمثل حصصاً نقدية في رأس المال، وهي الأسم التي تعطي للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقود، وهذه الأسهم قد تكون محررة أي دفعت قيمتها كلها، وقد تكون غير محررة أي دفعت بعض قيمتها كالنصف مثلاً حيث لا يشترط أن يدفع المساهم قيمة السهم كاملة عند الاكتتاب العام، بل يمكن أن يدفع جزءاً منها ويكون مطالباً بالباقي بحيث لو صفيت الشركة وعليها ديون مثلاً طلب المساهم بدفع المتبقى من قيمة السهم.

✓ **الأسم العينية:** هي الأسم التي تسدّد قيمتها عيناً أي في صورة أصول عينية (كعقار أو مصنع أو متجر)، ويتعين أن تكون قيمة تلك أسهم مسددة بالكامل عند إصدارها. كما يشترط فيها تقدير الحصص العينية تقديراً صحيحاً قبل منح الأسهم العينية وعدم تداولها قبل مضي سنتين من تاريخ تأسيس الشركة.

✓ **الأسم المختلطة:** وهي الأسم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقداً وعيناً.

✓ **أسهم وحصص التأسيس:** وهي أسهم قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة بغير قيمة اسمية، وتمنح لأصحابها نصيباً في أرباح الشركة، وذلك مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة، وقد تشمل الخدمات المقدمة حق الاحتياط أو امتياز من الحكومة أو براءة اختراع أو محلاً تجارياً، ولكنها لا تعتبر جزءاً من رأس مال الشركة ولا يكون لأصحابها الحق في المداولات أو إدارتها.

- من حيث الاستهلاك:

✓ أسهم رأس المال: هي الأسهم التي تتولى الشركة إصدارها عند التأسيس، وتمثل في الحصص النقدية والعينية التي يقدمها الشركاء، وتتحول هذه الأسهم لمساهم الحق في استيفاء نصيبه من الأرباح وإعطاء صوته في الجمعية العمومية واسترداد قيمة أسهمه عند تصفية الشركة.

✓ أسهم التمتع: عرفها القانون التجاري الجزائري بالأسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصص إما من الفوائد أو الاحتياطات، ويمثل هذا الاستهلاك دفعاً مسبقاً لمساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل.

- من حيث الحقوق التي تقررها للمالك: وهي بدورها تصنف إلى:

✓ الأسهم العادي: يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، وهكذا فإن الأسهم العادي هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة ولا يترتب عنها صدارها التزامات على الشركة اتجاه المستثمرين فيها من حيث استحقاق قيمتها وتاريخ توزيع الأرباح، وعند إصدارها فإن كوبون اصدار السهم يتضمن اسم الشركة المصدرة للسهم ونوع السهم وتسلسله وعدد الأسهم في الكوبون.

وللسهم العادي عدة قيم وهي: القيمة الاسمية، القيمة الدفترية، القيمة السوقية، القيمة الحقيقية، قيمة الإصدار وقيمة التصفية.

يتمتع حملة الأسهم العادي بعدة حقوق نلخصها فيما يلي:

- حق الحصول على حصة من الأرباح الموزعة التي تقرر إدارة الشركة توزيعها؛
- حق التصويت في الجمعية العمومية على القرارات الأساسية؛
- الحق في الحصول على حصة من صافي أصول الشركة في حالة التصفية؛
- الحق في حضور الجمعية العامة للشركة؛
- حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة؛
- حق بيع الأسهم التي يحوزها؛
- حق الاطلاع على وثائق الشركة.

وتتميز الأسهم العادي بالنسبة للشركة المصدرة بالميزات التالية:

المحور الأول: مدخل مفاهيمي للبورصة والأوراق المالية (حالة الجزائر)

- تعد مصدر دائم للتمويل حتى لو تم بيعها في السوق لكونها تنتقل من ممول آخر دون أدنى تأثير على الأصول المادية التي تقابلها لدى المستثمر أو الشركة;
- الشركة المصدرة غير ملزمة قانونيا بتوزيع الأرباح لأن ذلك يتحدد بموجب سياسة الهيئة العامة المتعلقة بالتوزيع.

وتكون الأسهم العادي على عدة أنواع: الأسهم العادي للأقسام الانتاجية الأسهم العادي مضمونة؛ الأسهم العادي ذات التوزيعات المخصومة.

✓ **الأسهم الممتازة:** هي ورقة مالية تشبه السهم العادي، ويختص السهم الممتاز دون غيره ببعض المزايا ويطلق عليه اسم سهم الأولوية أو الأفضلية، ويتحدد الامتياز المنوح لهذا السهم إحدى الصور التالية:

- منح حامله حق الأولوية في الأرباح؛
- لحامل السهم الممتاز الأولوية على حملة الأسهم العادي عند تصفية الشركة فتستوفي قيمة الأسهم الممتازة بالأولوية؛
- القابلية للتحويل إلى أسهم عادي؛
- تتحدد التوزيعات بنسبة مؤوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز؛
- انعدام حق التصويت في مجلس الإدارة ولا حضور الجمعيات العامة للشركة؛
- إمكانية الاستدعاء والتسديد.
- في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تراكم ويتعين سدادها كاملاً قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادي.

للأسهم الممتاز عدة قيم مثل السهم العادي وتحتلت فقط في القيمة الدفترية.

للأسهم الممتاز عدة أنواع حسب الميزة المقدمة لها وهي: الأسهم الممتاز مجمعة للأرباح، أسهم ممتازة غير مجمعة للأرباح، أسهم ممتازة المشاركة، أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء، أسهم ممتازة قابلة للتحول للأسهم عادي وأسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة.

2. أدوات الدين (السندات) (Bonds)

تعد السندات ثاني أهم الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية بعد الأسهم العادي، وفيما يلي سنقوم بتعريف السندات مع ذكر أهم خصائصها وأنواعها.

أ. تعريف السندي:

أداة دين صادرة عن المقترض الذي يتعهد بسداد المبلغ المقترض بالإضافة إلى الفائدة خلال فترة زمنية محددة.

عبارة عن عقد أو اتفاق بين المستثمر (المقرض) الذي يقرض بمقتضاه الشركة (ال المقترض) مبلغا معينا ، تتعهد هذه الأخيرة بدورها برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة ، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض ، كرهن بعض الأصول الثابتة ضمانا للسداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق ، كما قد يتضمن العقد شروطا لصالح المقترض كحق استرجاع السندات قبل تاريخ الاستحقاق .

هو صك يتضمن وعدا والتزاما من الشركة بتسديد مبلغ القرض عند حلول أجل استحقاقها ، بالإضافة إلى دفع مبالغ محددة على فترات متتالية وهي الفوائد .

وتشمل السندات على:

- القيمة الإسمية، وهي القيمة التي يصدر بها السندي;
- تاريخ الاستحقاق، وهو التاريخ التي تستحق فيها القيمة الإسمية لحامل للسند (تسترجع)
- الكوبون، مبلغ (دخل) يحصل عليه المقرض طيلة فترة الاستحقاق كفائدة على القيمة الإسمية للسند.

ب. خصائص السندات

- أداة دين طويل الأجل قابلة للتداول؛
- لها عائد ثابت يحسب كنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسند سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر؛
- لها تاريخ استحقاق محدد عادة تتفاوت بين المتوسط والطويل؛
- إمكانية استدعائها قبل تاريخ استحقاقها؛
- لا يحق لحامليها التصويت أو إدارة الشركة، ولا حضور جمعيتها العامة إلا في حالات معينة؛
- يحصل حامل السند على الفائدة المقررة ولو لم تتحقق الشركة أرباحا؛
- عند إفلاس الشركة أو تصفيتها لحامل السند الأولوية في الحصول على قيمته وفوائده قبل حملة الأسهم؛
- الفوائد المستحقة على السندات تخصم من الوعاء الضريبي.

ج. أنواع السندات:

تصنف السندات حسب عدة معايير إلى عدة أنواع أهمها:

- من حيث الهيئة المصدرة لها:

المحور الأول: مدخل مفاهيمي للبورصة والأوراق المالية (حالة الجزائر)

✓ سندات حكومية: وهي سندات تصدر عن الدولة ومؤسساتها، ومن الأمثلة عليها سندات الخزينة وسندات البلدية، ومقارنة بالسندات الأخرى فإنها تعتبر أكثر أماناً وسليمة للمستثمر، لأنها مضمونة بسلطة الحكومة ومؤسساتها في تحصيل الإيرادات كالضرائب وتصدر في الغالب مقرونة بشرط الإعفاء لفوائدها من ضريبة الدخل.

✓ سندات القطاع الخاص: تصدر عن المؤسسات المالية أو شركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، ومن الأمثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية والسندات المضمونة بعقار، وتتميز بأنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية، ومن عيوبها أن حاملها أكثر عرضة لمخاطر الائتمان المرتبة عن عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية.

- من حيث الضمانات المقدمة:

✓ سندات مضمونة: وهذه السندات تكون مغطاة برهن على أصول معينة تكون عادة عقارات وفي حالة تخلف الشركة عن دفع الفائدة أو في حالة التصفية يتم سداد قيمة السندات من تصفية الأصول المرهونة.

✓ سندات غير مضمونة: ويعتمد هذا النوع من السندات على مقدرة الشركة على توليد الأرباح كضمان لعائدتها، وفي حالة إفلاس وتصفية الشركة يدرج حملة السندات مع فئة المقرضين العاملين في الشركة.

- من حيث معيار الأجل:

✓ سندات قصيرة الأجل

✓ سندات متوسطة الأجل

✓ سندات طويلة الأجل

- من حيث الشكل:

✓ السندات الإسمية

✓ السندات لحاملها

- من حيث قابلية التحويل:

✓ سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم: تصدر عادة بمعدل فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل.

- ✓ سندات قابلة للتحويل: وتصدر بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لصاحبها الحق ضمن مدة محددة في تحويل سنداته إلى أسهم عادية أو ممتازة أو نوع آخر من الأوراق المالية.

- من حيث قابلية الاستدعاء أو الإطفاء:

- ✓ سندات غير قابلة للاستدعاء: وهي التي لحامليها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاؤها للإطفاء إلا إذا نص على قابلية استدعائهما بصرامة في عقد الإصدار.

- ✓ السندات القابلة للاستدعاء: وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة استدعاء يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها. Call Premium

- من حيث العائد:

- ✓ سندات بمعدل فائدة ثابت: وهي السندات العادية والتي تتميز بعائد مقدر بنسبة ثابتة ومحددة من قيمة السند.

- ✓ سندات لا تحمل معدل كوبون (ذات الكوبون الصفرى): تباع بالخصم على القيمة الاسمية (أى تباع بأقل من قيمتها الإسمية) على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق ويمثل الفرق مقدار الفائدة، كما يمكن بيعها في السوق حسب السعر السائد قبل تاريخ الاستحقاق.

- ✓ سندات بمعدل فائدة متحرك (متغير): يتم تحديد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

- ✓ سندات الدخل: هو سند مشروع بتحقيق الشركة للأرباح، فإذا حققت الشركة الربح فإن حامل السند يحصل على فائدة أعلى من سعر الفائدة الثابت على السندات الأخرى.

- ✓ سندات المشاركة: تعطي المستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح المنظمة.

- ✓ سندات بفائدة متزايدة: تصدر هذه السندات بسعر فائدة منخفض عن المستوى المتاح في الأسواق المالية إلا أن السعر يجري تصعيده تدريجيا.

3. المشتقات المالية

تعريف لقد عملت المجموعة الاستشارية للنظم المحاسبية على تعريفها بأنها "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف

المحور الأول: مدخل مفاهيمي للبورصة والأوراق المالية (حالة الجزائر)

على أسعار الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار". وتشمل إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر والراجحة بين الأسواق وأخيراً المضاربة، وتنقسم المشتقات المالية إلى الأنواع الآتية:

أ. الخيار: وهو عقد يعطي الحق وليس الالتزام لحامله في شراء أو بيع أصل من الأصول بسعر محدد الآن على أن يتم التسديد والتسليم في وقت لاحق مقابل علاوة غير قابلة للاسترداد.

ب. العقود الآجلة: وهي عقود تتم بين طرفين لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد وقت إمضاء العقد، على أن تتم التسوية في تاريخ لاحق متفق عليه في المستقبل.

ج. المستقبليات: وهي عقود آجلة نمطية موحدة الشكل والإجراءات، الأمر الذي أتاح لها إمكانية التداول في البورصة.

د. عقود المبادلة: وهي عقود مبادلة منتوج مالي مقابل منتوج مالي آخر (أسعار الفائدة، العملات).

ثالثاً: بورصة الجزائر

1. نشأة بورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الجزائر إلى بداية التسعينات (1988)، في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد الوطني ودعمتها قوانين اقتصادية تزكي استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساعدة.

شهد عام 1990 إنشاء شركة القيم المنقولة، وهي عبارة عن شركة عمومية ذات أسهم بلغ رأسمالها عند التأسيس 320000 دج وذلك من مساهمات صناديق المساهمة الثمانية الموجودة آنذاك. غير أن هذه الشركة بقيت دون تشغيل نظراً لعدم كفاية رأسمالها وغموض طبيعة المهمة المكلفة بها. في شهر فيفري من عام 1992، تم رفع رأسمال هذه الأخيرة إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة، وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في سنة 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 الذي يحمل في طياته النص على إدراج إمكانية تشكيل شركات المساهمة من خلال العرض العمومي للادخار وأيضاً تعريف القيم المنقولة التي تستطيع أن تصدرها مؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة .

تم انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر، بمقتضى أحكام المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993 الذي أقر إنشاء بورصة القيم المنقولة، وقد عرف هذا المرسوم التشريعي البورصة بأنها: إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القطاع العام والشركات ذات الأسماء. كما حدد المرسوم الجزائري العاصمة المقر الوحيد لبورصة القيم المنقولة الذي تم بداخله المفاوضات والمعاملات التي يقوم بها وسطاء في عمليات البورصة أوضح المرسوم المهام الخاصة بهم. بالإضافة إلى ذلك تم تحديد هيئتين لتنظيم وتسير بورصة الجزائر هما لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) التي منح لها من الصلاحيات ما يجعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة، وشركة تسير بورصة القيم (SGBV). توالي صدور عدد من المراسيم التنفيذية خلال عامي 1996 و1997 قصد استكمال شروط قيام بورصة الجزائر. وكان الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997، لتدشن بورصة الجزائر رسمياً في 4 أوت 1999 بانضمام أربعة أوراق مالية إلى البورصة وهي: سهم صيدال، سهم رياض سطيف، سهم فندق الأوراسي، سند شركة سوناطراك

2. أقسام بورصة الجزائر

تضم التساعية الرسمية لبورصة القيم المنقولة في الجزائر الأسواق التالية:

أ. سوق الأسهم الرئيسية (سوق سندات رأس المال): وهي السوق الموجه للشركات الكبرى، والتي تضم حالياً أربع شركات ، وهي:

- مجمع صيدال: الناشر في القطاع الصيدلاني

- مؤسسة التسier الفندق الأوراسي: الناشرة في قطاع السياحة

- أليانس للتأمينات: الناشرة في قطاع التأمينات

- مؤسسة بيوفارم: الناشرة في القطاع الصيدلاني

ب.سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012 المعدل والمتقم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة (الصادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انتلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرضاً للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من

المحور الأول: مدخل مفاهيمي للبورصة والأوراق المالية (حالة الجزائر)

أجل توظيف استثماراتهم. حتى الآن توجد شركة وحيدة مدرجة في هذا السوق هي AOM Invest ، وهي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية.

ج. سوق سندات الدين: وهي تتكون من:

-سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم

-سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008، حتى نهاية نوفمبر 2023 تم تسجيل 33 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة. تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 عاماً، وتتداول من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة".

المحور الثاني: إجراءات الدخول إلى البورصة

تعرف بورصة الأوراق المالية أنها سوق منظمة تضم مجموعة من المتتدخلين والآليات، فهي تتمتع بإطار قانوني ونظام أساسي ينظم التعاملات التي تحدث بين أعضاء البورصة وسائر الأمور التنظيمية والتشغيلية الأخرى، كما أنها تقدم خدمات رفيعة المستوى للمتدخلين في الأسواق من الوسطاء والمنظمين والشركات العارضة للأدوات المالية والمستثمرين الطالبين لها. من ناحية أخرى تعتمد هذه الأسواق على مجموعة موحدة من القواعد والمعايير فيما يتعلق بعمليات تسجيل الشركات والمخالصة والتسوية وتطلب الشركات المسجلة بالالتزام بها.

في هذا المحور سنسلط الضوء على الجهات المصدرة للأوراق المالية التي تقوم بطرح أوراقها المالية للأكتتاب في السوق الأولية من خلال تبيان كيفية دخولها للسوق وإجراء عمليات التسجيل لأوراقها المالية باعتبار أن تسجيل المؤسسات أو الشركات بالبورصة له شروط وإجراءات ينبغي توافرها لضمان وجود بيئة تداول عادلة وشفافة في السوق منها ما يتعلق بالسوق وعدد المساهمين، ومنها ما يتعلق بالقيم محل طلب إدراج المؤسسات سواء من القطاع العام أو الخاص. الإدراج فالبورصة كما يعرف بالتسجيل، القيد أو القبول في البورصة تعددت التعريفات المبنية له لكنها تصب في قالب واحد وهو أنه: مجموعة من الشروط القانونية التي تنظم انضمام الشركات لأحد أسواق الأوراق المالية لتحظى بقبول الهيئة المنظمة لبورصة الأوراق المالية لطلبتها، بحيث تصبح أوراقها المالية متاحة للتداول داخل هذه السوق.

1. مزايا إدراج الشركات في البورصة:

إدراج الشركة في البورصة يعتبر إجراءً استراتيجيًّا يسهم في تطوير وغو الشركة على المدى الطويل ويوفر العديد من المزايا المتمثلة في:

- **رفع رأس المال وتعزيز الأموال الخاصة بالشركة بالشكل الذي يسمح بنموها؛**

يتبع إدراج الشركة في البورصة لها فرصة جذب رأس المال من المستثمرين من خلال اصدار الأسهم، مما يساعد الشركة على تمويل مشاريعها وتوسيع أعمالها.

- **تنوع مصادر التمويل وتسهيل التداول؛**

يجب على الشركة تنوع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة. وبالتالي، يمكن للشركة، ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها.

- **توسيع قاعدة المساهمين في الشركة بما يضمن استمرار نشاطها وتوسيعها؛**

تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها. وهي تسمح أيضًا بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبو في شراء أسهمهم.

- **زيادة شهرة وتحسين سمعة (صورة) الشركة المدرجة في الساحة المالية؛**

المحور الثاني: إجراءات الدخول إلى البورصة

يساعد إدراج الشركة في البورصة في زيادة شهرتها وتوسيع نطاقها الجغرافي وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها. يمكن للشركات القائمة في البورصة جذب انتباه المستثمرين المحليين والدوليين.

- تعبيء وتحفيز الموارد البشرية من خلال تثمينها؛

الشركة التي تندرج في البورصة تخصص، بشكل عام، جزءاً من العمليات لموظفيها ومتنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها. وهذا النظام التحفيزي يسمح بكسب ولاء العمال من خلال منحهم فرصة تملك جزء من رأس المال الشركة التي يعملون بها ما يؤدي لحرصهم على العمل أكثر.

- تحقيق استدامة الشركات (العائلية) ومواربها الاحتياطية؛

تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضاً استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتوجب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار. كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة.

- تبني حوكمة الشركات كإحدى مواصفات الشركات الناجحة.

فرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة. وتنطوي على نحو أوسع، على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعالين أو المحتملين. وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام "حوكمة للشركات" حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية.

2. شروط إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر:

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى البورصة مجموعة من الشروط تتفاوت بين البورصات المختلفة من دولة إلى آخر، وتعتمد على اللوائح والمتطلبات المتعلقة بالقيم محل طلب الإدراج أو المؤسسة موضوع طلب الإدراج التي تحددها كل بورصة على حدة. ومع ذلك يمكن تلخيص هذه الشروط مع التركيز على حالة بورصة الجزائر في النقاط التالية:

✓ السوق الرسمي:

- يجب أن تكون الشركة ذات أسهم؛
- يجب ألا يقل قيمة أرسالها عن خمسة مليون دينار؛
- يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً خلال السنة المالية التي سبقت طلب القبول؛
- يجب أن تقدم الشركة تقرير تقييمي لأصول الشركة يعده أحد أعضاء هيئة المحاسبين من غير محافظي الحسابات في الشركة، وتعترف له لجنة تنظيم عمليات البورصة بتقييمه؛
- يجب أن تقدم الكشوف المالية لـ 3 سنوات الأخيرة إلى لجنة البورصة؛
- أن توفر على هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي؛
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السنادات؛

المحور الثاني: إجراءات الدخول إلى البورصة

- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- الالتزام بقواعد الإفصاح ونشر المعلومات؛
- يجب أن تطرح الشركة سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس المال للشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
- يجب توزيع سندات رأس المال المطروحة للأكتتاب العام على جمهور يقدر بـ 150 مساهم على الأقل، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

✓ سوق السندات:

- تعتبر سندات الاستحقاق والسنادات القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال والسنادات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.
- باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السنادات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساوياً على الأقل لخمسماة مليون دينار وذلك يوم الإدراج.

✓ سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة:

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط الالزمة لتلبيتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- أن تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مرقي البورصة"؛
- تفتح رأس المال بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة؛
- تطرح للأكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزع على ما لا يقل عن خمسين مساهمًا أو ثلاثة مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج؛
- تنشر كشوفها المالية المدققة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط.

وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار. وإلى ذلك، لا تطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

ملاحظة:

مرقي البورصة: هو مستشار م Rafiq للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند إدراجها في البورصة، ويجب أن يكون مسجلاً لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وقد يكون: وسيطاً معتمداً في عمليات البورصة؛ -بنكاً؛ -مؤسسة مالية؛ -شركة استشارية في مجالات المالية والقانون وإستراتيجية الأعمال. دوره هو مراقبة مدى احترام الالتزامات التي تخضع لها المؤسسة الصغيرة والمتوسطة المدرجة في البورصة، وهو يساعدها في الإدراج وما بعد الإدراج ويضمن إيفائهما بالإفصاح عن المعلومات وضمان موثقتها.

المحور الثاني: إجراءات الدخول إلى البورصة

الجدول التالي يبين أهم شروط الإدراج في السوق الرئيسي وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

الشرط	السوق الرسمي	سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة
الشكل القانوني للشركة	شركة ذات أسهم	شركة ذات أسهم
الحد الأدنى لرأس المال الدفوع	5 ملايين دينار جزائري	غير موجود
نسبة رأس المال المطروح للأكتتاب	على الأقل 20٪ يوم الإدراج	على الأقل 10٪ يوم الإدراج
الوضعية المالية للشركة	<ul style="list-style-type: none"> - نشر الكشوف المالية لثلاث سنوات السابقة لطلب الإدراج. - أن تكون الشركة حققت أرباحاً خلال السنة المالية السابقة لطلب القبول. - تقدم الشركة تقرير تقييمي لأصول الشركة. 	<ul style="list-style-type: none"> - نشر الكشوف المالية لستين السابقة السابقة طلب الإدراج. - شرط الأرباح غير موجود.
عدد المساهمين	150 مساهم على الأقل	على الأقل 50 مساهم أو 3 مستثمرين مؤسسيتين
المراجعة	إجبارية	إجبارية بالإضافة إلى تعين مرقي البورصة لمدة 5 سنوات

3. مراحل عملية ادراج المؤسسات في بورصة الجائر:

تم عملية الإدراج في البورصة بثلاث مراحل أساسية هي:

أ. مرحلة ما قبل الإدراج: ويتضمن فيها:

- **التخاذل القرارات:** حيث يعتبر قرار الدخول إلى البورصة والتخلص إلى شرمة مساهمة عامة مرحلة جد مهمة في مسيرة الشركة وهدفها تسعى إليه؛
- **الإعداد القانوني للشركة والأسهم:** إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأن الشركة كثيراً ما تلتزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسويق، فالمؤسسات العائلية لا يمكنها الدخول إلى البورصة، كما يتطلب كذلك المراجعة المحاسبية خاصة إذا كانت الشركة تتضمن عدة فروع؛

- **تقييم الشركة:** تعتبر أهم مرحلة على الاطلاق، فهي عبارة عن عملية حصر وتقييم الشركة لأصولها وخصومها من طرف خبير خبير تعرف اللجنة بتقييمه، على ألا يكون عضواً في هذه لتحديد السعر الذي تباع به الورقة المالية في السوق الأولى؛
- **اختيار الوسيط أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** بمجرد أن تتخذ الشركة قرار الدخول إلى البورصة أول شيء تفك فيه هو الوسيط، باعتبار الوسيط له الخبرة الكافية لمتابعة عملية تقييد الشركة ومساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال؛
- **إعداد مشروع المذكورة الإعلامية:** يجب على الشركة تقديم المشروع لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل المرتبطة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السنديات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني... . . .)؛
- **إيداع ملف طلب القبول (التسجيل):** يرفق هذا الطلب بملف يحتوي على الوثائق المتضمنة معلومات عامة حول الشركة إضافة إلى طلب الإدراج ومشروع المذكورة الإعلامية؛
- **تأشيرية لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها:** عرض الملف على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها(COSOB) ، هذه الأخيرة تقوم بدراسة الملف وقبوله أو رفضه في غضون شهرين على الأكثـر، ويمكنها طلب أي وثائق أو معلومات إضافية من الجهة صاحبة الطلب؛
- **الانضمام إلى المؤمن المركزي:** بعد قبول الطلب وقبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤمن المركزي (Algérie clearing) من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سنديات؛
- **القيام بحملة إشهار وتسويق للأوراق المالية:** وذلك من أجل التعريف بالعملية، حيث يتم القيام بحملة إشهارية واسعة على مستوى مختلف وسائل الإعلام والمؤسسات والتجمعات؛
- **بيع السنديات:** يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتعديل أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأوراق المطلوبة؛
- **كشف النتائج:** في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي؛ تنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السنـد في التسعـيرة.
- **تسوية العملية:** يقوم المؤمن المركزي على السنديات بتسويـة العمـلـية، وذـلك في غضـون ثـلـاثـة (3) أيام من أيام العمل ابـتدـاءً من تاريخ كشف النـتـائـج؛

ب. مرحلة الإدراج: ويتـم فيها:

- **قيد السنـد في التـسعـيرـة:** بعد أن تحـصل الشـرـكـة على إذـن (قرار القـبـول) من لـجـنة تنـظـيم عمـلـيات البـورـصـة ومـراـقبـتها للـقـيـام بـدخـولـها الفـعـلي لـلـبـورـصـة؛
- **نشر شـرـكـة تـسـيـير بـورـصـة الـقـيم إـعلـان الـاكتـتاب فـي النـشـرـة الرـسـميـة لـلتـسـعـيرـة:** ويـوضـح تـارـيخ حـصـة التـسـعـيرـ الأولـي لـلـسـنـد وـسـعـر إـدخـالـهـ السنـدـ؛

- نشر البورصة لنتائج حصة التسغيرة الأولى للجمهور النشرة الرسمية للتسغيرة

ج. مرحلة ما بعد الإدراج: وهي المرحلة التي تأتي بعد التسغيرة الأولى للورقة المالية في بورصة الجزائر، وفيها تعمل الشركة على تنفيذ التزاماتها خاصة ما تعلق منها به:

- نشر المعلومات والافصاح عن القوائم والكشف عن القوائم والكشف المالية للجمهور واحترام القواعد المنظمة للتداول داخل البورصة.

- عقد السيولة: يسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة وال وسيط في عمليات البورصة، والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها وسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيتها؛

4- طرق الاكتتاب أو الدخول الى البورصة:

إن قبول الشركة في بورصة الأوراق المالية سواء كانت جديدة أو قديمة وتريد زيادة رأس المال يضعها أمام خيارات هما:

أ. الاكتتاب العام (**Initial Public Offering**): الاكتتاب العام هو دعوة عامة للجمهور للاكتتاب في الأوراق المالية للشركة المساهمة العامة قيد التأسيس أو عند زيادة رأس مال شركة قائمة وفقاً للشروط والأحكام المقررة بالتشريعات النافذة وبعد حصول الجهة المصدرة على إذن من طرف الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية ويعتبر الاكتتاب العام أحد الطرق الهامة لتمويل الشركات وتمكينها من تحقيق الغايات المقصودة من تأسيسها بالإضافة إلى إسهامها في توسيع قاعدة المستثمرين في سوق الأوراق المالية.

ب. الاكتتاب الخالي (**Private Placement**): يعرف أيضاً بالاكتتاب المغلق أو عدم اللجوء للادخار العلني ويكون عندما يقتصر الاكتتاب في رأس مال الشركة على أشخاص يتم تحديدهم مسبقاً من المستثمرين عوضاً عن طرحها إلى الجمهور كما في الاكتتاب العام.

◀ تحدد الاتفاقية المبرمة بين الشركة طالبة الإدراج وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الإجراء أو الصيغة المناسبة لـ التي تحدد من خلالها توزيع رأس المال على الجمهور، يتم الاتفاق على أحد الإجراءات الثلاث التي نصت عليها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وهي: الإجراء العادي، وإجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى، وإجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت.

ويتم اللجوء إلى إجراءات العرض العمومي للبيع في حالتين حالة الشركة التي ترغب في قيد قيمتها لأول مرة في البورصة وهو ما يعرف بالتسغيرة الأولى، أو الحالة التي ترغب فيها الشركة إعادة تصنيف قيمتها المقيدة في البورصة.

أ. إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت: وهو الإجراء الذي بموجبه يتم وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر ثابت محدد سلفاً، تتولى شركة تسيير البورصة إعلام الجمهور بنوعية العملية المراد القيام بها وعدد السندات الموضوعة تحت تصرف الجمهور وكيفية توزيعها بين الأمرين إذا اقتضى الأمر ذلك. يودع الوسطاء في عمليات البورصة أوامر الشراء التي تلقواها من طرف زبائنهم لدى شركة تسيير البورصة. يمكن للشركة المصدرة الاتفاق مع شركة تسيير بورصة القيم على إجراء:

المحور الثاني: إجراءات الدخول إلى البورصة

- **العرض الاسمي:** أي أن تكون أوامر الشراء المقبولة اسمية، وفي هذه الحالة لا يجوز لأي مشتري إصدار أكثر من أمر واحد يودع لدى أحد الوسطاء.

- **توزيع السنادات على الأمراء:** أي أن تحدد طريقة التوزيع ونسبته ضمن إطار الاتفاقية المبرمة مع شركة تسويير بورصة القييم، ويتم تحديد الحد الأقصى من نسبة الأسهم التي يمكن أن يتلكها كل صنف من مقدمي الأوامر.

ب. إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى: هو الإجراء المتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السنادات بسعر أدنى يقبل به المتداولون للتنازل عنها. ويحدد البيان المعلن عن الإدخال عن طرق العرض العمومي بسعر أدنى شروط قبول وتبلغ أوامر الشراء إلى شركة تسويير بورصة القييم عدد السنادات الموضوعة تحت تصرف الجمهور، والسعر الأدنى الذي يقبلون به للتنازل عنها، وطرق توزيع السنادات بين الأمراء وكذلك شروط الإدخال الخاصة عند الاقتضاء . تتولى شركة تسويير بورصة القيم المنقولة جمع كل أوامر الشراء المرسلة من طرف الوسطاء ليتم فرزها حيث يتم قبول الأوامر التي تتوافق مع العرض ولها سعر محدد أما الأوامر التي يتعد حدها عن العرض الأدنى بصورة غير عادية فهي أوامر ملغاة.

ج. الإجراء العادي: من خلال هذا الإجراء تستطيع شركة تسويير بورصة القيم المنقولة عندما يكون أرس مال الشركة موزعاً بين الجمهور بمقدار كاف من تسجيل السند مباشرة في جدول الأسعار وعرض للتداول ضمن شروط التسعيرة في السوق، ابتداء من سعر الإدخال المصدق عليه من طرف شركة تسويير البورصة وفقاً لشروط السوق ويستعمل الإجراء العادي في الحالات التالية:

- إدخال سنادات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية
- إدخال سنادات الدين التي تصدرها شركات الأسهم
- إدخال القيم المثلية للسنادات المسورة سابقاً.

المحور الثالث: تنظيم البورصة (لجنة تنظيم بورصة الجزائر)

ان عملية تنظيم البورصة تتوقف على الم هيئات الإدارية والتنظيمية التي تسهر على حسن سير بورصة الأوراق المالية وتحدف الى خلق محيط يتميز بالشفافية والنزاهة، والمنافسة السليمة بين المتعاملين وحماية المصلحة العامة، وذلك من خلال سن قوانين ولوائح مختلفة لضبط التعامل في الأوراق المالية.

أولاً: تنظيم بورصة الأوراق المالية

يتغير الهيكل التنظيمي لبورصات الأوراق المالية من سوق مالي آخر تبعاً لطبيعة السوق وحجمه ومدى اتساعه، وعلى العموم معظم البورصات تتكون من الم هيئات التالية:

1. لجنة البورصة:

تتألف اللجنة من عدة أعضاء يتم اختيارهم من بين السمسارة ومن قبل الحكومة، ومهمتها الأساسية تتمثل في السهر على تحقيق حسن سير العمل في البورصة من خلال اصدار نشرة الأسعار كل يوم عمل أو جلسة في البورصة على أن توزع في اليوم التالي. كما تقوم لجنة البورصة بإعداد النظام الداخلي للبورصة من خلال أربعة لوائح تتمثل في:

- طريقة العمل في المقصورة؛
- مواعيد العمل وأيام العمل؛
- الرسوم والاشتراكات؛
- العمليات وجدالوں الأسعار.

2. الجمعية العامة:

وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين وتحتضر بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والنفقات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة، وبالخصوص فيما يتعلق بتعديل اللوائح الداخلية، وتصدر قرارات الجمعية العامة بأغلبية الأصوات.

3. اللجنة العليا للبورصة:

تعتبر اللجنة العليا أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة البورصة، تتكون من مكتب وجان فرعية وجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة الأخرى، وتقوم بجموعة من المهام، منها:

- الإشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها؛
- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة؛

- الاشراف على تحديد أسعار الأوراق المالية التي تلتقي عندها جميع عروض البيع والشراء والاعلان عنها؛
- تسجيل الشركات والهيئات التي تعقد صفقات بالبورصة.

4. مندوب الحكومة:

تشرف الحكومة على جميع البورصات وهي صاحبة الكلمة العليا فيها، لذلك تنص احدى المواد على أن تعيّن الوزارة المختصة لدى البورصة مندوبياً أو أكثر، ويكلّف مندوب الحكومة بالإشراف على تطبيق القوانين واللوائح، ولا تعقد اجتماعات الجمعية العامة أو لجنة البورصة، أو مجلس التأديب أو هيئة التحكيم دون حضوره، وإلا كانت قراراتهم باطلة، وله حق الاعتراض على أي قرار صادر مخالف لقوانين المنظمة لعمل البورصات أو لوايحتها أو الصالح العام.

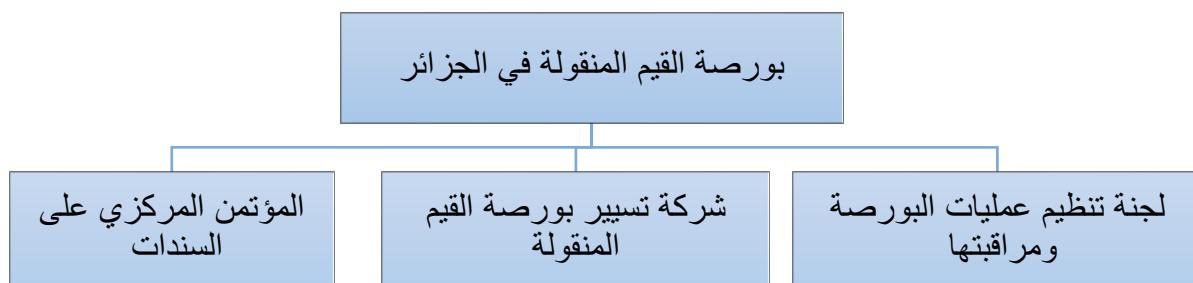
5. اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية:

تتشكل هذه الهيئة من لجان فرعية تعمل على تنظيم ومراقبة جميع المعاملات بالبورصة، وأهم هذه اللجان:

- ✓ **مجلس التأديب:** يقوم هذا المجلس بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام قوانين البورصة ولوائحها وجميع المسائل التي تمس حسن سير العمل والنظام في البورصة، كالإخلال بقواعد الشرف والسلوك أو إخفاء حقيقة المركز المالي أو تقديم مستندات كاذبة أو تعمد إخفاء الحقيقة. تكون مداولات المجلس سرية وتتراوح العقوبات التأديبية التي يفرضها بين الإنذار، الغرامة، الوقف والشطب.
- ✓ **هيئة التحكيم:** تقوم هذه اللجنة على حل المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبيين الرئيسيين فيما بينهم أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.
- ✓ **لجنة أو غرفة المقاصلة:** تقوم هذه اللجنة بإجراء المقاصلة وتسوية كافة العمليات التي أجريت بين أعضاء البورصة من بائعين ومشتررين.
- ✓ **لجنة التسعيرة:** تختتم بتحديد أسعار الأوراق المالية الرسمية ونشرها في البورصة.
- ✓ **لجنة قيد الأوراق المالية:** تختص هذه اللجنة بقبول أو رفض أوراق الشركات في جدول التسعير.
- ✓ **لجنة المراقبة:** تختتم هذه اللجنة بمراقبة أوضاع السوق، وحركات الأسعار وطبيعة العمليات.
- ✓ **لجنة أو نقابة السمساسرة:** أنشأ سمساسرة الأوراق المالية فيما بينهم جمعية سميت نقابة سمساسرة الأوراق المالية، مهمتها رعاية مصالحهم والدفاع عنها وتأمين انتظام العمليات وتحديد حقوق وواجبات السمساسرة اتجاه بعضهم البعض، ودراسة كافة الشؤون التي تهمهم بوجه عام في البورصة.

ثانياً: الهيئات المنظمة لبورصة القيم المنقولة في الجزائر

إن بورصة الجزائر كغيرها من البورصات العالمية لها هيكل ينظمها وبحكمها وفق القوانين واللوائح الصادرة عن الجهات المؤهلة لذلك، حيث قام المشرع الجزائري بتحديد هيكل بورصة الجزائر حسب المادة 3 من المرسوم التشريعي 93/10 والمعدلة بال المادة 2 من القانون 04/03 من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة إدارة بورصة القيم المتداولة، والمؤمن المركزي على السندات، وذلك كما يلي:



1. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)¹

تعد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الهيئة العليا لسوق القيم المنقولة في الجزائر، وهي سلطة ضبط تتمتع بالاستقلالية المالية والأدارية لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. تقوم هذه اللجنة أساساً بالرقابة والتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات المقدمة لطلب الإدراج، وإعطاء تأشيرة القبول بعد استيفاء شروط الدخول للبورصة. من مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إرساء الإطار القانوني والمؤسسي لسوق الأوراق المالية فهي مكلفة بإعداد وتحضير النصوص التنظيمية التي تسعى من خلالها إلى تطوير نظام البورصة وخلق سوق حقيقي وهذا بالسهر على:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛
- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها.

1.1. أعضاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

تتكون اللجنة من رئيس وستة (06) أعضاء، حيث يتم تعيين الرئيس بموجب مرسوم رئاسي لعهدة مدتها أربعة (04) أعوام. أما أعضاء اللجنة فيتم تعينهم من طرف وزير المالية لمدة أربعة (04) أعوام حسب التوزيع الآتي:

- ✓ قاض يقترحه وزير العدل
- ✓ عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية

¹ COSOB: La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

✓ عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر

✓ أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي، ويختار لكتفاته في المجال المالي،

✓ عضو مختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنيين المصدررين فيما منقوله

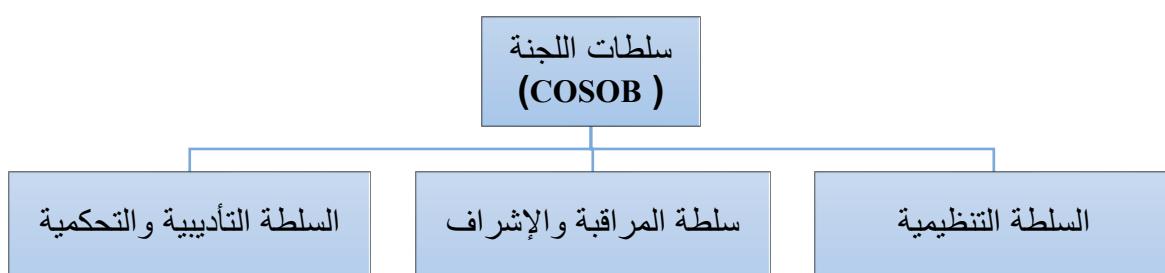
✓ عضو يقترحه المجلس الوطني للخبراء المحاسين ومحفظي الحسابات والمحاسين المعتمدين.

تجدر الإشارة إلى أن نصف أعضاء اللجنة يتجددون كل سنتين على الأقل باستثناء الرئيس، ولا يجوز لهم التعامل في القيم المنقولة للبورصة.

ويسمح لهم في المقابل ب مباشرة أنشطة تعليمية فنية وإبداعية دون الوظيف العمومي أو العمل في السلك الحكومي.

2.1. سلطات لجنة ومراقبة عمليات البورصة

أُسند المشرع الجزائري لللجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عدة سلطات حتى تتمكن من أداء وظائفها التنظيمية والرقابية لضمان السير الحسن لأدبيات التداول داخل البورصة:



أ. السلطة التنظيمية: تعتبر أهم سلطة ومن خلالها تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية الخاصة بـ:

- التزامات الإفصاح عن المعلومات المفروضة على الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلني للادخار

وعند القبول في البورصة أو العرض العلني؛

- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلاً عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها؛

- شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة؛

- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السندي؛

- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسلیم السنديات؛

- تسيير محفظة القيم المنقولة.

وتخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتنشر في الجريدة الرسمية.

ب. سلطة المراقبة والإشراف: وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن على وجه الخصوص:

- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق؛

- قيام الشركات باللجوء العلني للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛
- السير الحسن للسوق.

ج. السلطة التأديبية والتحكيمية: تنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتتألف من رئيس

وعضوين (02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل، ويتولى الرئيس أمانة الغرفة.

- في المجال التأديبي: تختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية التي يرتكبها الوسطاء في عمليات البورصة وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.
- في المجال التحكيمي: تختص الغرفة بالنظر والتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير وتأويل القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشئة بين:

- ✓ الوسطاء في عمليات البورصة؛
- ✓ الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسبيير بورصة القيم المنقولة؛
- ✓ الوسطاء في عمليات البورصة والأمراء بالسحب في البورصة (زيائدهم)؛
- ✓ الوسطاء في عمليات البورصة والجهات المصدرة للقيم المنقولة.

العقوبات التي تصدرها الغرفة في مجال التأديب فهي حسب درجة المخالفه وتتراوح بين الإنذار، التوبيخ، حظر النشاط كله أو جزءه، مؤقتاً أو كلياً، سحب الاعتماد أو فرض غرامات مالية.

2. شركة تسبيير بورصة القيم المنقولة (SGBV²)

شركة تسبيير بورصة القيم المنقولة عبارة عن التسمية الجديدة لشركة إدارة بورصة القيم، وتم هذا التغيير بموجب القانون رقم 04-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 وهي الجهاز الثاني في البورصة وتعمل تحت وصاية اللجنة وتقوم بالتسبيير العملي واليومي للمعاملات التي تجري حول الأوراق المالية المتداولة في البورصة ونشر المعلومات الخاصة بها. وعليه، فإن الشركة تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها.

1.2. تأسيس شركة تسبيير بورصة القيم (SGBV)

تتخد شركة تسبيير بورصة القيم المنقولة شكل شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة تتولى تسبيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة المقبولة في البورصة، يمثل رأسها الاجتماعي أسهم مخصصة ليكتب فيها الوسطاء في عمليات البورصة، بحيث لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتماداً فعلياً إلا بعد أن يقتنى أو يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة فالاعتماد الفعلي لهؤلاء الوسطاء مشروط بالاكتتاب في جزء من رأس المال الشركة وهكذا يصبحون الأعضاء المؤسسين لها. رأس مال هذه الشركة مفتوح

² La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs

وقابل للزيادة في حالة اعتماد وسيط جديد في عمليات البورصة. أما في حالة انسحاب أحد الوسطاء فتعاد شراء حصته بمحض متساوية من طرف الوسطاء والمساهمين الآخرين في الشركة. هذا وبخضوع وضع القانون الأساسي وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين لهذه الشركة إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

2.2. مهام شركة تسيير القيم المنقولة:

تمارس شركة تسيير القيم المنقولة تحت إشراف COSOB مجموعة من المهام والتي تمثل في:

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

3. المؤمن المركزي على السندات (الجزائر للمقاصلة)³

هي الهيئة التي جاء بها القانون رقم 04-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003، والحاملة للتسمية التجارية Algerie Clearing، وهي عبارة شركة ذات أسهم أسست بتخفيض من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها برأس المال يقدر ب 65000000 دج موزعة بين مختلف المساهمين فيها. ورأسمالها لا يفتح إلا على الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للسندات وشركة تسيير القيم المنقولة وتعتبر الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين بقوة القانون. وقد أوكلت للمؤمن المركزي الوظائف الآتية:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين؛
- مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛
- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...);
- التقييم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية (ISIN) الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وأجال عمليات التسوية/ التسلیم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد ومارسة الحقوق ...)

³ Depositaire Central

المحور الرابع: الوسطاء الماليين وأوامر البورصة

إن عمليات شراء وبيع الأوراق المالية في البورصة لا تتم بشكل مباشر من المستثمرين، بل إن إبرام الصفقات في معظم البورصات يستلزم المرور عبر وسطاء ماليين معتمدين يتلقون ما يعرف بأوامر البيع والشراء من قبل زبائنهم، فلا يمكن تصور تنفيذ صفقة بورصية دون وسطاء في عمليات البورصة مروراً بما يعرف بالأوامر. وفي هذا الصدد سيتم في هذا المحور التطرق إلى كل من:

✓ الوسطاء الماليين

✓ أوامر البورصة وأنواع الأوامر التي يصدرها المستثمر إلى الوسيط المالي

أولاً: الوسطاء الماليين

1. مفهوم الوسطاء الماليين:

✓ الوسيط المالي هو عبارة عن كل شخص طبيعي أو معنوي له دراية وخبرة في شؤون البورصة، وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة.

✓ ويعرف الوسطاء الماليين أيضاً أئمّهم عبارة عن أشخاص طبيعيين أو معنويين ذوي علم وكفاءة بكل المعلومات الخاصة بالبورصة، يقومون بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية نيابة عن العملاء بموجب تفويض منهم، تبعاً للقوانين التي تحكم رأس المال في دولة ما، ويتحصل الوسيط مقابل نشاطه على عمولة محددة من العميل سواء حقق ربحاً أم لا من عملية الشراء والبيع.

2. تصنيف فئات وسطاء البورصة:

يختلف تصنيف وسطاء عمليات البورصة من بورصة إلى أخرى، من أهم التقسيمات تدرج الفئات التالية:

- **السمسار الوكيل (The commission broker)**: ويطلق عليه أيضاً اسم سمسار الخصم وهو الذين يعمل لحساب بيوت السمسرة، ويتلقي أوامر العملاء على الأوراق المالية التي يقوم بتنفيذها مقابل عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات.

- **سمسار الصالة (Floor broker)**: وهو سمسار يعمل داخل مقصورة التداول في البورصة ووظيفته هي تنفيذ تلك الأوامر التي ترد إليه من السمسار الوكيل، وقد يكون سمسار الصالة تابع لنفس شركة سمسرة السمسار الوكيل ويقتسم معه العمولة، أو يكون منفصل عنه ويحصل على عمولة مقابل التنفيذ.

- **صانع السوق (ال وسيط الناجر) (Market makers)** : يلعب صانع السوق دوراً هاماً في الأسواق المالية، وذلك لأنعاش الأسواق وحماية التداول والمحافظة على الأسعار في البورصة دون تدخل هيئة أسواق المال، ويعمل صانع السوق كسمسار أيضاً. ويعتبر صانع السوق من ذوي الاختصاص في أسهم بعض الشركات فقط. ويمكن توضيح الأنشطة الرئيسية لهذه الفئة كما يلي:

- يعمل صانع السوق كسمسار من حيث تنفيذ أوامر الشراء والبيع وفي مقابل إتمام هذه العملية فإنه يحصل على عمولة تنفيذ الأوامر وهو في ذلك مثل سمسار الصالة أو السمسار الوكيل.
 - يعمل صانع السوق كتاجر من أجل الحفاظة على سيولة السوق وتعاملاته وذلك عندما يكون تدفق السوق غير كافي حيث يقوم بالبيع أو الشراء حسب ظروف السوق، وغايته في ذلك الحفاظة على استمرارية السوق وكذلك على أن تكون التغيرات السعرية في حدود معينة حتى لا تتضخم المكاسب والخسائر.
- **المتخصص (Specilaists):** هو سمسار اختار وقف نشاطه على مجموعة محدودة من الأسهم يتم تداولها في مركز واحد وهو بهذا لا يفارق ذلك المركز، يقوم بتلقي طلبات السمسارة الآخرين لينفذها نيابة عنهم، ولا يحق لأي وسيط أن يمارس أعمال المتخصص إلا بموافقة لجنة السوق المالي، كما يشبه التجار كونه يستطيع أن يتاجر لحسابه الخاص بيعاً وشراء، بمدف تحقيق الربح.

3. أهمية الوسطاء الماليين بالنسبة للمتعاملين:

تنجلي أهمية الوسطاء الماليين عند المتعاملين من خلال الدور الحيوي الذي يلعبه الوسطاء الماليين في البورصة عموماً من خلال النقاط التالية:

- **الحد من تكاليف الحصول على المعلومات المفيدة في اتخاذ القرار الاستثماري:** عادة ما يحتاج المتعاملون بالأوراق المالية بيعاً وشراء إلى معلومات كثيرة متعلقة بالشركات المقيدة بالبورصة (حالتها المالية، سمعتها، ...)، وال وسيط يتميز بالدراية الكاملة بمحفل هذه المعلومات والقدرة على اتخاذ القرار المناسب وهو ما يقلل من حدة تكلفة هذه العملية؛
- **الحد من تكاليف الصفقات:** يقوم الوسيط بجمع عدد كبير من الصفقات الفردية الصغيرة وتنفيذها دفعة واحدة فتكون المصارييف المرتبطة عليها مشتركة وغير محسوبة بالنظر للصفقات المنفردة ما يؤدي إلى التقليل من تكاليف المعاملات؛
- **مساعدة المستثمر في اقتصاد الوقت:** يسمح اللجوء إلى الوسطاء إلى اقتصاد الوقت من خلال منظوريين:
 - من منظوري الشركات المصدرة الوسيط يلعب دور في مساعدتها وتوفير الوقت عليها في جميع المراحل بدءاً من تحضيرها للدخول إلى البورصة حتى التسجيل الفعلي وبعد ذلك نجد أن أنظمة البورصة تلزم الشركات بالتعاقد مع وسيط يساعدها في عملية الإدراج؛
 - من منظوري المستثمرين فإن الوسيط بحكم خبرته واطلاعه على السوق يوفر عليهم الوقت في البحث عن الأوامر المطابقة للأوامر المعروضة سواء المتعلقة بالشراء أو بالبيع، فإن لم توجد على مستوى فانه يعرض ما لديه من الأوامر على غيره من الوسطاء وبالتالي تنفيذ الصفقات في أوقات قصيرة جداً؛

المحور الرابع: الوسطاء الماليين وأوامر البورصة

- حماية المستثمرين ورفع مستوى الوعي الاستثماري لديهم: من خلال توفير المعلومات والبيانات الجوهرية التي تتعلق بالأوراق المالية المتداولة في السوق واسعارها.

4. شروط ممارسة دور الوسيط في البورصة:

تحتفل هذه الشروط من بلد الى اخر، ويمكن اجمالها فيما يلي:

- أ. شروط تتعلق بالشخص المعنوي:** إذا كان الوسيط في شكل مؤسسة مالية فانه ينبغي أن تتوافر فيها بعض الشروط الخاصة منها:

- الحصول على الاعتماد من طرف لجنة البورصة؛
- توفر حد أدنى من رأس المال؛
- توفر الوسائل المادية الالزمه لضمان الاتصال الحسن؛
- توفر الموارد البشرية ذات الخبرة والكفاءة الالزمه؛
- القدرة على توفير المعلومات والبيانات الالزمه للعملاء والاحفاظة على مصالحهم.

- ب. شروط تتعلق بالشخص الطبيعي** يمكن ايجاز جملة الشروط التي تتعلق بالشخص الطبيعي فيما يلي:

- الاهلية العلمية وذلك بكونه متاحلا على مؤهل جامعي او ما يعادله؛
- اغلبية التشريعات والتنظيمات تشرط الجنسية والاهلية القانونية؛
- اثبات حسن السيرة والتزاهة التجارية؛
- ان لا يمارس اي اعمال تجارية غير اعمال البورصة، فلا يكون عضوا في مجلس ادارة احدى الشركات ولا مستشاراً أو خبيراً بها أو بأحد المصارف؛
- التحليل بالأمانة، الصدق والمهارة في التعامل وتنفيذ أوامر العملاء.

وفي الاختبارات الخاصة بالوظيفة يراعى أن يكون الوسيط ملما بالمحاور الأساسية التالية: التحليل الاقتصادي الكلي والتحليل الاقتصادي الجزئي، المحاسبة المالية وإعداد القوائم المالية، التحليل المالي والأساسي والفنى والكمي للأوراق المالية، القوانين المتعلقة بسوق المال، قواعد السلوك المهني، لوائح العمل الداخلية بالبورصة.

5. مهام الوسطاء الماليين:

تمثل مهام الوسيط المالي فيما يلي:

- التفاوض على الأوراق المالية وتنفيذ اوامر العملاء بأحسن سعر ممكن؛
- التفاوض لصالحه الخاص أي القيام بعمليات البيع والشراء لحسابه الخاص؛

المحور الرابع: الوسطاء الماليين وأوامر البورصة

- متابعة السوق وتقدم النصح والمشورة؛
- حفظ وحماية الأوراق المالية؛
- تسهيل الحافظ المالية لصالح العملاء وإدارتها؛
- توظيف أموال الزبائن في الأوراق المالية؛
- تخفيض التكاليف بما يحقق استفادة المتعاملين منها؛
- تقديم خدمات للمؤسسات التي تكون في طور الإدراج في البورصة.

6. الوسطاء في بورصة الجزائر (IOB)

يتمثل الوسطاء في عمليات البورصة في البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساسا حول القيم المنقولة. ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها حيث تقوم بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة. ويمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة. هذا وقد تم اقصاء الأشخاص الطبيعيين من مزاولة المهنة في سنة 2004. ويتضمن سوق المال في الجزائر حاليا تسعة وسطاء في عمليات البورصة يتمثلون في البنوك العمومية وبنكين خاصين وشركة خاصة، وهم كالتالي:

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR
- بنك التنمية المحلية BDL
- بنك الجزائر الخارجي BEA
- البنك الوطني الجزائري BNA
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque
- القرض الشعبي الجزائري CPA
- بي أن بي باريس الجزائر BNP Paribas
- سوسيتي جنيرال الجزائر Société Générale Algérie
- شركة خاصة Tell Markets

1.6. مهام الوسطاء

وتتمثل مهام الوسطاء في عملية البورصة في:

- توظيف القيم المنقولة والمتوجبات المالية للجهة المصدرة؛
- التداول في السوق لحساب زبائنه؛
- تسهيل حافظة السندات بموجب تفويض؛

المحور الرابع: الوسطاء الماليين وأوامر البورصة

- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛
- وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية وإرشاد المستثمرين.

ثانياً: أوامر البورصة (Market orders)

1. تعريف أمر البورصة:

أمر البورصة هو التفويض الذي يمنحه المستثمر لل وسيط المالي بعرض شراء أو بيع الأوراق المالية والمتوجات المتداولة بصفة عامة، ويطلب هذا التفويض تحرير أمر كتابي أو عبر الأنترنت باستخدام تطبيقات خاصة يعتمد عليها الوسطاء في تلقي الأوامر وتسجيلها، يحتوي أمر البورصة على أهم توجيهات المستثمر المتعلقة بالعمليات التي كلف بها الوسيط.

2. المعلومات التي تتضمنها الأوامر:

يجب تحديد أمر البورصة بكل وضوح منعاً لأي التباس قد يحصل، وذلك من خلال مجموعة من المعلومات الأساسية التي يجب أن يتضمنها أمر البورصة والمتمثلة في:

- تاريخ إصدار الأمر؛
- اسم الورقة المالية المراد التعامل بها أو رمزها والشركة المصدرة لها؛
- طبيعة العملية بيع أو شراء؛
- حجم الأمر أو عدد الأوراق المالية التي يرغب في بيعها أو شراؤها يوجد ثلاثة أنواع:
 - أمر دائري؛
 - أمر كسري؛
 - أمر مزدوج.
- سعر التنفيذ (تحديد السعر الذي على أساسه ينفذ وسيط الأمر)؛
- مدة صلاحية الأمر: يمكن أن نميز بين:
 - أمر محدد لليوم؛
 - أمر محدد لأسبوع؛
 - أمر محدد لشهر؛
 - أمر مفتوح.
- البرنامج الزمني لتنفيذ الأمر: يحدد المستثمر لل وسيط عدد الأوراق المالية محل الصفقة في كل حصة، ونميز بين:

المحور الرابع: الوسطاء الماليين وأوامر البورصة

- الكل أو اللائسيء؛
 - عدد من الأوراق المالية في كل حصة؛
 - عدد من الأوراق المالية في عدد من المقص.
- نوع سوق التداول: فوري أو آجل؛

نظراً لكون الوسيط مسؤولاً عن تنفيذ الأمر فله أن يطلب من عميله تقديم ضمانت مالية لتعطية الأوامر التي أصدرها، ففي حالة البيع تكون هذه الضمانت هي الأوراق المالية موضوع العقد، أما في حالة الشراء تكون التعطية عن طريق مبلغ مالي يدفعه العميل إلى الوسيط.

3. أنواع الأوامر:

يتسلم الوسيط تعليمات أو أوامر من طرف العميل، وتحتختلف تلك من حيث معيار السعر ووقت التنفيذ أو كلاهما معاً، فضلاً عن وجود بعض الأوامر الخاصة. ومن هنا يمكن تقسيم الأوامر إلى المجموعات التالية:

1.3. الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: يقصد بها ذلك النوع من الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وتقسم إلى نوعان من الأوامر هما:

أ. أوامر السوق (Market order):

من أكثر الأمور شيوعاً في البورصة وهي تلك الأوامر التي يطلب فيها العميل من الوسيط تنفيذ الصفقة على وجه السرعة وبأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التداول، بمعنى أن الأوامر التي تعطي لل وسيط لا يحدد فيها السعر وهي تنفذ وفقاً لشروط السوق. ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة. أفضل سعر في حالة الشراء هو أقل سعر يمكن الحصول عليه للورقة المالية المعنية، أما أفضل سعر في حالة البيع فهو أكبر سعر يمكن الحصول عليه مقابل الورقة المالية.

من أهم مزايا هذا النوع من الأوامر هي السرعة وضمان تنفيذ العملية، أما بالنسبة لأهم عيوبه فهي أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذي ينفذ به الأمر، كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق. في الأسواق ذات الكفاءة العالمية كبورصة نيويورك مثلاً قد لا يكون لهذا العيب وزن كبير لدى المستثمر باعتبار أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.

ب. الأوامر بالسعر المحدد:

في هذا النوع من الأوامر يحدد العميل لل وسيط سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، وهو يتضمن الحد الأقصى للسعر في حالة أمر الشراء والحد الأدنى للسعر في حالة أمر البيع، وبعد ذلك لا يملك وسيط سوى الانتظار لاغتنام الفرصة لتنفيذ الصفقة وذلك عندما يصل سعر الورقة المالية في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء، أما في حالة أمر البيع فينفذ الأمر عند السعر المحدد من العميل أو أعلى منه.

المحور الرابع: الوسطاء الماليين وأوامر البورصة

أهم ميزة لهذا النوع من الأوامر أنه على عكس أمر السوق يضع هذا النوع حد للدرجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر، حيث أنه يعرف الحد الأقصى لقيمة التي سيدفعها إذا كان أمر شراء والحد الأدنى لقيمة التي سيحصل عليها إذا كان أمر بيع. أما عن أهم عيوبه فهو عدم تفiedad الأمر بسبب بعد السعر المحدد عن سعر السوق حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً.

2.3. الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: يقصد بها ذلك النوع من الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وتمثل هذه الأوامر في:

أ. أوامر محددة بيوم، أسبوع أو شهر:

يقصد بالأوامر المحددة بيوم تلك الأوامر التي تكون سارية المفعول لتنفيذها خلال اليوم الذي أصدرت فيه أو لما تبقى من ساعات اليوم، وهو يعتبر أمر السوق لأنه لا يحدد سعر معين للتنفيذ. غالباً ما يكون هذا النوع من الأوامر مبنية على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتتعامل في ورقة مالية معينة. أما الأوامر المحددة بأسبوع فهي تلك الأوامر التي تبقى سارية المفعول خلال أسبوع العمل وتنتهي بنهاية الأسبوع الذي أصدر فيه، بينما الأمر الذي مدته شهر فإنه يتنتهي مع نهاية التعامل في آخر يوم للتعامل من الشهر الذي يتم فيه إصدار الأمر. ومدة الأمر قد تتعدد بفترة أكبر من شهر كشهرين أو ثلاثة أو أكثر بل قد يمتد لتحول إلى أمر مفتوح.

ب. الأوامر المفتوحة:

يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه وفقاً للشروط التي وضعها المستثمر أو يقرر المستثمر إلغاؤه، ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعان من المخاطر هما مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات.

3.3. الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: نجد من هذه الأوامر ما يلي:

أ. الأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية:

يقصد بها تلك الأوامر التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ غير أنها تشتريت إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو أسبوعاً أو شهراً أو أكثر.

ب. الأمر المفتوح في حدود سعر معين:

يقصد بها تلك الأوامر التي لا تحدد وقتاً معيناً للتنفيذ غير أنها تشتريت إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

4.3. الأوامر الخاصة: نجد من بين هذه الأوامر ما يلي:

أ. أوامر الإيقاف:

وتدعى أيضاً بأوامر إيقاف الخسارة، ويقصد بها تلك الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين أو تعداد، ويحدد المستثمر في هذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندما كما هو الحال في الأمر المحدد، إلا أن تنفيذ أمر الإيقاف مختلف عن المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين، ونجد ضمن هذه الأوامر:

- أمر الإيقاف المتعلق بالبيع: حيث يجب على الوسيط تنفيذ أمر البيع إذا وصل سعر الورقة المالية إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.

المحور الرابع: الوسطاء الماليين وأوامر البورصة

مثال: يمتلك أحد المستثمرين أسهم كتن فد اشتراها بسعر 50 وحدة نقدية للسهم الواحد، والسعر السائد في السوق الآن هو 60 وحدة نقدية للسهم، وهو يخشى انخفاض شديد في الأسعار، حينئذ يصدر المستثمر أمر للسمسار أو الوسيط بالبيع إذا ما انخفض السعر إلى 55 وحدة نقدية مثلاً، وإذا لم يتمكن السمسار من إبرام الصفقة عند هذا السعر واستمرت الأسعار في الانخفاض، يظل ملزماً بتنفيذه عند أي سعر يمكن اللحاق به. وهكذا يتتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق بمجرد بلوغ سعر السوق للسعر الذي حددته العميل.

- **أمر الإيقاف المتعلق بالشراء:** حيث يجب أن يقوم الوسيط بتنفيذ أمر الشراء إذا بلغ سعر الورقة المالية في السوق السعر المحدد أو ارتفع عنه.

مثال: إذا كان لدى المستثمر رغبة في شراء سهم شركة معينة يتوقع ارتفاع سعر أسهمها في المستقبل، حينئذ يمكن اصدار أمر إيقاف. إذا كان السعر الحالي الذي يباع به السهم في السوق هو 70 وحدة نقدية، فإن المستثمر يصدر أمر لل وسيط المالي بالشراء إذا بلغ سعر السهم 73 وحدة نقدية أو تعداده. وعند وصول سعر السوق إلى 73 وحدة نقدية يكون لزاماً على الوسيط تنفيذ الأمر عند ذاك السعر أو أي سعر يمكن اللحاق به.

ملاحظة: في حالة أمر الإيقاف 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.

ب. أوامر الإيقاف المحددة

تعالج هذه الأوامر عدم التأكد بشأن السعر الذي تتفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، ففي هذا النوع من الأوامر يضع المستثمر حد أدنى لسعر البيع وحد أقصى لسعر الشراء.

مثال: لدى أحد المستثمرين سهم سبق وشتراه بـ 50 وحدة نقدية للسهم، والسعر السائد في السوق هو 48 وحدة نقدية، حينئذ يصدر لل وسيط المالي أمر بيع محدد، يأخذ الصيغة التالية:

✓ بـ 1000 سهم عند 48 ون إيقاف، 46 تحديد.

وهذا معناه أمر المستثمر لل وسيط ببيع 1000 سهم إذا وصل السعر إلى 48 ون، ولكنه يتوقف عند وصول سعر الورقة المالية في السوق إلى 46 ون.

أما في حالة الشراء فالأمر يكون بالصيغة التالية:

✓ اشتـر 1000 سهم عند 46 ون إيقاف، 48 ون تحديد.

وهذا معناه أن السمسار يشتري 1000 سهم إذا وصل السعر إلى 46 ون ولكنه يتوقف عن الشراء عند بلوغه 48 ون.

ج. أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال

يقصد بهذا الأمر أن يترك لل وسيط الحرية في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسب، وقد تكون حرية الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة فهو الذي يختار الورقة المالية والسعر ونوع الصفقة بيعاً أو شراءً وتوقيت تنفيذه، أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة. من مزايا هذا النوع من الأوامر إعطاء قدر كبير من

المحور الرابع: الوسطاء الماليين وأوامر البورصة

المرونة لل وسيط، لكنه يزيد من العبء الملقى على الوسيط ومسؤولياته إضافة إلى خشية الوسيط من أن تتنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء.

5.3. الأوامر المحددة لحجم الصفقة: قد يحدد المستثمر عدد الأوراق المالية التي يرغب في شرائها أو بيعها بعدة طرق مستعيناً بعض الخصوصيات منها:

أ. الكل أو اللاثيء:

تحتم هذه الخاصية على الوسيط بيع أو شراء العدد المحدد في الأمر كلية وإذا تعذر ذلك يلغى الأمر نهائياً، ولا يتم تنفيذه جزئياً.

ب. عدد الأوراق في كل حصة:

تستعمل هذه الخاصية عندما يرغب المستثمر في تنفيذ الأمر على دفعات متناسبة مع العدد الكلي الذي يريد شرائه أو بيعه من الأوراق من جهة ومتناسبة مع العدد الإجمالي المتداول في الحالات العادية في البورصة من جهة ثانية. من إيجابيات هذه الخاصية أنها تمنع حدوث اختلالات في التوازن خاصة إذا ما تعلق الأمر بأوراق غير نشيطة، وتتمكن من الاستفادة من تحركات أسعار الأوراق المالية.

ج. عدد الأوراق خلال عدد من الحصص:

على عكس سابقتها فإن هذه الخاصية لا تحدد العدد الواجب تداوله في كل حصة، وإنما يتركها لظروف السوق ولتقدير الوسيط المالي المتعامل معه، ولكنه في الغالب يحدد التاريخ الذي يجب أن يتم قبله الوسيط الصفقة.

6.3. الأوامر المحددة لترتيب الصفقات: إن ترتيب عمليات الشراء والبيع المترادفة أو المتالية يتضمن تحديد بعض الخصوصيات منها:

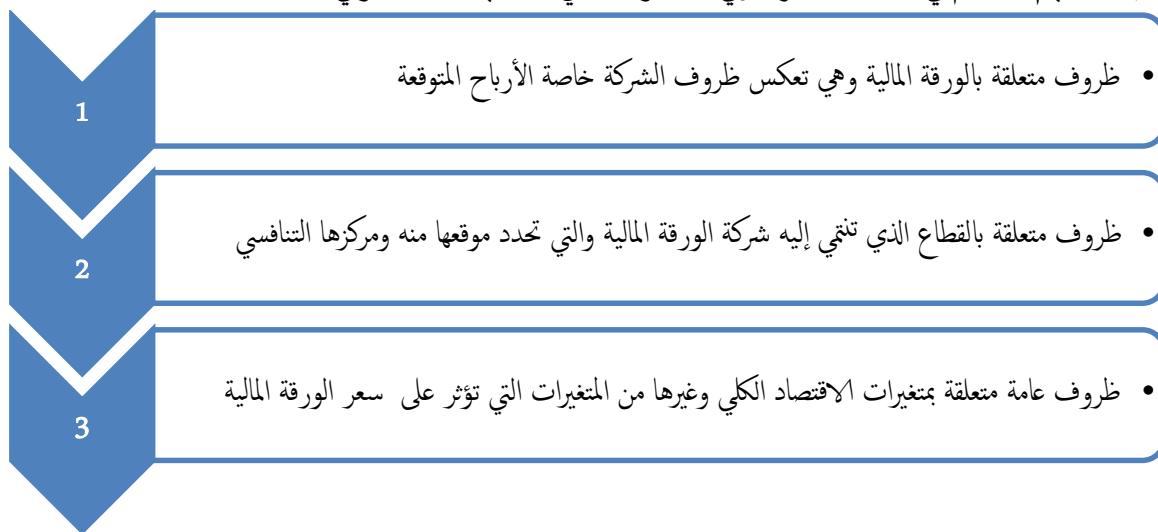
أ. الربط: قد يسلم المستثمر أمراً يحمل شرط الارتباط ويكون هذا النوع من الأوامر من أمرين، أحدهما أمر بالشراء والآخر أمر بالبيع لمتوجين ماليين مختلفين يرغب في تنفيذها في نفس الحصة، كما قد يتم ذلك في بورصتين مختلفتين وذلك للاستفادة من فرق السعر.

ب. التسلسل: حيث يمكن للمتعامل أن يطلب من الوسيط تنفيذ عملية الشراء مثلاً قبل البيع أو العكس، يتعلق الأمر هنا أيضاً ببورقتين مختلفتين.

7.3. الأوامر المحددة للمبلغ الكلي للصفقة: يستعمل هذا النوع من الخصوصيات للتعبير عن الأوامر التي يحدد فيها المتعامل رؤوس الأموال المستثمرة في منتج مالي معين، إذ يحرر الأمر بالصيغة التالية: استعمل المبلغ (س) في شراء الورقة المالية (ص) بما في ذلك المصروف، أو باشتئام المصروف المتربة عن الصفقة. هذه الخاصية لا تحدد عدد الأوراق المراد شراؤها وإنما تحدد المبلغ المتاح الذي لا يجب تجاوزه.

المحور الخامس: التسعير و المقاصلة في البورصة

1- **تعريف سعر البورصة:** هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية أثناء إحدى جلسات التداول في البورصة والتي تسمح بتداول أكبر كمية ممكنة من الأوراق المالية، وترتبط العمليات التي تجري في البورصة على أحد الأوراق المالية ارتباطاً كبيراً ببعضها البعض بحيث تقوم في مجموعها بتحديد السعر وفقاً لقانون العرض والطلب، وهناك عوامل عديدة تتحكم وتحدد تأثيرها في تكوين سعر الورقة المالية الأولى، بالنسبة للأسهم: تتحكم في تحديد السعر الأولى له العوامل التي يعكسها الشكل المالي:

- 
- ظروف متعلقة بالورقة المالية وهي تعكس ظروف الشركة خاصة الأرباح المتوقعة 1
 - ظروف متعلقة بالقطاع الذي تنتمي إليه شركة الورقة المالية والتي تحدد موقعها منه ومركزها التنافسي 2
 - ظروف عامة متعلقة بمتغيرات الاقتصاد الكلي وغيرها من المتغيرات التي تؤثر على سعر الورقة المالية 3

بالنسبة للسندات: السند وثيقة مدینونیة، وبالتالي فالجهة المصدرة لها ملزمة بردها عند تاريخ استحقاقها مهما كانت ظروفها، وبالتالي يعتبر معدل الفائدة في السوق المالي أكثر العوامل المؤثرة على قيمتها السوقية وذلك عن طريق مقارنته مع معدل الفائدة الأسماي للسند، وبشكل عام توجد علاقة عكسيّة بين سعر الفائدة السوقية وسعر السندات، فكلما اتجهت أسعار الفائدة السوقية إلى الارتفاع مقارنة مع معدلات الفائدة الأسماي للسندات أدى ذلك إلى انخفاض الطلب على السندات القديمة وبالتالي تتراجع قيمتها السوقية، ويحدث العكس عند انخفاض معدل الفائدة السوقية أو الجاري عن معدل الفائدة الأسماي للسند، ومعدل الفائدة كما نعلم تتحكم فيه هو الآخر العديد من العوامل أهمها اتجاه السياسة النقدية.

2- **تقنيات التسعير في البورصة:** توجد العديد من التقنيات أو الطرق التي تستعمل في البورصة من أجل تحديد سعر الورقة المالية، وهي ما تسمى بـ **تقنيات التسعير** (*Les techniques de cotation*). تقوم البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بالإشراف على تسعير الأوراق المالية المتداولة فيها، وذلك لتحقيق الأهداف التالية:

- تنظيم عمليات البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة في البورصة؛
- تسهيل المبادلات في البورصة؛
- تعظيم المبادلات كما ونوعاً؛

- متابعة أسعار الأوراق المالية؛
 - الحفاظ على استقرار البورصة وتجنب الأزمات فيها؛
 - ضمان استمرار عمليات التداول في البورصة.
- ومن الطرق المستخدمة لتحديد السعر السوقى للورقة المالية نذكر:

1-1. التعامل بالمناداة: يجتمع الوسطاء الماليون في مقصورة البورصة، ويقومون بالمناداة على العروض التي بحوزتهم مستعملين إشارات ورموز متفق عليها في البورصة، بحيث يخلق عرض وطلب على كل ورقة ويتحدد سعرها التوازنى عند تساوى العرض والطلب عليها، وبنفس الطريقة تحدد باقي أسعار الأوراق المالية المتعامل عليها في جلسة البورصة. عادة ما يتم استخدام هذه الطريقة في البورصات النشطة والتي تسجل تداولًا كبيرًا للأوراق المالية، وهي تميز بالوضوح والشفافية، ولكنها طريقة متعددة ومجهدة خاصة مع ارتفاع عدد الأوراق المالية المتعامل عليها في البورصة.

2-2. التعامل بالأدراج: حيث يخصص لكل ورقة درج في البورصة، كل الأوامر الخاصة بها تكتب وتوضع في الدرج تحت تصرف الوسيط المتخصص فيها، في بداية كل جلسة يقوم المتخصص بجمع أوامر البيع وأوامر الشراء الجديدة الواردة على الورقة بالإضافة إلى الأوامر السابقة التي لم تنفذ على الورقة والتي ما زالت صالحة للتنفيذ، ويحدد السعر التوازنى بناءً على حركة العرض والطلب على الورقة المالية.

2-3. التعامل بالمقابلة: يتم تسجيل أوامر البيع والشراء على الورقة المالية في سجل خاص، ثم يلتقي الوسطاء المعنيون بالورقة ويحددون السعر التوازنى حسب ما تقتضيه الأوامر الموجودة؛

2-4. التعامل بالصندوق: تستخدم هذه الطريقة لتسعير الأوراق المالية التي تواجه مشاكل في تحديد سعرها التوازنى، فتلًا إداره البورصة لوضع صندوق خاص بهذه الورقة يضع الوسطاء الماليون عروضهم وطلباتهم فيها، تم تحديد إدارة البورصة سعر الورقة حسب ما يتضمنه الصندوق.

في الأخير، تجدر الإشارة إلى أن معظم البورصات في العالم تحدد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها إلكترونياً، حيث يتم تسجيل أوامر البيع والشراء التي ترد للوسطاء، ويتم مقابلة الطلب والعرض بما يسمح بتحديد السعر التوازنى لكل ورقة متداولة، وهو ما أدى إلى اختصار الجهد والوقت والتكلفة وكذا السرعة في تنفيذ الأوامر. حيث يتم تسجيل أوامر البيع والشراء في الحاسوب وفق علاقة السعر بالطلب والعرض، وهي:

- بالنسبة لأوامر الشراء يتم ترتيبها من أكبر سعر إلى أقل سعر على أساس أنه كلما ارتفع السعر انخفض الطلب؛
- بالنسبة لأوامر البيع ترتيب من أقل سعر إلى أكبر سعر ، على أساس أنه كلما زاد السعر زاد العرض لوجود علاقة طردية بين سعر البيع والكمية المباعة.

وعن طريق المقابلة مابين العرض والطلب يقوم الحاسوب بتحديد السعر التوازنى للورقة المالية . إذا تم التوصل إلى سعر يتساوى عند العرض والطلب على الورقة المالية نقول أن السعر المحدد هو سعر التوازن، وعلى أساسه يتم تبادل أكبر كمية ممكنة من الورقة المالية المسورة، أما إذا لم يحدث التساوى بين العرض والطلب وتقارب العرض والطلب فيكون سعر التوازن جزئيا، وتنفذ عنده الأوامر الممكنة. علماً أن هذه الأسعار لا تناقض ولا ترفض. وللإشارة تلًا الكثير من البورصات خاصة في الدول النامية إلى فرض حدود لتغير السعر دنيا وقصوى في أوامر البيع والشراء المصدرة وذلك حفاظاً على مصالح أطراف التعامل ومنع التغير الكبير في أسعار الأوراق المالية المسورة نتيجة المضاربة، رغم أن هذه

الحدود تتنافى ومبدأ كفاءة السوق الذي تعكس فيه الأسعار المعلومات المتوفرة عن الورقة المالية. كما أنه عادة ما يتم التنبؤ بتغير أسعار الأوراق المالية المسورة انطلاقاً من واقع الكميات المعروضة والمطلوبة منها في الأوامر. والجدول الموالي يبيّن صورة تقريبية لكيفية مقابلة العرض والطلب على ورقة مالية في بورصة الأوراق المالية:

رقم الأمر	العرض (أوامر البيع)	السعر	الطلب (أوامر الشراء)		رقم الأمر
			عدد الأوراق المطلوبة المتراکمة	عدد الأوراق المطلوبة عند كل سعر	
10					01
09					02
08					03
07					04
06					05

3- مثال توضيحي حول كيفية تحديد سعر الورقة المالية: إليك الجدول التالي الذي يمثل مجموعة من الأوامر الواردة على الورقة المالية س إلى البورصة، علماً أن السعر الافتتاحي لهذه الورقة المالية قد كان 497 ون.

أ/ أوامر الشراء الواردة على الورقة س: وهي مرتبة من أكبر سعر إلى أقل سعر، يأتي سعر السوق أولاً في حالة الشراء لأنّه قد يقبل المشتري بالشراء بسعر مرتفع إذا كان هو السعر الذي يدّني خسائره،

مصدر الأمر	نوع الأمر	حجم الأمر	نوع السعر	مصدر الأمر
01	شراء	800	سعر السوق	
02	شراء	200	502	
03	شراء	500	501	
04	شراء	1400	500	
05	شراء	1900	499	
06	شراء	2500	498	

ب/ أوامر البيع الواردة على الورقة س: مرتبة من أقل سعر إلى أكبر سعر، يأتي سعر السوق أولاً في حالة البيع لأنّه قد يقبل البائع بالبيع بسعر منخفض إذا كان هو السعر الذي يدّني خسائره،

مصدر الأمر	نوع الأمر	حجم الأمر	نوع السعر	مصدر الأمر
07	بيع	150	سعر السوق	
08	بيع	1000	498	
09	بيع	1100	499	
10	بيع	650	500	
11	بيع	1000	501	
12	بيع	1250	502	

ج/ ترتيب أوامر الشراء والبيع لتحديد السعر التوازنی للورقة س:

رقم الأمر	العرض (أوامر البيع)			السعر	الطلب (أوامر الشراء)		رقم الأمر		
	عدد الأوراق الم terspose المطلوبة عند كل متراكمة	عدد الأوراق المطلوبة عند كل متراكمة			عدد الأوراق الم terspose المطلوبة عند كل متراكمة	المطلوبة عند كل متراكمة			
		عدد الأوراق الم terspose المطلوبة عند كل متراكمة	عدد الأوراق الم terspose المطلوبة عند كل متراكمة						
-	-	-	-	سعر السوق	800	800	01		
12	1250	5150	502	1000	200	200	02		
11	1000	3900	501	1500	500	500	03		
10	650	2900	500	2900	1400	1400	04		
09	1100	2250	499	4800	1900	1900	05		
08	1000	1150	498	7300	2500	2500	06		
07	150	150	150	سعر السوق	-	-	-		

وبحسب الجدول فإن السعر التوازنی الذي يتم به مبادلة أكبر كمية ممكنة من الأوراق المالية هو 500 ون، حيث تنفذ عنده الأوامر 01 و02 و03 و04 الخاصة بالشراء، بينما تنفذ الأوامر 07 و08 و09 و10 الخاصة بالبيع.

4- أنظمة التسعير في البورصة: بعد تحديد سعر الافتتاح لكل ورقة مالية في البورصة، والذي يكون نفسه أو قريباً من سعر الإغلاق للورقة المالية في الجلسة السابقة، فإن سعر التداول للورقة المالية يتحدد وفق نظامين هما:

4-1- التسعير المستمر: تسمح هذه الطريقة بتحديد سعر التوازن للورقة المالية في كل لحظة من لحظات التعامل في البورصة، فتدفق أوامر البيع والشراء على الورقة المالية يحرك قوى العرض والطلب باستمرار مما يتبع تحديد الأسعار في كل لحظة. يتبع التسعير المستمر إمكانية تداول الأوراق المالية الأكثر سيولة على أساس دائم. وتعتمد غالبية الأسهم في سوق الأوراق المالية على هذا النوع من الأسعار. يتم تنفيذ أوامر هذه الأوراق المالية بشكل مستمر خلال ساعات التداول حسب كل بورصة من وقت الافتتاح اليومي للبورصة إلى وقت إغلاقها، ويتم تعديل قيمة الورقة المالية عند وصول الأوامر القابلة للتنفيذ. يقوم نظام الكمبيوتر باستقبال ونقل أوامر الشراء والبيع إلى مختلف المشاركين في الأسواق المالية، وفرزها حسب السعر والوصول.

4-2- في حالة التسعير الثابت: في حالة البورصات الصغيرة والمحدودة الحجم أو المتخلفة التقنيات، أو تلك التي تعرف قلة في السيولة وبالتالي محدودية الأوامر التي ترد للسوق على الأوراق المالية، يتم اللجوء إلى التسعير الثابت حيث لا يتم معرفة سعر تداول الورقة المالية إلا خلال عدد محدود من الأوقات في جلسة البورصة (مرة أو مرتين)، حيث عند بداية كل جلسة تداول يفتح المجال لتجمع أوامر البيع والشراء على الورقة المالية دون أن يكون هناك تبادل أو تحديد للسعر، وفي الوقت المحدد من قبل البورصة يتم مقابلة العرض والطلب على الورقة المالية المعنية وتحديد السعر التوازنی ويتم تنفيذ الصفقات، ثم تترك فترة أخرى لتجميع الأوامر وفترة لمقابلة العرض والطلب وهكذا. وبالتالي لا يمكن معرفة السعر الذي ستتبادل به الأوراق المالية إلا في أوقات محددة من جلسات البورصة.

5- عملية المقاصلة والتسوية في البورصة:

بعد تحديد السعر التوازنی للورقة المالية ويتم الاتفاق على إبرام الصفقات الخاصة بشراء وبيع الأوراق المالية من طرف الوسيط المالي، تبدأ العملية العكسية لإخبار المستثمر بالصفقة والمعلومات المتعلقة بها، كما تبدأ ما يسمى بمرحلة المقاصلة والتسوية والتي تتعلق بعقد الصفقة فعلياً وتنفيذها بانتقال ملكية الأوراق المالية فعلاً للمشتري وقبض البائع لثمن الصفقة. وهنا نميز ما بين عمليتين هما:

5-1- المقاصلة: وهي عملية التحقق والمطابقة بين البائع والمشتري فيما يخص الصفقة التي تم عقدها، من حيث السعر وعدد الأوراق المالية المتبادلة وتاريخ التسوية، حيث يتم التأكد من أن كل من البائع والمشتري لديه الأموال الكافية والأوراق المالية المطلوبة، وأن العملية متوفقة مع التنظيم المعهود به داخل البورصة.

ـ إن الجهة التي تتولى عملية المقاصلة تختلف من جهة أخرى عادة ما تكون جهات متخصصة كبيوت المقاصلة المستقلة عن البورصة أو تكون جهات تابعة للبورصة يتم تكوينها لهذا الغرض. وفي الحالتين يكون الوسيط المالي عضو في هذه الجهة التي تتولى عملية المقاصلة بما يضمن التهابية الجيدة للصفقات.

ـ تتضمن المقاصلة إجراءات متعلقة بحسابات الأطراف المشتركين في الصفقات، حيث تتم المقاصلة وفقاً لمبدأ التصفية الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متداول وهو ما يؤدي في المهاية لتحديد صافي الدائنية والمديونية لكل وسيط، وعليه يكون دور عملية المقاصلة هو تحديد ما إذا كان:

- الوسيط المالي مستلماً أو مسلماً للورقة المالية محل التعامل، مع مراعاة حجم الأوراق المالية التي لا يمكن استخدامها على شاكلة الأوراق المالية المرهونة أو المقرضة؛

- تحديد المبالغ النقدية الدائنة والمديونة المرتبطة على الصفقات بالنسبة لجميع الوسطاء الأعضاء في شركة المقاصلة.

ـ الهدف من عملية المقاصلة كمرحلة وسيطة بين التفاوض على الصفقة ومرحلة التسوية والتسلیم هي العمل على حماية أطراف التعامل في الصفقة بما فيها ضمان تلق الوسيط لمستحقاته المالية بعد إتمام الصفقة؛

ـ بالنسبة لبورصة الجزائر فإن عملية المقاصلة هي من اختصاص شركة تسيير القيم المنقوله أي بورصة الجزائر، والتي أعطيت لها هذه الصلاحية بموجب المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 رغم إنشاء المؤمن المركزي للأوراق المالية منذ سنة 2003، إلا أنه لم تعط له صلاحية المقاصلة.

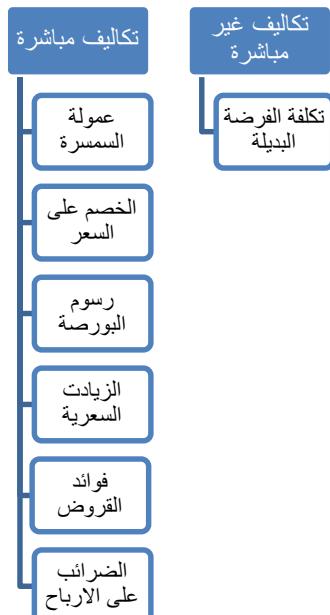
5-2- التسوية: وهي العملية التي بموجها يتم تحويل ملكية الأوراق المالية من البائع إلى المشتري وتحويل الأموال من المشتري إلى البائع، وتحدث عند تاريخ التسوية وتتأتي بعد عملية المقاصلة. أغلب البورصات في العالم تعطي عدد معين من الأيام بعد تاريخ الصفقة لتسوية العملية، وهي فترة كافية للتحقق من العملية وإجراء المقاصلة.

ـ إن الجهة التي تتولى عملية التسوية عادة ما تكون تابعة للبورصة يتم تكوينها لهذا الغرض، وأغلبها تجمع بين عمليتي المقاصلة والتسوية في آن واحد.

ـ في الجزائر يتولى المؤمن المركزي عملية التسوية في أجل مقداره ثلاثة أيام عمل بعد إبرام الصفقة. وهو يجمع في عضويته كل من الوسطاء الماليين والشركات المصدرة للأوراق المالية.

ـ عملية التسوية عادة ما يتخللها إخلال أحد الأطراف بالتزاماته ، وهو ما أدى بأغلب الهيئات المكلفة بالتسوية إلى إنشاء صناديق ضمان تجمع فيها الاشتراكات من قبل أعضاء الهيئة ويتم استخدامها في حالة كان هناك إخلال بالالتزامات سواء في الدفع أو عدم توفر الأوراق المالية محل الصفقة، وهذا حفاظاً على مصالح المتعاملين في البورصة وضمان تنفيذ الصفقات، هذا النوع من الصناديق غير موجود حالياً في الجزائر.

5-3- تكاليف تنفيذ الأوامر: كما رأينا يعتبر حماية الوسطاء الماليون في البورصة وضمان حقوقهم من ضمن أولويات السير الحسن للبورصة، وتمثل تكاليف تنفيذ الأوامر في الشكل الموضح:



5-4- طرق تمويل صفقات الأوراق المالية: تمول صفقات الشراء في البورصة وفق الطرق التالية:

- التمويل عن طريق رأس المال المملوك للمستثمر وهو ما يسمح بتسوية نقدية لصفقة؛

- التمويل عن طريق رأس مال مقترض من المصارف بضمان الأوراق المالية من طرف السمسار لصالح العميل، وهي تؤدي إلى زيادة المشتريات من الأوراق المالية مقارنة بالطريقة الثانية، ولكتها تحمل مخاطر ائتمانية كبيرة في نفس الوقت.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

تمثل المعلومات والبيانات المتاحة لجمهور المستثمرين عن الأوراق المالية القاعدة الأساسية لاتخاذ قرارات الاستثمار، وللاستفادة من تلك البيانات والمعلومات يتطلب الأمر إجراء تحليل عميق لاستخلاص النتائج التي من شأنها أن تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، حيث يوجد هناك نموذجين أساسيين للتحليل في سوق الأوراق المالية هما التحليل الفني والتحليل الأساسي. فالأسلوب الأول يركز على دراسة السجل المالي للتغير في السعر الذي يتم به تداول الورقة المالية على أمل اكتشاف نمط لهذا التغير يساعد على استخلاص نتائج مفيدة في التنبؤ بما سيكون عليه ذلك السعر في المستقبل، أما بالنسبة للتحليل الأساسي فيعني بدراسة ثلاثة مستويات، المستوى الأول يخص تحليل الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة فيها، والتأثير المحتمل على سوق رأس المال. أما المستوى الثاني فيهتم بتحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الوعادة، وأخيرا التحليل على مستوى المنشآة لمعرفة أفضل المنشآت داخل الصناعة الوعادة والتي يوصي المحل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.

ومنه ارتأينا أن نتطرق للتحليلين بالمنهج التالي:

- ✓ التحليل الفني للأسهم (مؤشرات التحليل الفني).
- ✓ التحليل الأساسي للأسهم.

أولاً: تحليل الفني للأسهم (مؤشرات التحليل الفني)

يعتبر التحليل الفني من الأدوات التي تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية، إذ يقوم على تتبع حركة الأسعار وأحجام التداول، التي سبق تسجيلها في السوق لاكتشاف نمط تتبعه حركة الأسعار، ليتم على أثرها - وفق زمن محددا- اتخاذ القرار المناسب للمستثمر،¹ فالفنيون أصحاب التحليل الفني (يلجئون إلى مصادر تتمثل في عوامل السوق ذاته لإتباع تقنية ما للتنبؤ بأسعار

¹ عاصم حسين، مرجع سبق ذكره، ص:35.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

الأسهم و اختبار المهمة منها، وهذه العوامل تتمثل في أسعار الأوراق المالية حجم التداول، عدد الصفقات و حجمها، سلوك المستثمر، التوقيت الزمني، اتساع السوق والجو النفسي.¹

I.1 ماهية التحليل الفني

I.1.1 تعريف التحليل الفني: يعرف التحليل الفني بأنه التحليل الذي يدرس حركة السوق بالاستعانة أساساً بالمنحنىات بهدف معرفة (لحظة التقييم) لتأثير انعكاس الاتجاهات المستقبلية على الأسعار ويشمل مصطلح "حركة السعر على ثلاثة مصادر أساسية من المعلومات المتاحة في التحليل الفني"² وهي حجم التداول، الحقوق مفتوحة السعر³ وتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالاً ثم على مستوى ورقة مالية معينة. فهناك عدة طرق للتحليل لعل أكثرها شيوعاً طريقة تحليل الخرائط حيث يقوم المحلل الفني بإعداد الخرائط لأسعار الأوراق المالية التي تعنيه، ولأقسام السوق الرئيسية. بالإضافة إلى خرائط إجمالية للسوق، وذلك للتنبؤ بأسعار المستقبلية لتلك الأوراق. وتستخدم الخرائط عامة لمراقبة حركة الأسعار في السوق ولتهذيب نشاط المضاربين من خلال اختيار المضارب لنقاط البيع والشراء في ضوء فلسفة معينة بدلاً من اللجوء إلى الحكم الشخصي في حالة غياب تلك الخرائط.⁴

I.2.1 فلسفة التحليل الفني: يعتمد الفنيون في قراراتهم على فحص البيانات السابقة لأسعار وبيانات الحجم والتداول، وذلك لتحديد اتجاهات السوق السابقة والتي يمكن من خلالها التنبؤ بالسلوك المستقبلي لقيم المالية الفردية، ويتم الاستشهاد بعدة افتراضات تساند هذا الرأي لتحركات الأسعار في السوق هي:⁵

1- تتحدد القيمة السوقية لأي سلعة أو خدمة من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.

2- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها:⁶

♦ عوامل رشيدة: تتضمن المعلومات المالية الخاصة بالسهم، التي تتعكس أثرها في سلوك المستثمرين ♦ عوامل غير رشيدة: مثل الآراء والأمزجة والتخمين.. الخ، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة.

3- تمثل أسعار الأوراق المالية لأن تكون الاتجاهات في حركتها تستمرة لفترات طويلة نسبياً بالرغم من احتمال تقلباتها بشكل طفيف من وقت لآخر.

4- يؤدي التغيير في علاقة العرض والطلب إلى تغيير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة ذلك التغيير إما آجلاً أم عاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.⁷

¹ أمين السيد احمد لطفي، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، 2006، ص:49.
² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص:35.

³ الحقائق المفتوحة: هي الحقائق التي يتم استخدامها في عقود الخيار والعقود المستقبلية.

⁴ محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقدير الأسهم والسنادات-مدخل الهندسة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص:139.

⁵ طارق عبد العال حماد، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، 2000، ص:296.

⁶ محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقدير الأسهم والسنادات"، مرجع سبق ذكره، ص:140.

⁷ محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقدير الأسهم والسنادات"، مرجع سبق ذكره، ص:140.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

5- إغفال التقلبات الصغرى في أسعار الأوراق المالية الفردية والقيمة الكلية للسوق والتي تمثل إلى أن تتحرك في اتجاهات تستمر لفترة قصيرة من الوقت.

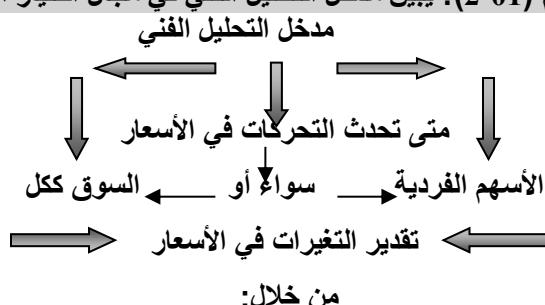
I.3.1 فروع التحليل الفني: يمكن تقسيم التحليل الفني إلى ثلاثة فروع أساسية كما يلي:²

I.1.3.1 المؤشرات النفسية: ترشد تصرفات الكثير من المشاركون في السوق، فالمؤشرات النفسية تتحرك من طرف عند المضاربة النزولية بالبورصة إلى الطرف الآخر عند المضاربة على الصعود بالبورصة وهو يتحرك باستمرار بين نهايات الأطراف، والمنطق من وراء استخدام مثل هذه المؤشرات هو أن مجموعات مختلفة من المستثمرين ثابتين في تصرفاتهم من نقط التحول الرئيسية للسوق.

I.2.3.1 مؤشرات تتبع تدفق الأموال: يقوم هذا المدخل على تحليل المراكز المالية لمجموعات المستثمرين المختلفة في محاولة لشراء أو بيع الأسهم وأنه يجب أن تكون هناك عملية شراء لكل عملية بيع، فإن الفائض النقدي الفعلي بعد وقوع ex-post ذلك بين العرض والطلب على الأسهم يجب أن يكون متساوي دائماً.

I.3.3.1 مؤشرات هيكل السوق: هذا المؤشر يوضح اتجاه المؤشرات السعرية المختلفة واتساع السوق ودوراته وحجم سوق الأوراق المالية، وذلك من أجل تقييم مدى صحة أسواق المضاربة على الصعود والمضاربة على الهبوط، ونظراً لأن المدخل الفني مبني على نظرية أن سوق الأوراق المالية هي انعكاس لنفسية الجمهور في حركاته فهي تحاول التنبؤ بتحركات السعر على افتراض أن نفسية الجمهور تتحرك بين الذعر، الخوف والتshawم من ناحية، الثقة والتفاؤل الزائد من ناحية أخرى.

شكل رقم (2-01): يبين مدخل التحليل الفني في مجال اختيار الأسهم



المصدر . عبد الغفار حنفي، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"

مراجع سابق ذكره، ص: 243.

¹) طارق عبد العال حماد، مرجع سابق ذكره، ص: 298.

²) نفس المرجع، ص: 306.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

- I.2 أدوات التحليل الفني:** يستخدم التحليل الفني نوعين من الأدوات للتحليل كما يظهر في الشكل أعلاه¹
- أدوات لتحليل أسعار السوق.
 - أدوات لتحليل سعر السهم.

I.1.2 أدوات التحليل الفني لأسعار السوق: تهدف إلى قياس اتجاه الأسعار في السوق من ناحية اتجاه الصعود أو الهبوط ومن المقاييس المستخدمة، مقياس ميل أو اتجاه المستثمرين حيث يعطي مؤشراً عن حركة الأسعار في المستقبل للأسهم، ومن أهم المؤشرات، مؤشر بارون الذي يعرف بمؤشر الثقة.

مؤشر الثقة = (عائد السنديات مرتفعة الجودة / عائد السنديات متoscطة)

تستند فكرة المؤشر إلى أنه عندما تكون ثقة المستثمرين في السوق كبير يتوقع زيادة الطلب على السنديات ذات المخاطر الكبيرة ومن ثم ارتفاع قيمتها وبالتالي انخفاض العائد مما يجعل قيمة المؤشر تقترب من (100%) والعكس صحيح.

I.2.2 أدوات التحليل الفني لأسعار الورقة المالية: هناك أنواع للتحليل الفني باستخدام مؤشرات التنبؤ بأسهم معينة، إذ يتعين التعرف على القواعد الفنية التي تطبق لإعطاء إشارة للمستثمر بوقت الشراء أو البيع أو الحفاظ على الموقف الحالي في ورقة ما، وابرز هذه القواعد (خرائط النقطة والشكل، خرائط الأعمدة، نموذج الرأس والكتفين، البيع على المكشوف بواسطة المتخصصون، تعامل العاملون ببواطن الأمور، أهمية الحجم، خط المتوسط المتحرك، القوة النسبية)²، ومن بين هذه القواعد، خرائط، هي أكثر أدوات التحليل الفني شيوعا واستخداما، إذ تمثل في خريطة النقطة والشكل، خريطة الأعمدة، خريطة المتوسط المتحرك، خريطة القوة النسبية للسهم³، بالإضافة إلى نماذج أخرى سيتم ذكرها بعد معرفة بيانات التحليل الفني.

♦ **بيانات التحليل الفني:** هناك بيانات تستخدم كأدوات للتحليل ودراسة السهم وفهم العلاقة بين هذه المتغيرات واتجاهاتها وهذه الأدوات هي⁴:

Open: تعني سعر أول عملية في اليوم عندما تحل البيانات اليومية لسهم معين.
High: تعني أعلى سعر وصل إليه السهم في فترة ما من الممكن أن تكون سنة أو يوم، ويشير ذلك إلى النقطة التي كان عندها البائعين أكثر من المشترين ولكن هل المشترين سيشترون عند هذه النقطة.

Low: تعني أقل سعر وصل إليه السهم في فترة معينة، وتشير هذه النقطة إلى أن عدد المشترين أكثر من البائعين ولكن هل البائعون سيقبلون هذا السعر المتدني لبيعوا أسهمهم.

¹ أيهاب الدسوقي، "اقتصاديات كفاعة البورصة"، دار النهضة العربية، ط(1)، القاهرة، 2000، ص:38.

² أمين السيد احمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص:67.

³ محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقدير الأسهم والسنديات"، مرجع سبق ذكره، ص:141.

⁴ شرح المؤشرات الفنية، الجزء الأول، بوابة المساهم www.sa11.com

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

Close: تعني آخر سعر وصل له السهم لفترة معينة وهذا مهم جدا بالنسبة للمحللين الفنيين والعلاقة بين سعر الإغلاق والافتتاح، وتمثل مغزى مهم جدا لدى المحللين.

Valume: تعني عدد الأسهم التي تم تداولها لفترة معينة طوال يوم مثلاً أو ساعة والعلاقة بين السعر وحجم التداول من الأشياء المهمة وزيادة السعر يرافقها دائماً زيادة التداول، وهذه النقطة أيضاً مهمة.

Bid: تعني السعر الذي يريد صانعو السوق (market maker) أن يدفعوه مقابل سهم معين.

Ask: تعني السعر الذي يريد صانعو السوق مقابل سهم معين هم يمتلكونه ويريدون بيعه.

I.1.2.2 خريطة النقطة والشكل: يتم بناءها برسم محور عمودي يمثل سعر السهم، أما المحور الأفقي فلا يمثل أي شيء آخر. ويتم تسجيل أسعار الأسهم على الخريطة، غير أنه عادة لا يسجل السعر إلا إذا كان التغير فيه بحجم معين يحدده المحلل مثلاً 10 ون. إذ نعبر عن الزيادة في سعر السهم بالرمز X أمام السعر الجديد، أما الانخفاض في السعر فيرمز له بـ O أمام المستوى الذي انخفض إليه السعر. ويلاحظ أن الرمز X والرمز O لا يظهران في نفس العمود وذلك لأن كل عمود في الخريطة يمثل اتجاه صعودي أو اتجاه هبوطي، وبعد بناء الخريطة يهتم المحلل بشيئين هما:¹

◆ المنطقة المكشدة بالأسعار.

◆ الاتجاه الذي اتخذته الأسعار حين خروجها من تلك المنطقة، هل هو اتجاه صعودي أم هبوطي؟ وتستخدم هذه الطريقة والتي تعرف بطريقة المربعات في تدوين التغيرات التي تطرأ على الأسعار على التخطيط فكلما ارتفع سعر أسهم الشركة التي يركز عليها التخطيط البياني زاد حجم المربع.²

I.2.2.2 خريطة الأعمدة: هناك نماذج متعددة لخراطط الأعمدة تتمثل في شكل بياني محوره الرأسى سعر السهم، أما محوره الأفقي فيمثل الزمن وأمام كل تاريخ عمود يكشف عن أقصى وأدنى سعر في ذلك التاريخ مع الإشارة إلى سعر الإغلاق، وبالطبع قد يمثل العمود السعر في يوم ما أو متوسط السعر في أسبوع معين أو شهر.³ ويقوم المحلل برسم نقاط لأعلى وأدنى سعر ثم يقوم بتوصيل النقطتين رأسياً لكي يشكل العمود، كما يقوم المحلل الفني برسم خط أفقي صغير عبر العمود الرأسى ليشير إلى سعر الإغلاق كما يلي:⁴

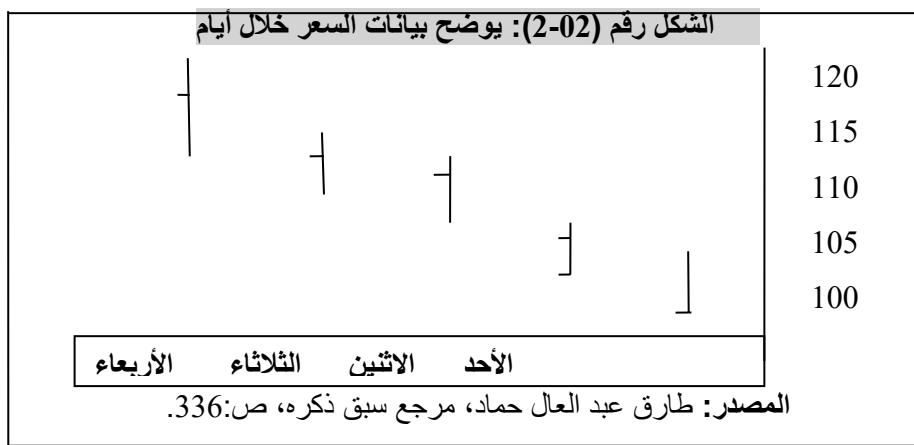
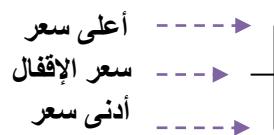
¹) محمد صالح الخناري، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص:142.

²) الكسندر ديفيدسون، "المضاربة في البورصة How to win as a stock market speculator"، الناشر الأجنبي كوجن بيديج، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق، ط(2)، مصر، ص:122.

³) منير إبراهيم الهندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية""، مرجع سبق ذكره، ص:237.

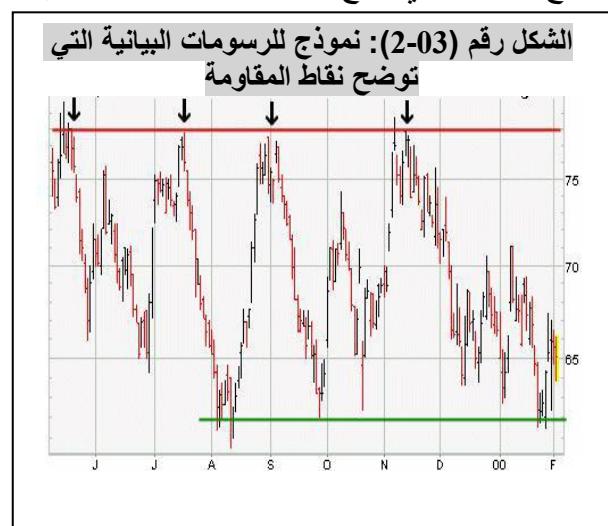
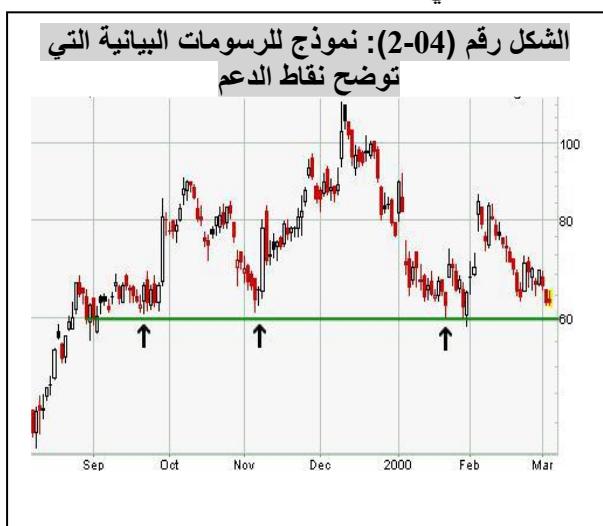
⁴) أمين السيد احمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص:67.

المحور السادس: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية



من الخرائط الشائعة وليس بالضرورة أهمها خريطة المساعدة والمقاومة، الرأس والأكتاف.

1/ خريطة المساعدة والمقاومة: ترتكز على فرضية عدم وجود أي معلومات جديدة وان السعر يتقلب ويتغير حول سعر التوازن داخل النفق(بين خطى الدعامة والمقاومة اللذان يضعهما المستثمر انطلاقاً من تحليلاته)،¹ حيث نقاط الدعم هي مستوى الأسعار الذي يكون الطلب عنده كبيراً إلى الحد الذي يدفع السعر إلى تغيير اتجاهه من الهبوط إلى الصعود. والفكرة في هذه النقاط أن المستثمرين عند مستوى معين من الأسعار يعتقدون أن هذه الأسعار أصبحت رخيصة بما فيه الكفاية بحيث يقبل عدد كبير منهم على الشراء، الأمر الذي يدفع قوى الطلب للتغلب على قوى العرض وبالتالي البدء بصعود مستوى الأسعار.² أما بالنسبة لنقط المقاومة فهي عكس حالة نقاط الدعم، ويقبل عدد كبير من المستثمرين على البيع، الأمر الذي يدفع قوى العرض للتغلب على قوى الطلب وبالتالي البدء بهبوط مستوى الأسعار.



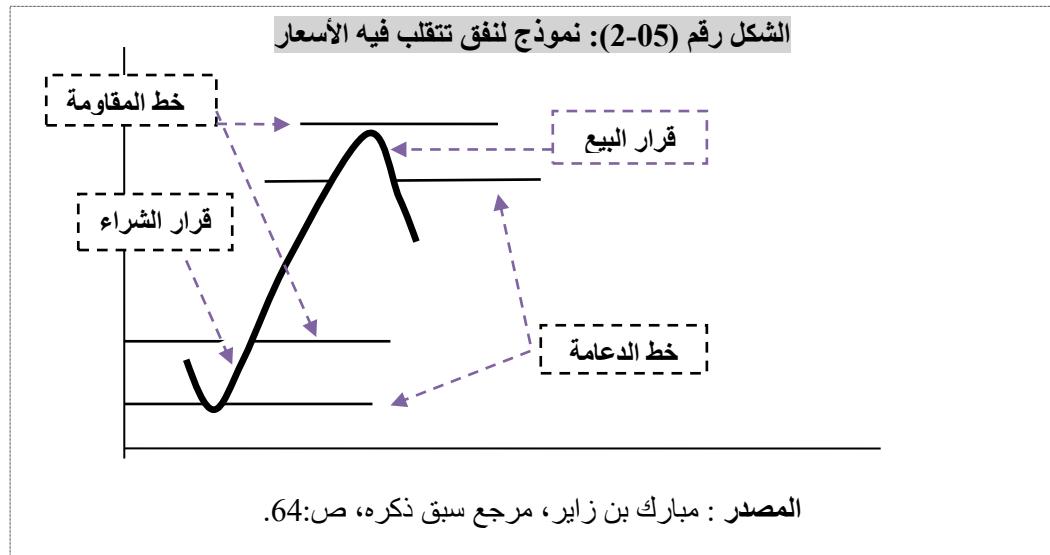
¹) مبارك بن زاير، "نظريّة الأسواق الفعالة دراسة قياسية لسعر الصرف باستعمال طريقة التكامل المترافق"، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، المركز الجامعي بشار، 2007/2006، ص:64.

²) عبد الرءوف رباء، سامي حطاب، مرجع سبق ذكره. ص:20.

المحور السادس: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية

المصدر: عبد الرءوف رباعية وسامي حطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة السوق"، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي-دبي-الشارقة، فبراير/مارس 2006. ص ص: 21، 20.

وبذلك فإن خط مقاومة الدعامة يشكلان نفق تقلب فيه الأسعار، فإذا ارتفع السعر فوق خط الدعامة فإن المستثمر سيشتري، أما إذا انخفض السعر تحت خط المقاومة فإن المستثمر سيبيع.¹



يمكن لنقط الدعم والمقاومة أن تبدل مواقعها عبر الزمن، فنقط الدعم تحول إلى نقاط مقاومة والعكس كذلك. ويبيّن الشكل المعاكسي نموذج لأسعار سهم شركة ما تحولت نقاط الدعم فيها إلى نقاط مقاومة.²



2/ خريطة الرأس والكتفين: يتضمن أربعة مكونات أساسية تتمثل فيما يلي:

- 1- ارتفاع مضطرب في الأسعار نتيجة لزيادة مضطربة في حجم الصفقات - بسبب زيادة الطلب ويستمر الارتفاع حتى يصل لمستوى معين، يتبعه انخفاض ثانوي في حجم الصفقات - نتيجة لانخفاض الطلب - وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض في السعر مكونا بذلك الكتف الأيسر.

¹⁾ مبارك بن زاير، "نظريّة الأسواق الفعالة"، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

²⁾ عبد الرءوف رباعية، سامي حطاب، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

2- زيادة في حجم الصفقات يترتب عليها ارتفاع مضطرب في السعر ليصل إلى قمة أعلى مما وصل إليها الكتف الأيسر، يتبع ذلك انخفاض في حجم الصفقات، ويترتب عليه انخفاض في السعر ليصل إلى مستوى أعلى قليلاً من المستوى المتذبذبي الذي وصل إليه الكتف الأيسر ولكنه أقل قليلاً من مستوى قمة الكتف الأيسر، وهذا ما يكون الرأس.

3- زيادة في حجم الصفقات وإن كان ذلك بمعدل أقل بالمقارنة مع الزيادة في حجم الصفقات التي ساهمت في بناء الكتف الأيسر والرأس. وكما يشير الشكل تفشل هذه الزيادة في أن تصل بالأسعار إلى مستوى يعادل قمة الرأس ثم تأخذ بعد ذلك في الهبوط مكونة الكتف الأيمن.

4- حدوث انخفاض في السعر في نهاية المرحلة السابقة يتعدى خط الرقبة الذي يمثل التماس لأدنى مستوى سعري للرأس والأكتاف وتعد هذه من وجهة نظر الفنيين مؤشراً لتوقيت ملائم لقرار البيع.¹

♦ وعلى صعيد اتخاذ القرار الاستثماري المناسب تعتبر منطقة الكتف الأيسر بمثابة المنطقة المثلث لاتخاذ قرار الشراء. بينما تعتبر نقطة انقلاب الكتف الأيمن نحو الهبوط بمثابة مؤشر على التوقيت الملائم لاتخاذ قرار البيع، وطالما أن التراجع في حجم التعامل على السهم وتوقع المستثمرين انخفاض سعر السهم بالتبعية يمثل علامه تشاؤمية موجبة للبيع وعندما تتشكل خريطة الرأس والأكتاف بالمقلوب

فإن ذلك يعد مؤشر على إمكانية انخفاض السعر وفي هذه الحال يمكن أن يشير الكتف الأيمن إلى أن سعر السهم سيرتفع مما يعتبر علامه تفاؤلية تدعى إلى الشراء بدلاً من التخلص من السهم ببيعه².

الشكل رقم (2-07): نموذج لخريطة الرأس والأكتاف



المصدر: نماذج الشارتات أو الشارت باترن، ص 7، www.forex4arabs2.com/books/patterns.doc

I.3.2.2 المتوسطات المتحركة: هو تمثيل بياني للأسعار باستخدام المتوسطات الحسابية.³ والتي تساعد في الكشف عن اتجاه ومعدل التغير في الأسعار.⁴ إذ يمكن حساب المتوسط المتحرك البسيط بقسمة حاصل جمع أسعار السهم خلال عدة فترات على عدد الفترات نفسها. أو حساب المتوسط المتحرك المرجح وذلك

¹ منير إبراهيم الهندي، "أسسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 240.

² رفيق مزاهمية، "كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسويق، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2006/2007، ص: 84.

³ عبد الرءوف رباعة سامي حطاب، مرجع سبق ذكره، ص: 27.

⁴ عبد الغفار حنفي، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 243.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

بتحديد عدد الفترات التي يتم استخدامه وتخصيص وزن نسبي لكل فترة حسب درجة أهمية كل فترة للمحلل الفني، فعلى المدى الطويل يمكن حساب المتوسط المتحرك خلال فترة 30 أسبوع، وعلى المدى المتوسط قد يتم حساب المتوسط المتحرك لفترة 10 أسابيع كما يتم حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم على المدى القصير لأغراض المضاربة خلال فترة 10 أيام¹. ويرى الفنيون أن قرار الشراء يكون مناسباً إذا تحققت القواعد الثلاثة الآتية²:

- أن يكون سعر السهم والمتوسط المتحرك متوجهاً للصعود.
- السعر الفعلي للسهم أسفل المتوسط المتحرك المتوجه للصعود.
- يحدث أن يكون المتوسط المتحرك في لحظة معينة أسفل السعر الفعلي للسهم ثم يعود إلى الارتفاع دون أن يبلغ المتوسط المتحرك.

كما يعتقد الفنيون أن قرار بيع الأسهم يكون مناسباً إذا تحققت القواعد الآتية³:

- يكون سعر السهم والمتوسط المتحرك متوجهاً للهبوط.
 - السعر الفعلي للسهم يكون أعلى من المتوسط المتحرك الذي يتوجه للهبوط.
- يحدث أن يكون المتوسط المتحرك أعلى من السعر الفعلي الذي يتوجه للارتفاع ثم يعود للهبوط. ويمكن للمحلل الفني أن يستخدم متوضطين متراكبين معاً أو أكثر، أحدهما لفترة قصيرة والأخر لفترة طويلة، ويكون الوقت مناسباً لشراء الورقة المالية إذا تمكّن المتوسط المتحرك ذو الفترة القصيرة من اختراق المتوسط المتحرك ذي الفترة الطويلة من الأسفل وانتهتى التداول على هذا الحال، في حين يكون الوقت مناسباً للبيع إذا حدث العكس⁴.

الشكل رقم (2-08): المتوسطات المتحركة لفترة 50 يوم و 200 يوم بالإضافة إلى أسعار الإغلاق لإحدى الشركات.

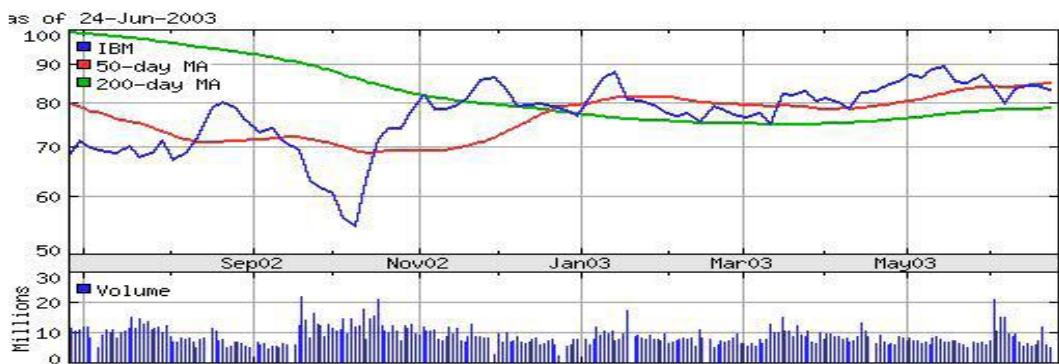
¹) محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسنادات"، مرجع سبق ذكره، ص:149.

²) نفس المرجع، ص:151.

³) نفس المرجع، ص:152.

⁴) جون ميرفي، "التحليل الفني للأأسواق المالية"، ترجمة شيماء سليمان، ص:55.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية



المصدر: عبد الرءوف ربابعة، سامي حطاب، "مراجع سبق ذكره"، ص: 27.

I.4.2.2 خريطة (مؤشر) القوة النسبية للسهم: يحسب هذا المؤشر بالصيغة التالية:

$$Rsi = 100 - \left(\frac{100}{si + 1} \right)$$

Si: نسبة متوسط الأسعار المرتفعة خلال 14 يوما إلى متوسط الأسعار المنخفضة خلال الفترة ذاتها.¹
تشير القوة النسبية للسهم إلى درجة تقلب سعر السهم مقارنة بمؤشر ما للسوق أو مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم، إذ يمكن تقسيم الأسهم إلى أسهم تتصرف بقوة نسبية، ومن ثم يتولد عن هذه الأسهم عائد متميز، وهي الأسهم المتميزة بارتفاع سعرها بشكل كبير عندما يكون السوق صعودي، وينخفض سعرها بشكل ضئيل عندما يكون السوق هبوطي.

ولبناء مؤشر القوة النسبية يتم إيجاد نسبة سعر السهم إلى أحد مؤشرات السوق، وكذلك إيجاد نسبة سعر السهم إلى مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم وتحليل هذه النسب، والجدير بالذكر أن هذا المؤشر لا يستخدم أساسا في تحديد توقيت البيع أو الشراء بقدر ما يستخدم في المقارنة بين شركات داخل السوق أو داخل الصناعة وتحديد الشركات المتميزة.² وحتى يسهل القيام بتحليل القوة النسبية لشركاتين يتم اختيار نقاط زمنية معينة حدث فيها انخفاضات وارتفاعات كبيرة في المؤشر العام للسوق، ثم رصد التغيرات في سعر إغلاق السهم للشركاتين. وحساب النسبة المئوية للتغير في سعر إغلاق السهم، ومقارنته بالنسبة المئوية للتغير في كل من المؤشر العام للسوق ومؤشر الصناعة.³

الشكل رقم (09-2): نموذج لخريطة(مؤشر) القوة النسبية للسهم

¹ عبد المجيد بن الشيخ، وأخرون، مراجع سبق ذكره ، ص76

² محمد صالح الحناوي تحليل وتقدير الأسهم والسنادات ، مرجع سبق ذكره، ص:154.

³ محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقدير الأسهم والسنادات" ، مرجع سبق ذكره، ص:159.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية



المصدر: شرح كامل عن التحليل الفني، ص17، aoe.forex.googlepages.com/122.doc

I.5.2.2 حجم التداول: يعتبر حجم تداول الورقة المالية¹ من المعلومات بالغة الأهمية بالنسبة للمستثمر والمحلل المالي، لذلك فإن الرسوم البيانية تستخدم أيضاً في تمثيل أحجام التداول التي تمت على الورقة المالية خلال يوم التداول، ويظهر الرسم الممثل لأحجام التداول عادةً كرسم ملحق في الرسم البياني الممثل للأسعار.²

الشكل رقم (10-2): يمثل نموذجاً لحجم التداول.



المصدر: عبد الرءوف ربابعة، سامي حطاب، مرجع سبق ذكره، ص:18.

I.6.2.2 خريطة الشموع اليابانية: يعتبر رسم الشموع اليابانية البياني، وتحليل نماذج الشموع من الأدوات الأساسية لأخذ قرار وقتي في السوق ولا بد من استخدام نماذج الشموع اليابانية بنفس الطريقة المستخدمة عند تطبيق الأدوات والطرق الفنية الأخرى، بحيث يتم دراسة سيكولوجية المتداولين في السوق وحالما تكون معتاداً على تتبع حركة السعر من خلال رسم الشموع اليابانية قد لا تلجأ إلى استخدام رسم الأعمدة البيانية مرة أخرى، كما يمكن استخدام نماذج الشموع اليابانية بالتوافق مع المؤشرات الفنية العاديّة

¹⁾ أهمية الحجم: يجب علينا عند اختيارنا للشركة التي سنتعامل معها أن نختار شركة يكون متوسط تداول أسهمها كبيراً، فكلما كان المتوسط كبيراً كلما كان أفضل، فهو يحقق لك الأمان عند تطبيق أساس التحليل الفني المختلفة، ويحقق سيولة عالية بمعنى قدرتك على تسييل أسهمك في أي لحظة (تحويلها إلى سيولة نقدية)، لأنه لو كان حجم التداول ضعيف، فستكون أسهم الشركة بيده ولا تستطيع بيعها في الوقت الذي تريده.

²⁾ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص:330.

المحور السادس: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية

الأخرى، وتسمى هذه الطريقة بـ "فلترة نماذج الشموع"، والتي تقدم للمتداول عادة إشارة مبكرة تسبق تلك المؤشرات التي تعتمد على الأسعار فقط.¹

ويتم تحليل رسم الشموع اليابانية البياني وفق النموذج التالي:²

- إذا انخفض السعر عند نقطة الإغلاق مما كان عليه عند نقطة الفتح يأخذ المستطيل اللون الأسود (سوق صاعدة)، أما في حالة ارتفاع السعر عند نقطة الإغلاق عن الفتح يأخذ المستطيل اللون الأبيض (سوق هابطة) كما هو موضح في الشكل أدناه.
- كلما زاد طول المستطيل زاد احتمال ارتفاع سعر السهم. ويشير المستطيل الأبيض لفوز المضارب على الصعود على نطاق ممتد، في حين يعكس المستطيل الأسود فوز المضارب على الهبوط.

الشكل رقم (11-2): نموذج عن خريطة الشموع اليابانية



المصدر: رفيق مزاهية، مرجع سبق ذكره، ص:81.

* يتميز تخطيط الشموع اليابانية ببعض السمات المميزة الجاذبة للانتباه مثل استخدام اللون الأسود والأبيض المتعارضين.

* كما يعطي هذا التخطيط الأولوية للإشارات الانعكاسية أكثر من المتواصلة فيتم تسجيلها بسرعة.

* يشتمل تخطيط الشموع اليابانية على بعض العيوب، تتمثل في أنه لا يمكن إنشاء هذا التخطيط إلا بعد تحديد سعر الفتح الخاص بالسهم (التخطيط يقوم على العلاقة بين سعر الفتح والإغلاق)

* في الوقت نفسه يعرض هذا التخطيط صورة واضحة وظاهرة بالمعلومات لتغيرات أسعار الأسهم ولكن يمكن أن تعكس صورة خاطئة لتغيرات الأسعار نظراً لأن أسعار الأسهم قد تشهد تقلبات شديدة في بداية

¹) ولمزيد من المعلومات ارجع إلى رفيق مزاهية، "كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات"، أو عبد الرءوف ربابة وسامي حطاب، "التحليل المالي وتقدير الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، أو الكسندر ديفيدسون، "المضاربة في البورصة How to win as a stock market speculator" .. وغيرهم.

²) الكسندر ديفيدسون، مرجع سبق ذكره، ص:132.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

يوم التعامل، وتحدد هذه التغيرات المستوى الفني لسعر الفتح لأي مؤشر للأوراق المالية غير مستقرة وبعيدة كل البعد عن الأوضاع الحقيقة.¹

ثانياً: التحليل الأساسي للأوراق المالية يهتم التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالمنشأة سواء تمثلت

في الظروف الاقتصادية، أو ظروف الصناعة (القطاع) التي تنتهي إليها المنشأة، أو ظروف المنشأة ذاتها.² والهدف من ذلك هو الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للمنشأة، والتي تعتبر محددة أساسياً لقيمة السوقية للأسهم الذي تصدره، ويسمى أصحاب هذا التحليل الأساسيون.

- يركز التحليل الأساسي على الأولويات التالية:³

● **المناخ الاقتصادي بصورة شاملة:** حيث من المهم أن نحدد المناخ الاقتصادي العام وتحليله حتى نعرف الأسهم الموافقة والمرجحة ويفحص التحليل الأساسي المعلومات التي ترتبط بنمو التضخم ومعدلات الفوائد والمعلومات التي ترتبط بالمناخ الإستراتيجي السياسي وإنفاق المستهلك والضرائب وحسابات المكر واقتصادية.

● تؤثر الحالة العامة للقطاع على الشركات التي تكون جزءاً منها الظروف الخاصة بالشركات: وبصورة عامة فمن النادر أن نجد شركة متغيرة في قطاع يعاني من الأزمات وقبل تحليل شركة معينة يسعى التحليل الأساسي إلى وضع تحليل لقطاع الأنشطة مرتكزاً على أحد الأساليب المستخدمة في معدلات التنافس.

● **المقاييس الخاصة بالشركات:** حينما يتم تنفيذ أبحاث السوق فإن اتجاه الشركة لا بد أن يفحص من ناحية الربح وناحية الإفلاس وناحية الأرباح والديون وسعر السهم وسياساتها وإدارتها ويتم إعلان المعلومات المالية ونشرها في تقارير سنوية، نصف أو ربع سنوية) واستخدام هذه المعلومات كنقطة انطلاق ومن ثم فإن المراقب الذي يحلل أسهم ما سوف يضع رأيه وسوف يضع توصياته أيضاً.

يهدف التحليل الأساسي إلى:⁴

- ◆ تقييم القوة الابتدائية للشركة والعائد على الاستثمار فيها.
- ◆ التعرف على القيمة العادلة لأسهم الشركة.
- ◆ تقييم هيكل رأس المال الشركة.
- ◆ تقييم مديونية الشركة في الأجل القصير والطويل.
- ◆ تقييم الفرص المستقبلية لاستثمار الشركة ومعدلات النمو المتوقعة.

¹) الكسندر ديفيدسون، مرجع سبق ذكره، ص:129.

²) http://www.ibtesama.com/vb/showthread-t_11117.html

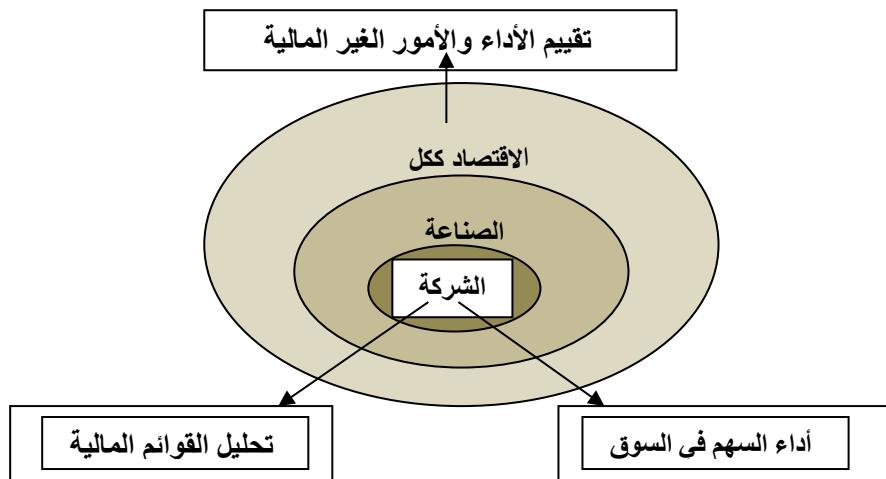
³) <http://www.thegulfbiz.com/vb/showthread.php?t=30608>

⁴) عبد الرءوف رباعي، سامي الخطاب، مرجع سبق ذكره، ص:40.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

♦ تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بالعسر المالي أو تعثر الشركة.

شكل رقم(12-2): يوضح مستويات التحليل الأساسي



المصدر: <http://www.4shared.com/dir/6796827/e8f2b435/sharing.html>

1.II تحليل الظروف الاقتصادية

هناك عدد من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي ينبغي أن تحضي باهتمام المحللين في مقدمتها السياستين المالية والنقدية للدولة إضافة للمعلومات المتاحة عن التضخم وحجم الإنتاج القومي.

1.1.II السياسة المالية: يقصد بها وسائل تمويل الإنفاق الحكومي وهو ما يعني أن لتلك السياسة شقين هما الإيرادات والنفقات، ففي الإيرادات إذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المنشآت فهو يترك أثراً إيجابياً على الأرباح الصافية¹، أي ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، إلا أن لها آثاراً سلبية التي تتمثل في تقلص موارد موازنة الدولة، مما قد يضطر الحكومة إلى التمويل بالعجز أي إصدار المزيد من أوراق البنوك، وهو ما يسبب عادة في حدوث تضخم، وتأمل الحكومة أن يكون التأثير الإيجابي أكبر من التأثير السلبي، فإذا كان كذلك تكون النتيجة المتوقعة باتجاه

صعودي في حركة أسعار الأسهم. أما إذا كان العكس فيتوقع أن تتجه الأسعار نحو الهبوط.² بالنسبة للإنفاق الحكومي، فهو يمثل الجانب الآخر للسياسة المالية فإذا كان هناك قرار بزيادة الإنفاق الاستثماري أو خفضه في صناعات معينة فإنه يؤثر على أرباح الشركات التي تنتهي لتلك الصناعة.³

2.1.II السياسة النقدية: هي مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقدية المحافظ عليها

¹) تخفيف الضرائب: يساعد على زيادة دخل منشآت الأعمال مما يؤدي إلى زيادة الطلب الإجمالي وانتعاش الاقتصاد وكذلك انتعاش التعامل في بورصة الأوراق المالية، والعكس صحيح.

²) منير إبراهيم الهندي، "أسسیات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص:162.

³) محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص:42.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

لدى الجمهور، ففي دراسة لفريدمان¹ وشوارتز² كشف عن أن زيادة المعروض النقدي يتبعها تحسن في مستوى أداء الاقتصاد.³ ويتم إدارة السياسة النقدية للبلاد من طرف البنك المركزي من خلال عمليات بيع وشراء السندات الحكومية وأذون الخزانة وذلك عن طريق عمليات السوق المفتوحة وسياسة سعر الخصم ومتطلبات الاحتياطي القانوني من البنوك.

كما أن زيادة المعروض النقدي له تأثيرين:

✓ **تأثير الإيجابي:** حيث أن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى زيادة الإنتاج وانخفاض مستوى البطالة الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على المنتجات ومن تم زيادة أرباح الشركات مما يؤدي إلى انتعاش أسواق رأس المال.

✓ **تأثير سلبي:** حيث قد يؤدي زيادة المعروض النقدي إلى زيادة التضخم مما يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب على الاستثمار والذي يستخدم كمعدل خصم في معادلة تسعير الأوراق المالية مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية.

وبالتالي على المحلل المالي أن يتتبأ بتأثير الصافي لزيادة المعروض النقدي على أسعار الأوراق المالية، وهناك تحدي آخر وهو أن البعض يرى أن تغير أسعار الأوراق المالية هو الذي يدفع الحكومة إلى تعديل السياسة النقدية. فمثلاً في الولايات المتحدة الأمريكية انخفضت أسعار الأوراق المالية سنة

1991 ظهرت تنادي بتحفيض سعر الفائدة من خلال زيادة المعروض النقدي إلى خفض معدل العائد المطلوب على الاستثمار مما يشجع الاستثمار في الأوراق المالية بدلاً من إيداع المدخرات في البنوك.⁴

3.1.II معدل التضخم: هذا المعدل مهم جدًا لأنّه جزء من معدل العائد المطلوب على الاستثمار والذي يستخدم كمعدل خصم في نماذج تسعير الأوراق المالية وبالتالي فزيادة التضخم مع ثبات العوامل الأخرى تؤدي إلى زيادة العائد المطلوب، ومن تم انخفاض أسعار الأوراق المالية والعكس صحيح، هذا مع ملاحظة أن هناك تأثير متبادل بين متغيرات الاقتصاد الكلي (الناتج الإجمالي المحلي والسياسيين المالية والنقدية) وبين التضخم، كما أن هناك تأثير متبادل بين التضخم وبين سعر الصرف.⁵

4.1.II حجم الناتج القومي: إن تأثير التقارير عن حجم الناتج القومي يمكن أن يكون لها أثراً إيجابياً فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من القناع بشأن المستقبل، مما

³ منير إبراهيم الهندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص:163.

⁴ محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص:43.

⁵ لأن أي معلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنه أن يترك أثراً عكسيًا على أسعار الأوراق المالية لسبعين:السبب المباشر للتقارير عن معدل التضخم قد تتحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة مما يعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية. أما الغير المباشر فمرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظله المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلاً من إحالتها.

⁶ محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص:44.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي لارتفاع أسعارها.¹

5.1.II سعر الصرف: نحن الآن في مرحلة متقدمة من العولمة زاد معها تأثير المتغيرات الاقتصادية العالمية على الاقتصاديات المحلية لاسيما مع ما واكب ذلك من تطبيق اتفاقية الجات وزيادة المنافسة وكل ذلك أدى إلى زيادة أهمية سعر الصرف كأحد المتغيرات الاقتصادية الأساسية المؤثرة على أسعار الأوراق المالية، فيجب على المحلل المالي دراسة اتجاهات سعر الصرف، تقلباته وتأثير ذلك على أسعار الأوراق المالية بصفة عامة، هذا مع ملاحظة أن هناك عدة عوامل اقتصادية هي التي تؤدي إلى تقلب أسعار الصرف مثل سعر الفائدة، فيجب على المحلل المالي دراسة تأثير هذه العوامل على سعر الصرف تم دراسة تأثير سعر الصرف على أسعار الأوراق المالية خاصة إذا كان هناك تعامل في سوق الحاضر وسوق المستقبل، كما أن تقلب سعر الصرف يؤثر على قدرة الدولة على الاستيراد والتصدير وبالتالي يؤثر على النشاط الاقتصادي للدول والذي بدوره يؤثر على أسواق الأوراق المالية فقد ظهر ذلك جلياً في الأزمة التي تواجه دول شرق آسيا في نهاية 1997 وبداية 1998.

وفي هذا الإطار يقوم المحلل بالبحث واكتشاف حالة الظرف الاقتصادي (انكمash أو رواج) بالإضافة إلى تتبع نتائج السياسة الاقتصادية من خلال السياسيين المالية والقديمة ومدى تأثيرها على المجموعات الكبرى والحسابات الوطنية كحجم الاستهلاك، معدلات البطالة، الكتلة النقدية معدلات التضخم، الضرائب، أسعار الفائدة، أسعار الصرف ومعدل النمو.

2.II تحليل الصناعة (التحليل القطاعي)

تعد عملية تشخيص وضعية القطاعات المختلفة للاقتصاد مرحلة أساسية لاختيار القطاعات الوعادة فعملية اختيار الأوراق المالية للشركات، تتأثر بالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تنشط فيه بشكل عام إذ أن تحليل القطاع يوفر للمحلل معلومات هامة كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع حاله المنافسين، حواجز الدخول والخروج، بالإضافة إلى معرفة السياسة الاقتصادية للدولة تجاه القطاعات فقد تكون بعض القطاعات تلقى تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمارات فيها، إذا فتحيل القطاع وجمع المعلومات عنه، تساعد المحلل فيأخذ صورة أولية عن الشركات المنتسبة لنفس القطاع، إذ أنها ستكون متفقة ومتتشابهة في الخصائص، وتكون عرضة في أحيان كثيرة لنفس المخاطر المرتبطة بالقطاع مما تساعده في توقع المخاطر والمردودية المرتبطتين بالشركة.²

◆ قبل القيام بتحليل ظروف الصناعة ينبغي أولاً تعريف الصناعة ذاتها، وتحديد موقعها أي تصنيفها:
1.2.II تعريف الصناعة: عادة ما ينصرف تعريف الصناعة إلى طبيعة المنتج الذي تقدمه ومصدر المنافسة التي تواجهها.

¹) منير إبراهيم الهندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق ذكره، ص:166.

²) هواري سويسسي، "أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي"، جامعة ورقلة، ص:110.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

* أما بالنسبة لتصنيف الصناعة يمكن تصنيفها حسب عدة معايير:¹

أولاً حسب كيفية تأثيرها بالدورات التجارية ونجد فيها:

1- الصناعات المتنامية: يقصد به تلك الصناعات التي تتميز بالنمو المضطرب وبمعدل يفوق معدل نمو الاقتصاد القومي ككل وعادة ما يرتبط وجود تلك الصناعات بمرحلة تحول تكنولوجية.

2- الصناعات المرتبطة بالدورات: يقصد بها تلك الصناعات التي تتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد فمبيعاتها تزدهر مع ازدهار وانتعاش الاقتصاد، وتتلاطم مع موجات الكساد. ومن أمثلتها صناعات السلع المغيرة.

3- الصناعات الدفاعية: أما الصناعات الدفاعية فيقصد بها الصناعات التي تزدهر إذا ازدهر الاقتصاد غير أنها تنكمش بمعدل أقل من معدل الانكماس الذي يصيب الاقتصاد. ومن أمثلتها تلك الصناعات التي تنتجه الأطعمة والدواء..

4- الصناعات المتنامية والمرتبطة أيضاً بالدورات: يقصد بهذا النوع من الصناعات تلك التي تجمع بين سمات الصناعات المتنامية والصناعات المرتبطة بالدورات، وهو تصنيف استحدثه بيوت السمسرة وبعض صحف ومجلات المال والأعمال، ومن الأمثلة على تلك الصناعات صناعة خطوط الطيران في الظروف العادية يسير نمو تلك الصناعة بنفس معدل نمو الاقتصاد في الدولة وفي الظروف غير العادية يتتفوق معدل نموها على معدل نمو الاقتصاد القومي وهو في حالة ظهور أنواع مستحدثة من الطائرات، تسهم في تخفيض تكلفة السفر أو تحقيق راحة أكبر للمسافر أو المميزتين معاً.

5- الصناعات المتدهورة: يقصد بها تلك الصناعات التي تنمو بمعدل أقل من معدل نمواً لاقتصاد القومي ومن أمثلتها صناعة الأواني النحاسية وصناعة الثلاجات غير الكهربائية ..، وقد لا يقتصر المحل على هذا التصنيف، بل يقوم بإجراء تصنيف آخر للصناعة حسب مدى تدخل الحكومة في شؤونها، وبالتالي يمكن تقسيم الصناعة حسب هذا التصنيف إلى:

1- صناعات مملوكة للحكومة بالكامل

2- صناعات مملوكة للحكومة ملكية جزئية.

2.2.II الاعتبارات الأساسية في تحليل الظروف الصناعية

1.2.2.II التحليل الأداء التاريخي للصناعة: يساعد تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح في التنبؤ بالمرحلة المستقبلية لدورة حياة الصناعة، وتشخيص مدى قدرة استفادة الصناعة من فترات الرواج، أو قدرتها على مواجهة توابع فترات الكساد مع أن أداء الصناعة من حيث المبيعات والأرباح قد يتباين من فترة لأخرى، إلا أن سلسلة الخسائر المتتالية قد توحى بعدم قدرة الصناعة على الذهاب بعيداً. فضلاً عن

¹) منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسوق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص:320.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

ذلك فان النمو السريع في المبيعات لا يعني بالضرورة تحقيق أرباح مرتفعة ما لم تتوافر رقابة صارمة على هيكل التكاليف.¹

2.2.2.II تقدير حجم العرض والطلب على منتجات القطاع: تمر دورة حياة الصناعة بفترات تتراوح بين الكساد والرواج، ومن شأن ذلك إن يؤثر على الطلب على منتجات الصناعة، لذلك يعد من الضروري أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو تناقص أو ثبات، ومعرفة أيضاً ما إذا كانت الطاقة الإنتاجية للصناعة قادرة على تغطية أية زيادة محتملة في الطلب أو تمويل التوسع.²

3.2.2.II ظروف المنافسة: قد يتعرض أداء الشركات في القطاع الواحد بين الفينة والأخرى لهزات عنيفة إلى الحد الذي قد لا تستطيع معه هذه الشركات مواصلة نشاطها. ويمكن أن يعزى ذلك إلى دخول منافسين جدد ذوي كفاءة وقدرة على انتزاع جزء من الحصص السوقية للشركات القائمة. ويتوقع إن تصطدم الشركات الراغبة في الدخول إلى قطاع ما، أو صناعة معينة بعدة عوائق مثبتة في الغالب لروح المنافسة في السوق وهي: تمسك المستهلكين بتفاصيل وأذواق استهلاكية إزاء منتجات الشركات القائمة يصعب التنازل عنها، واتسام هذه الشركات بالمزايا المطلقة في التكاليف ومزايا الإنتاج الكبير.³

4.2.2.II طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة: يسعى المحلل من وراء تحليل المنتوج إلى محاولة التعرف على ما إذا كان المنتوج قد بلغ مرحلة الإنتاج الموسع من عدمه، إذ في ظل غياب الأسواق الكبيرة لن تتمكن الصناعة من إنتاج سلع ذات مستوى عال من الكفاءة وبأسعار منافسة، ومن جانب آخر تقتضي عملية تحليل طبيعة المنتوج من الناحية التكنولوجية تقدير نصيب عوامل الإنتاج ممثلة في رأس المال واليد العاملة من المنتوج، ففي الصناعات التي تعتمد بكثافة على الآلات، يكون حجم مبيعاتها مرتفعاً ما يجعل للدورات التجارية تأثيراً أكبر على درجة تقلب عوائدها، أما في حالة الصناعات ذات الكثافة في العمل، فيتوقع أن تتدنى ربحيتها نتيجة الاضطرابات العمالية، وضخامة نسبة قيمة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف.⁴

5.2.2.II تأثير الحكومة: يمكن أن ينجم عن السياسة الاقتصادية تأثيراً بالغ الأهمية على أنشطة القطاعات في الاقتصاد وإذا كان للتدخل الحكومي في شؤون الصناعة تأثير سلبي في بعض الأحيان كتحديد السقوف المعيارية لتقلب أسعار السلع والخدمات، فإن هناك تدخلًا حكومياً له أثار إيجابية كمنحة المساعدات المالية، أو تقديم الإعفاءات الضريبية لتشجيع الاستثمار، أو فرض رسوم جمركية لتوفير الحماية للصناعات

¹) منير إبراهيم الهندي، "أساسيات الاستثمار في الوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص:170.

²) رفيق مزاهية، مرجع سبق ذكره، ص:51.

³) حسان خضر، "التحليل الأساسي"، ورقة عمل مقدمة من خلال برنامج تعليم الأسواق المالية ، الكويت : المعهد العربي للتخطيط (فير اير 2003)، ص:2.

⁴) رفيق مزاهية، مرجع سبق ذكره، ص:52.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

الوطنية.¹ ومن المحتمل أن تتفاوت القطاعات فيما بينها من حيث درجة تدخل الحكومة في أنشطتها التشغيلية، وهو ما ينبغي أن يوليه المستثمر والمحلل اهتمامه عند اتخاذ قرار الاستثمار، حيث يتوقع أن تتأثر القدرة الإيرادية وربحية الشركات باختفاء الدعم أو المزايا التي تقدمها الحكومة، بمقتضى قوانين وتشريعات جديدة،² ما يؤدي إلى تذبذب قيم الأوراق المالية نتيجة لذلك.

6.2.2.II العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح: ضرورة معرفة مدى تناسب سعر السهم مع الأرباح المتوقعة، فإذا كان سعر السهم قد بلغ مستوى عال لا تبرره الأرباح المستقبلية للمنشأة، فإن قرار الاستثمار في ذلك السهم يكون خاطئا.³

3.2.II أدوات التحليل القطاعي: من أكثر أدوات تحليل ظروف القطاع شيوعاً تلك التي تهم بالتنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة وتحليل دوره حياتها أو نشاطها(التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة دراسة دورة حياة الصناعة).⁴

1.3.2.II دورة حياة الصناعة

1/ مرحلة الظهور: وتعرف هذه المرحلة بـ(ولادة منتج جديد، المبيعات عند حدتها الأدنى، عدم التأكيد بشأن المنتج بانتظار إدخال المزيد من التحسينات، المزيد من البحث، حملات إعلانية، المنافسة في حدتها الأدنى، الخسائر محتملة).

2/ مرحلة النمو السريع: وتعرف هذه المرحلة بـ(ظهور نماذج مختلفة من المنتج، تزايد حجم المبيعات، تزايد الإرباح المتولدة، المزيد من الاستثمار-أرباح مدورة- قرب نهاية تلك المرحلة تدخل منشآت جديدة، وبالتالي يزداد العرض وتتحفظ الأسعار وينخفض معها هامش الربح، انخفاض معدل نمو المبيعات وتتبع السوق).

3/ مرحلة النضوج: تتصف هذه المرحلة بـ(نهاية سنوات النمو السريع، تشييع تام للسوق، يصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل القومي، يصبح النمو في المستقبل مرهون بأحداث معينة مثل تغير ايجابي في أذواق المستهلكين أو نجاح الصناعة في دخول أسواق جديدة، اشتداد المنافسة السعرية وانخفاض هامش الربح).

4/ مرحلة الاستقرار: تتسم تلك المرحلة باستقرار أو تدهور الوحدات المباعة وذلك باختلاف الصناعة وتضاءل فرص الاستثمار المتاحة.

5/ تحليل دورة حياة الصناعة: من شأنه أن يمكن المحلل المحترف أو حتى المستثمر العادي من تصنيف الصناعة الوطنية وفقاً للمرحلة التي تمر بها.

¹ أمين السيد احمد لطفي، مرجع سابق ذكره، ص: 112.

² محسن احمد الخضيري، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1999، ص: 69.

³ www.arabapi.org/course9/pdf .

⁴ زينب حسين عوض الله، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، مطبع الأمل، بيروت، ص: 57.

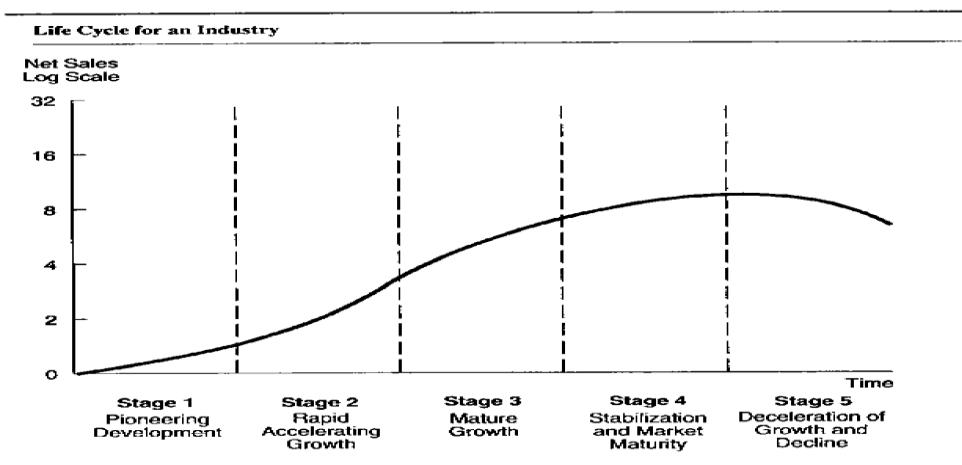
المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

6/ ضرورة توكيد الحذر: في قرار الاستثمار في صناعة لازالت في مرحلة الظهور نظراً للمخاطر الكبيرة التي ينطوي عليها هذا الاستثمار.

7/ الاستثمار في مرحلة النمو السريع: يعد قراراً صائباً في أحوال كثيرة إلا أنه على المستثمر توكيد الحذر وذلك لأن أسعار أسهمها تكون مبالغ فيها، وذلك رغم العائد العالي الذي قد يحصل عليه.

8/ يكون أفضل للمستثمر قليل الخبرة أن يقتصر استثماراته على الصناعات التي وصلت إلى مرحلة النضوج أو الاستقرار رغم تميز عائداتها بدرجة أقل من النمو.¹

الشكل رقم(13-2): دورة حياة الصناعة



المصدر: التحليل الأساسي، مرجع سبق ذكره.

2.3.2.II التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: يعتمد التنبؤ بالمبيعات على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة، كل ذلك بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة على ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) التي تعد الأساس الذي يعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة (المتغير التابع). وتعتمد عملية التنبؤ بالطلب الفعلي على العديد من الأساليب أهمها أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، الذي يتضمن إيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (متغير تابع) وبين العوامل المؤثرة عليه (المتغيرات المستقلة). وبقى ذلك توافر بيانات تاريخية عن تلك المتغيرات لسلسلة زمنية متتالية. وتأخذ العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة صورة معادلة خط الانحدار تعطي بالصيغة الآتية:

$$Dx = a + b1 Px + b2 Y + b3 Pz$$

حيث تمثل:

Dx : الكمية المطلوبة من السلعة.

a : قيمة ثابتة.

Px : سعر الوحدة الواحدة من السلعة X

Y : دخل المستهلك.

Pz: أسعار سلع أخرى مكملة أو بديلة.

¹) www.arabapi.org/course9/pdf.

(²) رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص53.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

b1. b 2. b3 : معاملات النموذج أو معاملات خط الانحدار للمتغيرات المستقلة.

III.3 تحليل الشركة

تتضخ قدرة كفاءة المحلل المالي على تجميع البيانات التي توصل إليها، سواء مالية أو غير مالية وتصنيفها وتحديد أهميتها من أجل الوصول إلى صورة متكاملة لأداء الشركة ونقط قوتها وضعفها. وبناءً على هذا التحليل سيمكن المحلل المالي من وضع التصور الذي على أساسه سيقوم بعمل التوقعات المستقبلية لأرباح الشركة¹. ويتم تحليل المالي لظروف الشركة عن طريق النسب والمؤشرات المالية إضافة إلى نماذج تقييم الأوراق المالية التي ستنظر إليها لاحقاً.

III.1.3 تحليل المركز المالي للشركة: ترتبط الأوراق المالية لأسهم الشركة المصدرة لها بعلاقة وطيدة ذات دلالة اقتصادية، إذ تعكس القيمة السوقية للورقة المالية عوامل الضعف أو القوة في الشركة المصدرة لها، سواء ما يرتبط بموقعها الحالي أو بأدائها التاريخي أو بربحيتها وتوازن مركزها المالي، ويعد تحليل القوائم المالية المقارنة والنسب والمؤشرات المالية من أهم أدوات تحليل المركز المالي للشركة².

III.1.1.3.1 تحليل القوائم المالية: القوائم المالية عبارة عن تقرير سنوي يتضمن كافة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية الخاصة بالمنشأة خلال العام³. ويهدف تحليل هذه القوائم إلى الكشف عن التطورات التي حدثت في البنود الخاصة بها خلال فترة زمنية محددة عادة ما تكون دورية أو فصلية. وتوجد في هذا الصدد ثلاثة أنواع من القوائم المالية وهي:

1/ الميزانية العمومية: هي تلك الميزانية التي تتضمن مقارنة بنود ميزانيتين عموميتين في سنتين ماليتين متتاليتين لنفس الشركة، أو مقارنة بنود ميزانية شركة ما مع منشأة أخرى⁴، كما تظهر توضيح الوضع المالي للمشروع في نقطة زمنية معينة. وتعرض أسلوب تمويل الأصول المملوكة للمشروع من خلال إما الخصوم أو حقوق الملكية⁵.

2/ قائمة الدخل: تصف نتائج عمليات المنشأة أو الوحدة الاقتصادية على فترة زمنية ما وهذه غالباً ما تكون فترة سنة مالية، فالإيرادات والتكاليف يتم الاعتراف بها عند حدوث المبيعات وليس عند تحصيل النقد من الزبائن، والاعتراف بالإيرادات والمصاريف محكم بمبدأ المقابلة والذي ينص على أن الأداء العام يمكن أن يقاس إذا تم مقابلة الإيرادات والمصاريف وتقديرها في نفس الفترة الزمنية للسنة المالية⁶.

¹) سوزان عوض عدلي، "مبادئ التحليل الأساسي للشركة طرق وتقييم أسهمها"، عضو منتدى نوفمبر، ٢٠٠٦. ص:40.

²) رفيق مزاهمية، مرجع سبق ذكره، ص:54.

³) عاطف وليد أندراس، "التمويل والإدارة المالية للمؤسسات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ٢٠٠٧، ص:55.

) Hubert De La Bruslerie, Analyse Financière et Risque de Crédit (Paris: Dunod, 1999), p. 14.⁴

(عادل عبد العظيم، "المؤشرات المالية"، المعهد العربي للخطيط،⁵ <http://www.arab-api.org/course22/pdf/c22-2-1.pdf>

⁶) تحليل القوائم المالية/ www.yamany.info/images/Art7.pdf/

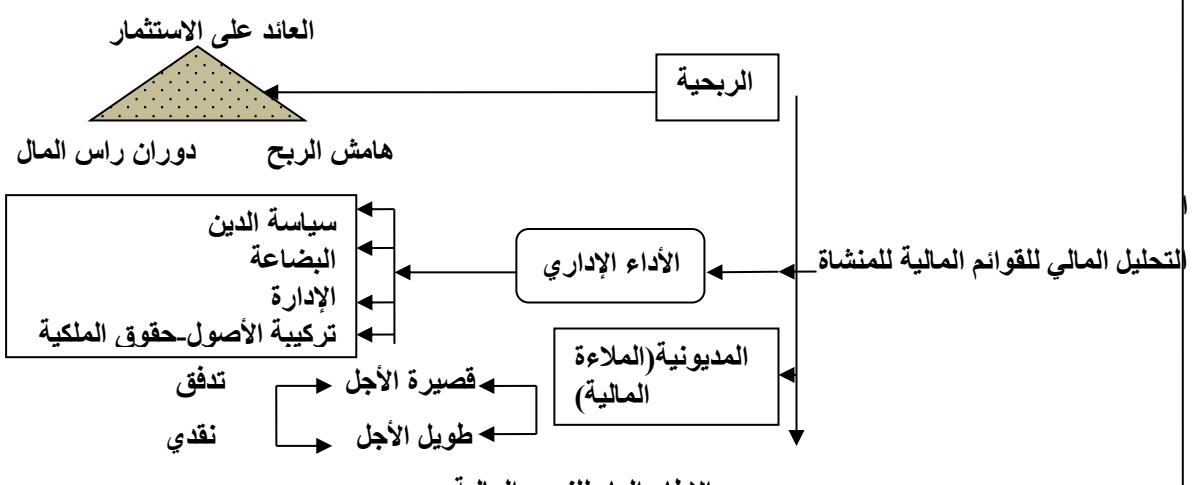
المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

- ٣/ قائمة الموارد والاستخدامات: تهدف الإدارة المالية من وراء إعداد هذه القائمة إلى تحقيق:
- الاستخدام الأفضل للأموال التي تحت تصرف الشركة.
- اللجوء إلى المصادر المناسبة للتمويل.

- التعرف على حركة الأموال خلال العام بما يمكن من تحليل الحركة وتقييم السياسات المتتبعة.

- ٤/ قائمة التدفق النقدي: تعتبر قائمة التدفقات النقدية أحد القوائم المالية المنشورة والتي يوليها مستخدمو القوائم المالية أهمية خاصة لما تحتويه من معلومات تساعد في فهم محتويات القوائم المالية الأخرى، وتنظر هذه القائمة التدفقات النقدية الداخلة إلى المنشأة والخارجية منها خلال فترة زمنية معينة تمارس خلالها المنشأة أنشطتها الثلاث (التشغيلية والاستثمارية والتمويلية) وبالتالي قد تعتبر مؤشراً للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة.^٢

الشكل رقم(14-2): الإطار العام للنسب المالية التي يمكن استخدامها في تقويم الأداء المالي للشركة



مصدر: محمود جلال احمد، طلال الكسار، "استخدام مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء المالي والتنبؤ بالأزمات المالية للشركات (الفشل المالي)"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009، ص:7.

III 2.1.3. III تحليل النسب المالية: تعتبر النسب والمؤشرات المالية من أهم أدوات التحليل المالي للقوائم ويتضمن تحليل النسب المالية قياس ومقارنة النسب التي يتم اشتراكها من المعلومات الواردة في القوائم المالية للشركات لتحديد العلاقة بين بنود المكونة لهذه القوائم في لحظة زمنية معينة^٣، وتقيد النسب المالية في استنباط الحقائق والمؤشرات عن الوضع المالي للشركة ودرجة جاذبيتها الاستثمارية.

^١ عاطف وليد أندراؤس، مرجع سبق ذكره، ص57

^٢ الجمعية السعودية للمحاسبة، "المعلومات المحاسبية ودورها في أسواق الأسهم"، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، ص:8.

³ محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم و السندات"، مرجع سبق ذكره، ص:180.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

ا/نسبة السيولة: تهدف مجموعة نسب السيولة إلى تحليل وتقسيم مركز رأس المال العامل والتعرف على درجة تداول عناصره، وبالتالي تقيس مدى مقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل والأصول تعتبر سائلة إذا كانت نقوداً أو يمكن تحويلها إلى نقدية بسهولة في فترة قصيرة.²

ا- معدل التداول: وتقيس مقدار الأصول المتداولة المتاحة لسداد التزاماتها قصيرة الأجل، أو بمعنى آخر تقيس إلى أي مدى يمكن أن تنخفض قيمة الأصول المتداولة عند تحويلها إلى نقدية وذلك قبل أن تصبح المنشأة غير قادرة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل.³

ب- معدل التداول السريع: هو نسبة الأصول المتداولة السريعة (وهي مجموع الأصول المتداولة مطروحاً منها المخزون) إلى مجموع الالتزامات المتداولة، هذه النسبة مشابهة لمعدل التداول غير أنها تستثنى المخزون على أساس أنه يحتاج وقتاً لتحويله إلى نقد.⁴

2/ نسب النشاط: تقيس مدى كفاءة وفعالية المنشأة في إدارة أصولها ومدى استغلالها لمواردها⁵. ومنها:
أ- معدل دوران المخزون: تشير هذه النسبة إلى عدد مرات تصريف المخزون لدى الشركة وكلما زادت هذه النسبة كلما كان ذلك في صالح الشركة حيث تستطيع الشركة أن تحقق أرباحاً كبيرة باستخدام هامش ربح أقل من الشركات المماثلة والتي لديها معدل دوران مخزون أقل، وهي ميزة تنافسية كبيرة يمكن الاستفادة منها.⁶

ب-معدل دوران المبالغ تحت التحصيل: هذه النسبة تبين قصر أو طول فترة التحصيل لاحظ أن فترة التحصيل لا ينم بالضرورة عن فشل إداري لأن بعض الشركات تسمح للعملاء بسداد قيمة المنتج بعد شهر أو اثنين أو على أقساط وذلك يعتبر تشجيعاً للعملاء على الشراء.⁷

ت-معدل دوران إجمالي الأصول: وتوضح هذه النسبة مدى نشاط الأصول ومقدرتها على توليد المبيعات من خلال استخدام إجمالي أصول الشركة.⁸

3/نسب الافتراض(قياس الرافعة المالية): تفيد هذه النسبة مراجع الحسابات في معرفة المدى الذي ذهبت إليه المنشأة محل المراجعة في تمويل أصولها من أموال الغير.⁹

¹ سمير محمد عبد العزيز، "اقتصاديات الاستثمار، تمويل، تحليل المالي، مدخل في تحليل واتخاذ قرارات"، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006، ص:229.

² عبد الوهاب يوسف احمد، "التمويل وإدارة المؤسسات المالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط(1)، عمان ،الأردن، 2008، ص:94.

³ الجمعية السعودية للمحاسبة، "المعلومات المحاسبية ودورها في أسواق الأسهم"، مرجع سبق ذكره، ص:22.

) [http://www.4eqt.com/vb/thread8257-3.html⁴](http://www.4eqt.com/vb/thread8257-3.html)

⁵ عبد الوهاب يوسف احمد، مرجع سبق ذكره، ص:95.

) [http://www.ajyal.com/ar/articles/ratio.html⁶](http://www.ajyal.com/ar/articles/ratio.html)

) [http://www.4eqt.com/vb/thread8257-3.html⁷](http://www.4eqt.com/vb/thread8257-3.html)

⁸⁾ <http://www.ajyal.com/ar/articles/ratio.html>

⁹ محمد خالد المهايني، "التحليل المالي ومؤشرات تقويم الأداء- حالة تطبيقية"، أعدت ضمن الفعاليات العلمية لجمعية المحاسبين القانونيين السوريين دمشق، سوريا، 2009، ص:22.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

أ-نسبة الاقتراض: توضح هذه النسبة مدى إمكانية تعطية إجمالي الالتزامات باستخدام إجمالي الأصول وكلما انخفضت هذه النسبة كان ذلك أفضل من وجة نظر المستثمرين الخارجيين والمقرضين.¹

بـ. نسبة الاقتراض إلى حقوق المساهمين: هي نسبة إجمالي الالتزامات إلى حقوق المساهمين، هذه النسبة تبين مدى اعتماد الشركة على الاقتراض لتمويل الاستثمارات.²

٤/ نسب الربحية: هي إحدى المؤشرات الرئيسية التي يستخدمها المستثمون الحاليون والمرتقبون لأغراض تحديد مسار استثماراتهم، وذلك لأن الربحية هي أكثر النسب مصداقية في تحديد قابلية الوحدة الاقتصادية على تحقيق الأرباح من الأنشطة التشغيلية.³

أـهامش مجمل الربح: توضح هذه النسبة العلاقة بين صافي إيراد المبيعات وتكلفة البضاعة المباعة ويجب مقارنة هذه النسبة بمتوسط النسب المحققة في القطاع، حيث يمكن أن يعكس انخفاض النسبة ارتفاع مبالغ فيه في تكلفة الخامات المستخدمة في الإنتاج أو في العمالة المباشرة أو خلافه.⁴

بــهامش صافي الربح: تقيس هذه النسبة صافي الربح المحقق على كل جنيه وحدة نقدية من المبيعات، وهي تشير إلى نسبة ما تتحققه المبيعات من أرباح بعد تغطية تكلفة المبيعات وكافة المصروفات الأخرى من مصاريف إدارية وعمومية ومصاريف تمويلية وخلافه.⁵

تــمعدل العائد على حقوق المساهمين(حقوق الملكية): ROE يعبر عن العلاقة بين الأموال المستثمرة من قبل مالكي الشركة والعوائد المستمدة منها، حيث يقيس معدل العائد لكل جنيه وحدة نقدية مستثمر من قبل مالكي الشركة، وهو بذلك يعكس أداء كل من الأنشطة التشغيلية والأنشطة التمويلية معاً، وهو أكثر شمولاً من معدل العائد على الأصول بوصفه مؤشراً على مجمل أداء الشركة.⁶

ثــمعدل العائد على الأصول: يقيس هذا المعدل أو النسبة مدى ربحية الأصول أو الإنتاجية النهائية للأصول وكلما كان هذا المعدل مرتفعاً سواء بالنسبة إلى متوسط الصناعة أو إلى سنوات سابقة لنفس المنشأة، كلما كان أداء المنشأة أفضل وأنها تحقق أرباحاً جيدة.⁷

حيث:

$$\text{متوسط إجمالي الأصول} = (\text{أصول أول المدة} + \text{أصول آخر المدة}) / 2$$

جــربحية السهم العادي: تقيس العائد المحقق على كل سهم من الأسهم العادية.

(¹) مرجع سبق ذكره¹ <http://www.ajyal.com/ar/articles/ratio.html>

(²) <http://www.4eqt.com/vb/thread8257-3.html>²

(³) علي فاضل جابر، "التحليل المالي لأغراض تقويم الأداء دراسة تحليلية للبيانات المالية لشركة الخزف السعودية"، جزء من متطلبات دراسة مادة التحليل المتقدم في برنامج الماجستير للعلوم المحاسبة، كلية لأدابه والاقتصاد، قسم المحاسبة، الدنمارك، 2006 ص:9.

(⁴) مرجع سبق ذكره⁴ <http://www.ajyal.com/ar/articles/ratio.html>

(⁵) نفس المرجع.

(⁶) إبراهيم السيد المليج، "دراسة واختبار مقاييس الأداء المبنية على الربح المحاسبى ومقاييس الأداء المبنية على التدفق النقدي في قياس أداء الشركات المساعدة المصرية"، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ص:23.

(⁷) علي خلف عبد الله التحليل المالي واستخداماته للرقابة على الأداء والكشف عن الاتحرافات، قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات منح درجة الماجستير في التحليل المالي، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم الإدارية، كوبنهاغن، ص:27.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

ح- نسبة العائد النقدي: ويتوقف استخدام ناتج هذه النسبة على هدف المستثمر هل يهمه الحصول على عائد موزع مجزي في الوقت الحاضر أم أنه لا ينظر إلى العائد السريع وإنما يهتم بالمشروعات الوعدة في المستقبل بغض النظر عن العائد الموزع في الوقت الحاضر.¹

5/ نسب التقويم: عند الحديث عن السعر العادل لأي سهم فان نسبة السعر السوقى إلى الأرباح EIP ونسبة السعر السوقى إلى القيمة الدفترية BIP تعتبر الأكثر اعتمادا من قبل جميع المحللين في البورصات العالمية والمحلية خاصة عند اتخاذ قرار استثماري قصير ومتوسط الأجل.²

III.3.1.3. تحليل المؤشرات المالية: حتى يكون لتحليل القوائم المالية قيمة ومغزى، غالبا ما يلجأ المحللون إلى حساب مؤشرات أخرى ذات ارتباط وثيق بالمركز المالي للشركة وباتجاهات الاستثمار في أوراقها المالية ومن أهم هذه المؤشرات:³

1/ ربحية السهم: يقيس هذا المؤشر حصة أو نصيب السهم من الإيراد القابل للتوزيع، أو صافي الربح بعد الضريبة، ويمكن حسابه بقسمة صافي الربح السنوي بعد خصم الضريبة على عدد الأسهم المصدرة في لحظة زمنية محددة، ويمكن القول محاسبيا أن عائد أو ربحية السهم الواحد هي عبارة عن محصلة تفاعل بين عاملين هما: معدل العائد على حقوق الملكية(ROE) والقيمة الدفترية للسهم.

2/ مؤشر مضاعف القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية: يعتبر من أهم المؤشرات المتعلقة بقرار الاستثمار في الأسهم، حيث العلاقة بين سعر السهم في السوق ونصيبه من حقوق الملكية.

3/ نسبة التوزيعات: تساعد هذه النسبة على معرفة اتجاهات الشركة المستقبلية، وهي متوجهة نحو التوسيع وتقوية مركزها المالي عن طريق زيادة الأرباح المحتجزة، أم أنها متوجهة نحو دعم جاذبيتها السوقية من خلال زيادة نسبة التوزيعات.

4/ مؤشر معدل الربحية أو الخسارة الرأسمالية للسهم: يعتبر مؤشر شديد الأهمية لكل المضاربين والمستثمرين، وأن أهميته أكبر بالنسبة للمضاربين، ويمكن أن تطرأ على قيمة السهم في السوق تغيرات وفقا لمستجدات ومتغيرات التعامل في السوق، إما أن يتحقق من هذه التغيرات زيادة في قيمته ويطلق عليها ربحا رأسماليا، أو انخفاضا في قيمته ويطلق عليها خسارة رأسمالية.⁴

5/ مؤشر نسبة العائد إلى التوزيعات: تقيس العائد الذي تدفعه الشركة لمساهمين على شكل توزيعات للأرباح، وتحسب بقسمة نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة على سعره السوقى، وعادة ما تكون هذه النسبة مرتفعة في الشركات الكبيرة التي توزع الأرباح بصفة دورية وتقل في الشركات الناشئة.⁵

¹) الجمعية السعودية للمحاسبة، "المعلومات المحاسبية ودورها في أسواق الأسهم"، مرجع سبق ذكره، ص:29.
(²) هيئة العلمي، "نسبة مضاعف الأرباح EIP والقيمة السوقية/الدفترية BIP"، قسم الأبحاث <http://www.npsc.com.jo/files/pe-pb.pdf>.

³) أمين السيد احمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص:109، 123.

⁴) محسن احمد الخضيري، مرجع سبق ذكره، ص:118.

⁵) رفيق مزاهمية، مرجع سبق ذكره، ص:58.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

٦/ مضاعف السعر: كما ذكرنا سابقاً تعتبر هذه النسبة الأكثر استخداماً من طرف المحللين حيث تقيس طول فترة استرداد الأموال المستثمرة في السهم ويستخدم المضاربين في الأسهم في اختيار أسهم الشركات التي يضاربون عليها فكلما انخفضت عدد المرات (السنوات) الازمة لاسترداد القيمة السوقية للسهم (المضاعف المنخفض) كلما كان ذلك مؤشراً من المؤشرات الجيدة للشراء، بينما يعبر المضاعف المرتفع عن فرصة جيدة للبيع وهذا الرأي ليس مطلاً فهناك تحفظ عليه، حيث يعتبر السعر السوقى للسهم مؤشراً لإدراكات المستثمرين نفس العوامل التي تؤثر على تلك الإدراكات تؤثر على نسبة السعر للأرباح ومن هذه العوامل المخاطرة الاستثمارية النسبية للشركة وسجل الأرباح السابقة وإمكانات النمو^١.

القوانين الخاصة بالنسب السالفة الذكر مبينة في الجدول الموالي:

جدول رقم(٢-٠٤): النسب والمؤشرات المالية

* نسبة السيولة: وتحتوي النسب التالية ^٢	
ا- معدل التداول	ب- معدل التداول السريع
الاصل المتداولة الالتزامات المتداولة	الاصل المتداولة السريعة الالتزامات المتداولة
نسبة النشاط: ذكر منها ^٣	ا- معدل دوران المخزون
تكلفة المبيعات متوسط المخزون	ب- معدل دوران المبالغ تحت التحصيل
صافي المبيعات متوسط الحسابات المدينة	ت- معدل دوران إجمالي الأصول
صافي المبيعات متوسط اجمالي الأصول	* نسب الاقتراض(قياس الرافعة المالية): من هذه النسب النسبتان: ^٤
اجمالي الالتزامات اجمالي الأصول	ا- نسبة الاقتراض
اجمالي الالتزامات حقوق المساهمين	ب- نسبة الاقتراض إلى حقوق المساهمين
مجمل الربح صافي المبيعات	* نسبة الربحية: ذكر المهمة منها ^٥
صافي الربح صافي المبيعات	ا- هامش مجمل الربح
	ب- هامش صافي الربح

^١ محمد خالد المهايني، مرجع سبق ذكره، ص:24.

^٢) <http://samehar.wordpress.com/2006/09/03/a93/>

^٣ نفس المكان.

) <http://www.4eqt.com/vb/thread8257-3.html>^٤

^٥) <http://samehar.wordpress.com/2006/09/03/a93/>

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

$\text{صافي الربح} \over \text{متوسط حقوق المساهمين}$	$\text{ت-} \text{ معدل العائد على حقوق المساهمين}$
$\text{صافي الربح} \over \text{متوسط اجمالي الأصول}$	$\text{ث-} \text{ معدل العائد على الأصول}$
$\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات للاسهم الممتازة} \over \text{متوسط الاسهم العادي المتداولة}$	$\text{ج-} \text{ ربحية السهم العادي}^1$
$\text{نصيب السهم العادي من التوزيعات} \times 100 \over \text{صافي الربح المتاح لحملة الاسهم العادية}$	$\text{ح-} \text{ نسبة العائد النقدي}^2$
$\text{صافي ارباح الشركة بعد المخصصات و الضرائب} \over \text{عدد الاسهم المصدرة للشركة}$	$\text{ـ} \text{ نسبة السعر السوقى إلى الارباح EIP}$
$\text{حقوق المساهمين} \over \text{عدد الاسهم المصدرة}$	$\text{ـ} \text{ نسبة السعر السوقى إلى القيمة الدفترية BIP}$
$\text{التوزيع النقدي للسهم} \over \text{سعر السهم}$	$\text{ـ} \text{ ربع السهم yield dividend}^4$
$\text{العائد على حقوق الملكية} \over \text{القيمة الدفترية للسهم}$	$\text{ـ} \text{ المؤشرات المالية}^*$
$\text{الربح الموزع للسهم} \over \text{ربحية السهم}$	$\text{ـ} \text{ ربحية السهم}^5$
$\text{سعر الإغلاق} \times 100X \over \text{سعر الافتتاح}$	$\text{ـ} \text{ معدل التوزيعات}^6$
	$\text{ـ} \text{ مؤشر معدل الربحية أو الخسارة الرأسمالية للسهم}^7$

المصدر : من اعداد الطلبة

III.2.3. أنواع المخاطر المؤثرة على الاستثمار في الأسهم: تمثل هذه الأنواع في:

١/ **مخاطر النشاط أو (الأعمال):** حالة عدم التأكيد المصاحبة لمبيعات الشركة وإيراداتها (تقلب المبيعات من المخاطر العالية..).

2/ تقلب الأرباح: الشركات التي تتقلب مبيعاتها وأرباحها مع دورات النشاط الاقتصادي تتجه أسعار أسهمها للارتفاع أو للانخفاض مع هذه الدورات (المستثمر المتحفظ يستثمر في أسهم شركات تتسم بالاستقرار والثبات).

¹) الجمعية السعودية للمحاسبة، "المعلومات المحاسبية ودورها في أسواق الأسهم"، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

³ هيفاء العلمي، مرجع سبق ذكره.

⁴ محمد جيلاتي، "دور الإصلاح في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية"، أعدت ضمن الفعاليات العلمية لجمعية المحاسبين القانونيين السوريين، لعام 2009، ص:11.

⁵) رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

⁶⁾ عبد الله الحربي، "أهمية قراءة التقارير والقوائم المالية وكيفية الاستفادة منها في اتخاذ القرارات الاستثمارية"، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، ص: 21.

⁷) محسن احمد الخضيري، مرجع سابق ذكره، ص:118.

⁸ الجمعية السعودية للمحاسبة، "المعلومات المحاسبية ودورها في أسواق الأسهم"، مرجع سبق ذكره، ص:47.

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

3/ المخاطر المالية: وتقاس بحجم المديونية بالمقارنة بحقوق الملكية حيث كلما زادت هذه النسبة كلما زادت المخاطرة المالية.

4/ مخاطر السوق: تحرك سعر سهم الشركة لأحداث خارجية لا ترتبط بأداء الشركة مثل: حدوث حروب، وفاة أحد الأشخاص المهمين، إضرابات مالية، تغيرات بمعدل التضخم، قرارات اقتصادية هامة.

5/ مخاطر سعر الفائدة.

6/ مخاطر سياسية: تغير الحكومة، تغير معدلات الضرائب وتخفيف قيمة العملة.

7/ مخاطر السيولة: ما يتم تداوله من أوراق مالية في البورصة أكثر سيولة من التي لا تتداول فيها.

8/ مخاطر تقلب أسعار الصرف: وتوجد في حالة الاستثمار في شركات أجنبية، حيث كلما زادت المخاطر كلما زاد العائد، ولكن ما لم تسير الأمور وفقاً لما هو مخطط لها فقد يحدث الإفلاس.

الجدول رقم(2-05): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

◆ التحليل الفني ◆	◆ التحليل الأساسي ◆	وجه المقارنة
هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها)	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة	◆ المفهوم ◆
دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية	تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض	◆ الهدف ◆
1- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب. 2- العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية. 3- إن السوق أفضل متنباً لنفسه. 4- إن التحرك من سعر توازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت. 5- أن سوق رأس المال غير كافٍ.	1- أن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف. 2- يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار	◆ الافتراضات ◆
عوامل السوق نفسه مثل: ✓ أسعار الأوراق المالية ✓ حجم التداول ✓ عدد الصفقات و حجمها ✓ سلوك المستثمرين ✓ عمليات البيع على المكشوف ✓ التوقيت الزمني ✓ اتساع السوق	1- عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف النفقات الرأسمالية . 2- عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية. 3- عوامل متعلقة بالمنشأة: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة ومراقب الحسابات	◆ مصادر البيانات الخاصة للتحليل ◆
-1 مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية) -2 مؤشرات تتبع تدفق الأموال	1- المؤشرات الاقتصادية العامة 2- دورة حياة الصناعة 3- دورة حياة المنتج	

المحور السادس: التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية

<p>-3 مؤشرات هيكل السوق.</p>	<p>4- التنبؤ بحالة النمو 5- تحليل ظروف المنافسة 6- تحليل التطورات التكنولوجية 7- القوائم المالية المقارنة 8- تحليل السلسل الزمنية 9- التحليل الرأسي لقوائم المالية 10- تحليل النسب 11- التحليلات الخاصة</p>	<p>◆ أدوات التحليل الرئيسية</p>
<p>1-وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب. 2- يحتاج هذا الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ. 3- تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب الظروف البيئية المتغيرة.</p>	<p>1-نحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبيا مقارنة بالتحليل الفني 2- توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تدها الشركة.</p>	<p>◆ حدود استخداماتها</p>

المصدر: طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص:305.

بما ان التحليلين الفني والأساسي يعتبران ركيزان أساسيتان في اختيار الورقة المالية، حاولنا فيما سبق توضيح مدى أهميتهما، واستخلصنا في الأخير أن التحليل الفني يعبر عن اسم رؤية أو فكرة أساسية و مهمة جدا، والتي تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق لطريقة المالية، لتحديد توقيت الشراء والبيع. فالتحليل الفني يهتم بدراسة السعر مع التداول من خلال أدواته البيانية والتي لكل منها طريقة تميزها الرسوم أو الشارت له ممثلة في الأساسية والتي تعتبر الوسائل عن الأخرى. وبما ان التحليل الفني يركز أساسا على سعر السهم في حد ذاته فكان من المفترض وجود تحليل يهتم بقراءة وتفسير كل المقاييس الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم والهدف من ذلك تحديد قيمة الشركة الحقيقية. كما انه احد طرق التقييم لأسهم الشركات لقياس أدائها التاريخي وال الحالي.

المحور السابع: تقييم الأسم و السندات

مفاهيم حول السندات و الأسم - 1:

تنقسم السوق المالية إلى قسمين أسواق رأس المال وأسواق النقد، وتتقسم أسواق رأس المال بدورها إلى مجموعتين من الأسواق: الأسواق الحاضرة أو الفورية والأسواق المستقبلية. كما أن الأسواق الحاضرة أو الفورية تتضمن بدورها الأسواق التالية: الأسواق المنظمة، الأسواق الغير منظمة والأسواق الإحتكارية. ويُطلق أيضاً على الأسواق المنظمة بالبورصات أو الأسواق الثانوية.

والبورصة أو السوق الثانوي هي السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم العادي، الأسهم الممتازة، السندات على مختلف أنواعها (يتم إصدار تلك الأوراق لأول مرة في الأسواق الغير منظمة، ويُطلق عليها أيضاً بالأسواق الأولية).

2- السندات وتقييمها:

1-2- تعريف وأنواع السندات

1-1- تعريف السندات:

يعتبر السند (Bond) قرضاً طويلاً الأجل يستحق في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم الشركة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد سنوياً أو كل ستة شهور حسب الإنفاق. وعادة ما يكون موعد إستحقاق السند بعد عدة سنوات قد تزيد عن الخمس سنوات إلا أن الفوائد المستحقة يتم دفعها في أوقات منتظمة ويتحتم على الشركة المقترضة دفع القيمة الإسمية للسند كاملة عند موعد الإستحقاق.

ويختلف السند عن أنواع القروض الأخرى كونه يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو للمؤسسات المالية، بينما يتم الحصول على القروض المصرفية من مصادر محدودة العدد. من ناحية أخرى يستطيع حامل السند بيعه إلى جهة أخرى حسب رغبته من خلال سوق الأوراق المالية أما القروض المصرفية فإنه بالغالب لا يجوز تحويلها إلى جهة أخرى.

ويجوز أن تتغير قيمة السند حسب الظروف السائدة في السوق المالية وفي هذه الحالة يمكن أن يتغير السند ويتخذ القيم التالية:

- **القيمة الإسمية:** وهو المبلغ الذي تلتزم الشركة بدفعه عند حلول موعد الإستحقاق.
- **القيمة السوقية:** وهو القيمة المتغيرة التي يستحقها السند في السوق المالية.

وتلتزم الشركة بدفع القيمة الإسمية للسند وليس القيمة السوقية كما أن الفوائد المحسوبة تحسب على أساس القيمة الإسمية للسند وليس القيمة السوقية.

وهناك علاقة عكسية بين القيمة السوقية للسند وسعر الفائدة السائد بالسوق فإذا ارتفعت أسعار الفوائد بالسوق بشكل يزيد عن سعر الفائدة الذي يحملها السند فإن القيمة السوقية تمثل إلى الإنخفاض لأن المستثمرين يلجأون إلى بيع السندات وإستثمار أموالهم في ودائع البنوك والعكس صحيح في حال إنخفاض أسعار الفوائد بشكل يقل عن الفائدة التي يحملها السند حيث تمثل القيمة السوقية للسند للارتفاع.

ومن ناحية قانونية لا يعتبر حامل السند مالكاً للشركة بل دائناً لها بمبلغ محدد يسدد في فترة معينة ولا يحق لحامل السند الإشتراك في إدارة الشركة أو التصويت أو الانتخاب.

ولكن في حالة تعرض الشركة للإفلاس أو التصفية فإنه يجوز لحملة السندات التدخل في إدارة الشركة لضمان حقوقهم وتعطى الأولوية لحملة السندات ودائني الشركة في حال تصفيتها.

2-1-2 - أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات إلى عدة أنواع: من حيث الضمانات التي تُعطى لحملة السندات ومن حيث قابلية السند للتحويل إلى أسهم عادية أو من حيث قابلية السند للإستدعاء قبل حلول مدة إستحقاقه. وفيما يلي عرض موجز لذلك:

- السندات المضمونة :Secured bonds

وهذا النوع من السندات يُعتبر الأكثر شيوعاً، والسندات المضمونة هي السندات التي تصدرها شركة ما بضمانة معينة إما برهن كل أو بعض موجوداتها أو غير ذلك من الضمانات ومن الضمانات الأخرى لهذه السندات ضمانة أو كفالة الحكومة للسندات التي تصدرها الشركات العامة وبعض الشركات الخاصة أو التي يكون للحكومة مساهمة فيها، وفي هذه الحالة فإن الحكومة تقوم بكفالة الشركة وضمان تسديد السندات والفوائد المستحقة عليها في وقتها وفي حالة إفلاس الشركة المصدرة للسندات تقع المسؤولية مباشرة على عاتق الحكومة لتسديد الديون.

ومن الضمانات الأخرى التي تقدمها الشركة رهن الموجودات مقابل قيمة السندات ويجوز في هذه الحالة تسمية الموجودات المرهونة وفي حالة إفلاس الشركة يجوز لحملة السندات بيع تلك الموجودات المرهونة وإستعادة أموالهم.

وقد يكون هذا الرهن من الدرجة الأولى أو من الدرجة الثانية والرهن من الدرجة الأولى يعني أن الشركة لا تستطيع إصدار سندات أخرى أو الحصول على ديون إضافية بضمانة نفس الموجودات التي تم رهنها للسندات الأولى، أما الرهن من الدرجة الثانية فيتيح للشركة إصدار سندات أخرى ورهن نفس الموجودات.

- السندات غير المضمونة :Unsecured bonds

وهي السندات التي تصدرها الشركات دون أن تكون مضمونة برهن عقاري أو حجز للموجودات أو أية ضمانات أخرى، وهذا النوع من السندات أكثر خطورة على حامله من السندات المضمونة وتتصدر هذه السندات الشركات التي تتمتع بربحية عالية ومركز مالي ممتاز مما يغرى الآخرين لشراء سنداتها. إلا أن عدم ضمان هذا النوع من السندات لا يفقد حملتها حقهم في أولية الحصول على قيمة سنداتهم الإسمية في حالة تصفية الشركة.

ومن مميزات هذا النوع من السندات من وجهة نظر الشركة إعطاء الشركة حرية رهن موجوداتها للحصول على قروض أو إصدار سندات إضافية أخرى إذا لزم الأمر، وعادة ما تتحمل هذه السندات فوائد أعلى من فوائد السندات المضمونة، وذلك بسبب عنصر المخاطرة فيها.

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم :Convertible bonds

وهي السندات التي تعطي حاملها حرية إستبدال سنداته بأسهم عاديّة من أسهم الشركة المصدرة لهذه السندات ويتم تحديد الوقت الذي يستطيع به حامل السند إستبدال أو تحويل السند إلى أسهم، كما يتم تحديد عدد الأسهم المستبدلة لكل سند، ومن مميزات هذا النوع من السندات هو أن كلفته أقل من كلفة السندات الأخرى وذلك لأنّ الفائدة التي يحملها السند القابل للتحويل إلى أسهم عاديّة أقل من أنواع السندات الأخرى لوجود ميزة الإستبدال، ومن وجهة نظر حامل السند فإنّ لميزة تحويل السند إلى أسهم أهميتها خصوصاً في فترات التضخم بسبب تأكّل الفوائد الثابتة التي يدرّها السند، ويصبح من مصلحة حامل هذه السندات إستبدالها بأسهم عاديّة كون الأسهم تحافظ على قيمتها بشكل أفضل في حالات التضخم.

كما أنّ حامل السند القابل للتحويل إلى أسهم يتمتع بنفس الحقوق التي يتمتع بها حملة أنواع السندات الأخرى من حيث الضمانات وأولوية الدفع عند التصفية.

- السندات القابلة للإستدعاء :Callable bonds

وهي السندات التي يحق للشركة التي أصدرتها تسديدها قبل حلول موعد الإستحقاق وذلك في الوقت الذي تراه الشركة مناسباً ويجوز للشركة تسديد بعض أو كل السندات التي تحمل صفة الإستدعاء قبل موعد الإستحقاق.

وميزة هذا النوع من السندات بالنسبة للشركة المصدرة لها هي أنها تستطيع الحصول على تمويل أقل كلفة خاصة إذا إنخفضت أسعار الفوائد بشكل يقل عن الفوائد التي تحملها هذه السندات.

2-2- تقييم السندات :

يُقصد بتقييم السندات معرفة القيمة التقديرية للسند الممثل للقرض في تاريخ معين وبمعدل معين، ولما كان صاحب السند ذا حق في الحصول على مبلغ إجمالي بتاريخ إنتهاء السند، وكذلك الفوائد الدورية المتربّطة على السند، فإن القيمة السوقية للسند بتاريخ ما تتكون من العنصرين التاليين:

* القيمة الحالية للقيمة الإستهلاكية (الإسمية) لهذا السند أي: $P(1 + i')^{-n}$

حيث:

P : القيمة الإسمية للسند؛

i' : معدل الفائدة في السوق المالية، وتسمى معدل الاستثمار.

* القيمة الحالية للفوائد الدورية الباقيّة لهذا السند حتى تاريخ إستحقاقه محسوبة بمعدل الاستثمار أيضاً.

ويتبّع مما تقدّم أن القيمة التقديرية للسند بتاريخ معين أي القيمة السوقية تساوي مجموع القيمة الحالية للقيمة الإستهلاكية لهذا السند والقيمة الحالية للفوائد.

أي أن:

$$P_m = P(1 + i')^{-n} + P \times i \times \frac{1 - (1 + i')^{-n}}{i'}$$

حيث:

P_m : القيمة السوقية للسند؛

i' : معدل الفائدة على السند.

ويتم هنا استخدام كل من الجدول المالي رقم 2 لحساب المقدار $(1 + i')^{-n}$ والجدول المالي رقم 4 لحساب المقدار $\frac{1 - (1 + i')^{-n}}{i'}$.

وتتغير قيمة السند السوقية صعوداً وهبوطاً بحسب اختلاف معدل فائدة السند عن معدل الفائدة في السوق المالية، فتتقصى القيمة السوقية كلما كان معدل الاستثمار i' أكبر من معدل عائد السند. وبالعكس تزداد القيمة السوقية إذا كان معدل عائد السند (فائدته) أكبر من معدل الاستثمار في السوق المالية.

مثال 1-6

سند قيمته الإسمية 7200 وحدة نقدية يُستهلك بعد 5 سنوات بنفس القيمة ويعطي فائدة سنوية بمعدل 6%.

المطلوب:

ما هو الثمن الذي يتم دفعه لشراء السند في حالة:

- معدل الاستثمار في السوق المالية 8% سنوياً؛

- معدل الاستثمار في السوق المالية 4% سنوياً؛

- معدل الاستثمار في السوق المالية 6% سنوياً؛

الحل:

$P=7200$ وحدة نقدية

$i=6\%$

$n=5$ سنوات

- القيمة السوقية للسند في حالة $i' = 8\%$:

$$P_m = P(1 + i')^{-n} + P \times i \times \frac{1 - (1 + i')^{-n}}{i'}$$

$$P_m = 7200(1 + 0.08)^{-5} + 7200 \times 0.06 \times \frac{1 - (1 + 0.08)^{-5}}{0.08}$$

$$P_m = 7200(0.680583197) + 7200 \times 0.06 \times (3.992710037)$$

$P_m = 6625.05$ وحدة نقدية

2- القيمة السوقية للسند في حالة $i' = 4\%$:

$$P_m = P(1 + i')^{-n} + P \times i \times \frac{1 - (1 + i')^{-n}}{i'}$$

$$P_m = 7200(1 + 0.04)^{-5} + 7200 \times 0.06 \times \frac{1 - (1 + 0.04)^{-5}}{0.04}$$

$$P_m = 7200(0.821927107) + 7200 \times 0.06 \times (4.451822331)$$

P_m = 7841.06 وحدة نقدية

3- القيمة السوقية للسند في حالة $i' = 6\%$:

$$P_m = P(1 + i')^{-n} + P \times i \times \frac{1 - (1 + i')^{-n}}{i'}$$

$$P_m = 7200(1 + 0.06)^{-5} + 7200 \times 0.06 \times \frac{1 - (1 + 0.06)^{-5}}{0.06}$$

$$P_m = 7200(0.747258173) + 7200 \times 0.06 \times (4.212363786)$$

P_m = 7200 وحدة نقدية

من خلال المثال السابق يمكن ملاحظة ما يلي:

1- إذا كان معدل الاستثمار i' أكبر من معدل فائدة السند، يكون ثمن شراء السند (أي قيمته السوقية) أقل من القيمة الإسمية للسند. وذلك بهدف تعويض المستثمر (حامل السند) عن الخسارة الناشئة عن النقص في معدل عائد السند عن معدل الاستثمار.

2- إذا كان معدل الاستثمار i' أقل من معدل فائدة السند، يكون ثمن شراء السند (أي قيمته السوقية) أكبر من القيمة الإسمية للسند. وذلك لأن المستثمر (حامل السند) لديه الإستعداد في سداد الربح الناشئ عن زيادة معدل فائدة السند عن معدل الاستثمار.

3- إذا كان معدل الاستثمار i' يساوي معدل فائدة السند، يكون ثمن شراء السند (أي قيمته السوقية) مساوياً إلى القيمة الإسمية للسند. وبالتالي فليس هناك أية ضرورة للمستثمر لسداد أكثر من القيمة الإسمية كما وليس هناك تعويض يجب سداده للمستثمر لتخفيض الثمن.

حالات مختلفة لتقييم السندات:- السندات التي تدفع فوئدها أكثر من مرة في السنة:

ويمكن توضيح هذه الحالة من خلال المثال 6-2 أدناه. حيث أن معدل الاستثمار في السوق المالي الذي قيمته 6% يطبق كل ستة أشهر، أي مرتين في السنة وبالتالي 16 مرة في 8 سنوات أي: $8 \times 2 = 16$. كما أن دفع الفوائد على السند كل ستة أشهر بمعدل فائدة سنوي 8% فلا بد هنا من تجزئة هذا المعدل إلى جزئين، أي: $\frac{8\%}{2} = 4\%$.

مثال 2-6:

سند قيمته الإسمية 5000 وحدة نقدية يُستهلك بعد 8 سنوات بنفس القيمة وتدفع فوائده كل ستة أشهر بمعدل سنوي 8%. إذا كان معدل الاستثمار في السوق المالية 6% كل ستة أشهر.

المطلوب:

ما هو الثمن الذي يتم دفعه لشراء السند؟

الحل:

وحدة نقدية $P=5000$

$i=8\%$, $i'=6\%$

سنوات $n=8$

$$P_m = P(1 + i')^{-n} + P \times i \times \frac{1 - (1 + i')^{-n}}{i'}$$

$$P_m = 5000(1 + 0.06)^{-(8 \times 2)} + 5000 \times \frac{0.08}{2} \times \frac{1 - (1 + 0.06)^{-(8 \times 2)}}{0.06}$$

$$P_m = 5000(0.393646284) + 5000 \times 0.04 \times (10.10589527)$$

$$\mathbf{P_m = 3989.41 \text{ وحدة نقدية}}$$

- سداد السند بقيمة استهلاكية تختلف عن قيمته الإسمية:

تقوم بعض الشركات برد قيمة السند بعلاوة رد أو بحسم رد. ويتم إيجاد ثمن شراء السند بنفس القانون السابق، إلا أنه في هذه الحالة فإن القيمة الإسمية والقيمة الاستهلاكية يختلفان.

مثال 3-6:

سند قيمته الإسمية 6000 وحدة نقدية يُستهلك بعد 4 سنوات بقيمة قدرها 7100 وحدة نقدية. معدل الفائدة السنوي 3%， ومعدل الاستثمار في السوق المالي 5%.

المطلوب:

ما هو الثمن الذي يتم دفعه لشراء سند؟

الحل:

وحدة نقدية $P=6000$, $P'=7100$ ، وحدة نقدية

$i=3\%$, $i'=5\%$

سنوات $n=4$

$$P_m = P'(1 + i')^{-n} + P \times i \times \frac{1 - (1 + i')^{-n}}{i'}$$

$$P_m = 7100(1 + 0.05)^{-4} + 6000 \times 0.03 \times \frac{1 - (1 + 0.05)^{-4}}{0.05}$$

$$P_m = 7100(0.822702475) + 6000 \times 0.03 \times (3.545950504)$$

$$\mathbf{P_m = 6479.46 \text{ وحدة نقدية}}$$

- السندات الدائمة:

هناك نوع من السندات ليس لها تاريخ إستحقاق وتصدرها عادة الحكومات لتمويل مشروعاتها، ويستطيع حامل السند إسترداد القيمة ببيع السند في السوق المالية، لذا يمكن حساب ثمن الشراء (القيمة الشرائية) لهذه السندات بإستخدام علاقة القيمة الحالية للدفعات الدائمة.

أي أن ثمن شراء السند هو:

$$P_m = \frac{P \times i}{i'}$$

حيث يمثل المقدار $P \times i$ قيمة الفائدة الدورية الواحدة.

مثال 6-4:

سند دائم قيمته الإسمية 8000 وحدة نقدية، معدل فائدته السنوية 3.5%. إذا كان سعر الفائدة في السوق المالي 4%.

المطلوب:

ما هو الثمن الذي يتم دفعه لشراء السند؟

الحل:

$P=8000$ وحدة نقدية

$i=3.5\%$

$i'=4\%$

$$P_m = \frac{P \times i}{i'} = \frac{8000 \times 0.035}{0.04} = \frac{280}{0.04} = 7000$$

وحدة نقدية **7000**

3- الأسهم وتقييمها:**3-1-تعريف وأنواع الأسهم:**

يمكن تعريف الأسهم من خلال النوعين الذين ينطوي عليهما:

3-1-1- الأسهم العادية:

وهي الأكثر شيوعاً وتمثل حصة من رأس المال وتعطي صاحبها جملة من الحقوق. وتقوم الشركات المساهمة عادة بإصدار هذه الأسهم التي يكون لها نفس القيمة الإسمية ولها نفس الحقوق والواجبات. ومن بين مزايا هذه الأسهم أن الشركة المصدرة لهذه الأسهم لا تلتزم بدفع أرباح لحملة الأسهم إلا إذا تحققت وأخذ قرار بتوزيعها كلها أو بعضها، ولذلك فإنها لا تمثل عبئاً على الشركة. كما أن الأسهم العادية وسيلة تمويل طويلة الأجل والشركة غير ملزمة برد قيمتها في موعد محدد لأصحابها.

3-1-2- الأسهم الممتازة:

يحمل السهم الممتاز بعض صفات السهم العادي وبعض صفات السند. فالسهم الممتاز له نصيب محدد من الأرباح بحد أعلى أو أدنى وهو بذلك يشبه السند. وهو يمثل جزء من الملكية يحق لحامله المشاركة في الأرباح المتحققة وبذلك فهو يشبه السهم العادي. فالسهم الممتاز يمثل وثيقة تحمل قيمة إسمية تصدرها المنشأة ويحق لحامله بما يعادل قيمة أسهمه ملكية جزء من المشروع. وتمتاز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بعدة مزايا: ففي حالة تصفية المشروع لسبب ما، فأولوية السداد تُعطى لحملة الأسهم الممتازة. كما أن حامل الأسهم الممتازة يحق له أن يحصل على قدر من الأرباح قبل الأسهم العادية إذا تحقق فعلاً ربحاً يسمح بذلك. أيضاً فالأسهم الممتازة تعطي ميزة للشركة المصدرة لها وتمثل بأن حملة هذه الأسهم لا يحق لهم الإشتراك بالإدارة وهذا مما يضمنبقاء السيطرة وإدارة الشركة بيد حملة الأسهم العادية.

3-2- تقييم الأسهم:**3-2-1- تقييم الأسهم الممتازة:**

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

$$S_m = \frac{D}{i'}$$

و

$$D = S \times i$$

حيث:

S_m : قيمة السهم الممتاز؛

D : تمثل التوزيعات النقدية المتآتية من السهم الممتاز؛

i' : تمثل معدل العائد المطلوب على الإستثمار. وهو معدل العائد الذي يطلبه حاملي السهم والذي يعتمد على مدى المخاطرة بأن تتعرض الشركة للإفلاس، أي أنه يأخذ بعين الاعتبار خطورة الإستثمار في الشركة؛

S : تمثل القيمة الإسمية للسهم الممتاز؛

i : معدل الفائدة على السهم الممتاز.

مثال 6-5:

أصدرت إحدى الشركات أسمهاً ممتازة بقيمة إسمية قدرها 200 وحدة نقدية على أساس معدل 6%. بفرض أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار هو 9%.

المطلوب:

أحسب قيمة السهم الممتاز؟

الحل:

وحدة نقدية $S=200$

$i=6\%$

$i'=9\%$

نصيب السهم الممتاز من التوزيعات:

$$D = S \times i = 200 \times 0.06 = 12 \text{ وحدة نقدية}$$

$$S_m = \frac{D}{i'} = \frac{12}{0.09} = 133.33 \text{ وحدة نقدية}$$

3-2-2- تقييم الأسهم العادية:

تعتبر عملية تقييم الأسهم العادية أكثر تعقيداً من تقييم الأسهم الممتازة وذلك يُعزى إلى إمكانية تذبذب أسعار الأسهم العادية صعوداً وهبوطاً أكبر منها في أسعار الأسهم الممتازة.

وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على عملية تقييم الأسهم العادية من أهمها:

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

- التوزيعات النقدية على المساهمين: تحقيق الشركة لأية أرباح لا يعني بالضرورة إجراء عملية توزيع كل هذه الأرباح أو جزء منها على المساهمين، فكل شركة سياسة معينة خاصة بها بالنسبة لعملية التوزيعات التي تقررها للمساهمين.

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

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

وهنالك العديد من طرق التقييم المتتبعة لنقديه القيمة الحقيقية للسهم العادي من أهمها:

1-2-2-3 - نموذج التوزيعات :Dividends Model

يقوم هذا النموذج على أساس أن القيمة الحقيقة للسهم تعكس المكافآت التي يحصل عليها المستثمر سواء كانت في صورة توزيعات نقديه أو أرباح رأسمالية يستلمها عند بيعه للسهم.

إذا إفترضنا أن السهم سوف يُباع بعد n سنة، فإن القيمة الحقيقة للسهم يمكن الحصول عليها كما يلي:

$$Z_r = \frac{D_1}{(1+i')^1} + \frac{D_2}{(1+i')^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+i')^n} + \frac{B}{(1+i')^n}$$

حيث:

Z_r : القيمة الحقيقة للسهم؛

D_1, D_2, \dots, D_n : التوزيعات المتوقعة في السنة الأولى، السنة الثانية،...، السنة n ؛

B : سعر بيع السهم بعد n سنة؛

i' : معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

مثال 6-6:

إذا توقع أحد المستثمرين أنه يمكن شراء سهم إحدى الشركات بمبلغ 300 وحدة نقديه، وأنه سيتمكن من بيعه بعد أربعة سنوات بمبلغ 360 وحدة نقديه، وأنه سوف يستلم توزيعات نقديه قيمتها 7 وحدات نقديه للسهم كل سنة من السنوات الأربع. إذا علمت أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار هو 5%.

المطلوب:

ما هي القيمة الحقيقة للسهم؟

الحل:

$D=7$ وحدة نقديه

$B=360$ وحدة نقديه

$i'=5\%$

$n=4$ سنوات

$$Z_r = \frac{D_1}{(1+i')^1} + \frac{D_2}{(1+i')^2} + \frac{D_3}{(1+i')^3} + \frac{D_4}{(1+i')^4} + \frac{B}{(1+i')^4}$$

$$Z_r = \frac{7}{(1.05)^1} + \frac{7}{(1.05)^2} + \frac{7}{(1.05)^3} + \frac{7}{(1.05)^4} + \frac{360}{(1.05)^4}$$

$$Z_r = \frac{7}{1.05} + \frac{7}{1.1025} + \frac{7}{1.157625} + \frac{7}{1.21550625} + \frac{360}{1.21550625}$$

$$Z_r = 321$$

حالات معدل نمو التوزيعات النقدية:

هناك ثلاثة حالات لمعدل نمو التوزيعات النقدية هي:

- معدل نمو ثابت:

تأمل الشركات أن تقوم بإجراء توزيعات نقدية في كل سنة أكثر من السنة التي قبلها، وبالتالي تأمل هذه الشركات أن يكون هنالك نموا ثابتاً في معدل التوزيعات. فإذا إفترضنا أن إحدى الشركات وزعت في السنة الأولى وحدة نقدية واحدة على مساهميها وأن معدل نمو هذه التوزيعات هو 5% في كل سنة من السنوات اللاحقة. فبفرض أن عدد السنوات اللاحقة هو سنتين، فهذا يعني أن:

$$\text{التوزيعات في السنة الثانية} = 1 \times 1.05 = 1.05 \text{ وحدة نقدية}$$

$$\text{التوزيعات في السنة الثالثة} = 1.05 \times 1.05 = 1.1025 \text{ وحدة نقدية}$$

وإذا أردنا حساب القيمة الحقيقة للسهم في حالة معدل نمو ثابت فإننا نستخدم المعادلة التالية:

$$Z_{r_1} = \frac{D}{i' - j}, Z_{r_2} = \frac{D_1}{i' - j} = \frac{D \times j}{i' - j}, \dots, Z_{r_n} = \frac{D_n}{i' - j} = \frac{D_{n-1} \times j}{i' - j}$$

حيث:

D : تمثل التوزيعات النقدية للسنة الحالية (السنة الأولى)؛ D_2 : تمثل التوزيعات النقدية للسنة الثانية؛

D_n : تمثل التوزيعات النقدية للسنة n ؛

j : معدل نمو التوزيعات النقدية .

مثال 6-7:

أجرت إحدى شركات المساهمة توزيعات في السنة الحالية قيمتها 10 وحدات نقدية للسهم الواحد. إذا علمت أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار هو 7%， وأن نمو التوزيعات كان ثابتاً وبمعدل 3%.

المطلوب:

ما هي القيمة الحقيقة للسهم في السنة الحالية والسنة القادمة؟

الحل:

$D=10$ وحدات نقدية

$i'=7\%$

$j=3\%$

$$Z_{r_1} = \frac{D}{i' - j} = \frac{10}{0.07 - 0.03} = \frac{10}{0.04} = 250 \text{ وحدة نقدية}$$

$$Z_{r_2} = \frac{D_1}{i' - j} = \frac{D \times 1.03}{0.07 - 0.03} = \frac{10 \times 1.03}{0.04} = \frac{10.3}{0.04} = 257.5 \text{ وحدة نقدية}$$

وإذا قمنا بحساب معدل الزيادة في القيمة الحقيقة للسهم في السنة القادمة عن السنة الحالية نجد أنها تساوي:

$$\frac{257.5 - 250}{250} \times 100 = 3\%$$

وهو نفس معدل نمو التوزيعات.

ويلاحظ في نموذج معدل النمو الثابت أن توزيعات السهم وسعر السهم ينماون بنفس المعدل بمرور الوقت.

- عدم وجود نمو في التوزيعات:

في حالة ثبات التوزيعات النقدية على المساهمين فإنه يمكن استخدام نفس المعادلة المستخدمة في حالة ثبات معدل نمو التوزيعات النقدية مع حذف معدل النمو j من المعادلة. ومنه:

$$Z_r = \frac{D}{i'}$$

وبهذا فإن القيمة الحقيقة للسهم لا تتغير مع مرور السنوات.

مثال 8-6:

قامت إحدى الشركات بإجراء توزيعات نقدية في السنة الحالية قيمتها 5 وحدات نقدية للسهم الواحد. إذا علمت أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار هو 8%.

المطلوب:

ما هي القيمة الحقيقة للسهم؟

الحل:

وحدات نقدية 5

$i' = 8\%$

$$Z_r = \frac{D}{i'} = \frac{5}{0.08} = 62.5 \text{ وحدة نقدية}$$

- معدل النمو غير ثابت:

هناك الكثير من الشركات التي لا تقوم بإجراء توزيعات نقدية في السنوات الأولى من عمرها لأنها تفضل إستثمار الأرباح المحتجزة لديها، ولكنها قد تقوم بعد ذلك بإجراء توزيعات بمعدلات تختلف من سنة لأخرى.

وفي حالة عدم ثبات معدل نمو التوزيعات يتم الحصول على القيمة الحقيقة للسهم كما يلي:

$$Z_r = \frac{D(1 + j_1)}{1 + i'} + \frac{D_1(1 + j_2)}{(1 + i')^2} + \dots + \left(\frac{D_n(1 + j_{n+1})}{i' - j_{n+1}} \right) \left(\frac{1}{(1 + i')^n} \right)$$

حيث تمثل D_n قيمة التوزيعات النقدية في السنة الأخيرة.

مثال 6-9:

بلغت التوزيعات النقدية في السنة الماضية 5 وحدات نقدية لكل سهم من الأسهم العادية، وكانت توقعات المستثمر المعنى نمو معدل تلك التوزيعات بمعدل 10% في السنة التالية (الأولى)، 6% في السنة الثانية، 4% في السنة الثالثة، 3% في السنوات التالية. معدل العائد المطلوب على الاستثمار 7.5%.

المطلوب:

ما هي القيمة الحقيقة للسهم؟

الحل:

$$Z_r = \frac{D(1 + j_1)}{1 + i'} + \frac{D_1(1 + j_2)}{(1 + i')^2} + \frac{D_2(1 + j_3)}{(1 + i')^3} + \left(\frac{D_n(1 + j_{n+1})}{i' - j_{n+1}} \right) \left(\frac{1}{(1 + i')^n} \right)$$

$$Z_r = \frac{5(1.1)}{1.075} + \frac{5.5(1.06)}{(1.075)^2} + \frac{5.83(1.04)}{(1.075)^3} + \left(\frac{6.0632(1.03)}{0.075 - 0.03} \right) \left(\frac{1}{(1.075)^3} \right)$$

$$Z_r = 5.11627907 + 5.04488913 + 4.88063693 + (138.779911)(0.80496057)$$

$$\text{وحدة نقدية } Z_r = 126.75$$

2-2-2-3 طريقة مضاعف الأرباح:**1-1 مفهوم مضاعف الأرباح:**

تعتبر طريقة مضاعف الأرباح من أكثر الطرق إستخداماً في عملية تقدير القيمة الحقيقة للأسم. ويعكس مضاعف الأرباح معدل سعر السهم بالنسبة إلى الأرباح السنوية للشركة وبالتالي فإن:

$$M_\pi = \frac{Z_m}{Z_\pi}$$

حيث:

M_π : مضاعف الأرباح؛

Z_m : القيمة السوقية للسهم؛

Z_π : نصيب السهم من الأرباح السنوية.

وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان السهم أكثر جاذبية للاستثمار. حيث أن المضاعف هنا يُمثل عدد السنوات التي يضطر المستثمر أن ينتظرها حتى يمكن من إسترجاع رأس ماله. وفي الأسواق المالية عادة فإن مضاعف الأرباح الذي يتراوح بين 12-16 مرة يكون مقبولاً، وكلما كان أقل من 12 كلما كان أكثر جاذبية للاستثمار.

مثال 6-10:

تحقق إحدى الشركات ربح صافي (بعد إقطاع الضريبة) مبلغ قيمته 200000 وحدة نقدية، وكان عدد أسهم تلك الشركة 600000 سهم بقيمة إسمية لكل سهم وحدة نقدية واحدة. القيمة السوقية للسهم 3 وحدات نقدية.

المطلوب:

استخرج مضاعف الأرباح؟

الحل:

$$M_{\pi} = \frac{Z_m}{Z_{\pi}} = \frac{\frac{3}{200000}}{\frac{1}{600000}} = \frac{3}{\frac{1}{3}} = 9$$

هذا وتختلف قيمة مضاعف من يوم لآخر أو من فترة لأخرى تبعاً للتغير الذي يجري في سعر إغفال السهم حيث نأخذ بالحساب فقط سعر إغفال السهم في نفس اليوم الذي جرت فيه عملية التقييم. وقد يجري مقارنة قيمة مضاعف الأرباح لأي شركة من الشركات مع مضاعف الأرباح للشركات المنافسة أو مضاعف نموذجي للأرباح كما أنه قد تجري عملية المقارنة هذه بين قيمة مضاعف الأرباح لسنة الحالية مع قيمة مضاعف الأرباح للسنوات الماضية في نفس الشركة. ويمكن الحصول على القيمة الحقيقة للسهم من خلال المعادلة التالي:

$$Z_r = M_{\pi} \times Z_{\pi}$$

حيث:

Z_r : القيمة الحقيقة للسهم؛

M_{π} : مضاعف الأرباح؛

Z_{π} : نصيب السهم من أرباح السنة القادمة؛

مثال 6-11:

إذا علمت أن السعر الحالي لسهم شركة مدرجة في السوق المالي هو 16 وحدة نقدية، وأن مضاعف الأرباح للسهم نفسه هو 5 مرات، وأن أرباح السهم في السنة الماضية كانت 4 وحدات نقدية وأن معدل نمو أرباح الشركة هو 8%.

المطلوب:

أحسب القيمة الحقيقة للسهم؟

الحل:

نصيب السهم من أرباح السنة الحالية = $(0.08 + 1)4 = 4.32$ وحدة نقدية

$$Z_r = M_{\pi} \times Z_{\pi} = 5 \times 4.32 = 21.6$$

الخاتمة

توقف قدرة المستثمرون في الأوراق المالية على اتخاذ القرارات المناسبة بخصوص شراء أو بيع هذه الأوراق أو الاحتفاظ بها حسب كل حالة ضمن السياسة والإستراتيجية المتبعة في تسيير محافظهم على النتائج الجيدة المستخلصة من عمليات التحليل المتمثلة في عمليتي التحليل الأساسي و الفني. ويدرج ضمن التحليل الأساسي نوع آخر من التحليل يتمثل في التحليل المالي وهو تحليل ضروري لتقدير الأوراق المالية وخاصة الأسهم، وبهتم التحليل المالي بأوضاع الشركة من الداخل بربط أسعار الأسهم بالربح الصافي للسهم مما يسمح بإجراء تقدير نظري للشركة. ثم ينتقل إلى مقارنتها مع باقي شركات القطاع المعنى بإجراء المقارنة بين العديد من الأسهم.

أما التحليل الفني (التقني) فيهدف إلى إعطاء توقعات لاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة المنحنيات التي تمثل تطور أسعار الأسهم. وعلى العكس من التحليل الأساسي الذي يهتم بأسباب التغيرات المحتملة في السوق، يبحث التحليل الفني في تكيفها إلى منحنيات بيانية أو مؤشرات إحصائية بهدف متابعة مختلف حالات التوقع، والتي تعتمد على معطيات السوق بشكل أساسي (أسعار الأسهم، حجم التداول...). فيتم التركيز على دراسة تغيرات الأسعار في الماضي ومحاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم مما يساعد على التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل. وكمقارنة بسيطة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني فإن التحليل الأول يسمح بالإجابة عن السؤال التالي: هل يتم البيع أو الشراء؟، أما التحليل الفني فيتوقع الإجابة عن السؤال: متى يتم البيع أو الشراء؟.

ويعتمد التحليل الفني أساساً على نفسية المتعاملين في السوق كونهم يتخذون القرارات على أساس غير أكيدة، وهو ما يؤدي إلى ظاهرة التسرع. فالمعامل الاقتصادي لا يتصرف فقط وفق عوامل موضوعية (التي ترتكز على التحليل الأساسي مثلاً) ولكن على أساس ما يفكر فيه المتعاملون الآخرون. وينصح المستثمر المالي بأن يأخذ بنتائج التحليلين الأساسي والفنى في اتخاذ قراراته الاستثمارية، فالمعروف أن التحليل الفني يختصر عامل الزمن من خلال ما توفره البورصات من منحنيات وأشكال بيانية بسرعة فائقة، لكن هذا لا يعني دوماً صحة ما يتم التوصل إليه من خلال التحليل الفني فربط نتائج هذا التحليل بما هو متوفـر من بيانات ومعلومات حول التحليل الأساسي يقلـص من الأخطاء المحتملة بشكل كبير.

قائمة المراجع

- الكتب:

- ♦ احمد محي الدين احمد ،"أسواق الأوراق المالية أثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي" ،سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية ،طبعة الأولى،1995.
- ♦ الكسندر ديفيدسون ،"المضاربة في البورصة "How to win as a stock market speculator الناشر الأجنبي كوجن بيدج، إعداد قسم الترجمة بدار الفاروق،طبعة الثانية ،مصر.
- ♦ الياس بن ساسي ،يوسف قريشي ،"التسيير المالي" ،دار وائل للنشر ،طبعة الأولى ،2006. ♦ أمين السيد احمد لطفي ،"تحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة " الدار الجامعية ،2006 .
- ♦ إيهاب الدسوقي ،"اقتصاديات كفاءة البورصة" ،دار النهضة العربية ،طبعة الأولى ،القاهرة،2000.
- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مطبعة دار هومة، الجزائر الطبعة الأولى، 2002.
- ♦ حسين عصام،"الأسواق المالية" ، دار أسامة للنشر وتوزيع، الطبعة الأولى،الأردن.
- عمان، 2008 ".
- ♦ حمزة محمود الزبيدي،"الاستثمار في الأوراق المالية" ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع،الأردن 2001 .
- ♦ رسمية قرياقص،"أسواق المال" ، الدار الجامعية الإسكندرية،1999 .
- ♦ زينب حسين عوض الله،"العلاقات الاقتصادية الدولية" ،مطبع الأمل بيروت.
- ♦ زياد رمضان ،"مبادئ الاستثمار المالي وال حقيقي" ، دار وائل للنشر،ط1 ،عمان،الأردن،دار وائل للنشر 1998 .
- ♦ سمير محمد عبد العزيز،"اقتصاديات،الاستثمار،تمويل،تحليل المالي" ،مدخل في تحليل واتخاذ قرارات مركز الإسكندرية للكتاب،2006.
- ♦ شمعون شمعون،"بورصة البورصة الجزائر" ، دار هومه، الطبعة الثانية، الجزائر، 1999. ♦ صلاح الدين حسن السبيسي،"بورصة الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقتراحات النجاح)" ، عالم الكتاب، الطبعة الأولى ، مصر.
- ♦ صلاح الدين جودة،"بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا" ، مطبعة الإشعاع الفنية، مصر ، الطبعة الأولى،2000 .
- ♦ ضياء مجید،"بورصات أسواق المال وأدواته" ،مؤسسة شباب الجامعة للنشر ، 2008 .

- ♦ طارق عبد العال حماد ،"دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية "، الدار الجامعية ،2000.
- ♦ عاطف وليد أندراؤس,"التمويل والإدارة المالية للمؤسسات" دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية، ٢٠٠٧.
- ♦ عطوان مروان، "الأسواق النقدية و المالية(بورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)" ، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية بن عكّون، الجزائر، 2003.
- ♦ عبد الغفار حنفي،"استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" ،الدار الجامعية ،جامعة الإسكندرية، 2007.
- ♦ عبد الغفار حنفي "إدارة البنوك" ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 1997 .
- ♦ عبد الغفار حنفي،رسمية قرياقص،"أسواق المال (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)" ، الدار الجامعية ، مصر ، 2000.
- ♦ عبد الوهاب يوسف احمد،"التمويل وإدارة المؤسسات المالية" ،دار الحامد للنشر والتوزيع،الطبعة الأولى عمان،الأردن،2008.
- ♦ فليح حسن خلف،"الأسواق المالية النقدية" ، جدارا للكتاب العالمي ، عمان الأردن ، 2006.
- ♦ محسن احمد الخضيري،"كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة" ،القاهرة ،ايتراك للنشر وتوزيع،1999.
- ♦ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان،"أحكام التعامل في الأسواق المعاصرة" ،الجزء الأول ، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع،الطبعة الأولى،2005.
- ♦ محمد صالح الحناوي،"تحليل وتقدير الأسهم والسنادات،مدخل الهندسة المالية" ،الدار الجامعية الإسكندرية 1998.
- ♦ محمد صالح الحناوي،"أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" ،الطبعة الأولى ،الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية،1997.
- ♦ محمد علي العامري،"الإدارة المالية" ،دار المناهج للنشر والتوزيع،الطبعة الأولى ،عمان ،الأردن 2007.
- ♦ محمد محمود عبد ربه،"مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الوراق المالية" ، الدار الجامعية ، مصر ، 2000.
- ♦ محمد مصطفى محمد عبده " تقييم الشركات والأوراق " الدار الجامعية للنشر ، كلية التجارة جامعة عين شمس.
- ♦ محمد مطر ،" إدارة الاستثمارات" ،دار وائل للنشر ، الطبعة الخامسة،جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا،عمان ،الأردن،2009.
- ♦ محمود أمين زويل،"بورصة الأوراق المالية ،موقعه امن الأسواق،أحوالها ومستقبلها" ، تقديم يونس

البطريق،2000

♦ مصطفى كمال طه،شريف مصطفى كمال طه،"بورصة الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي،طبعة الأولى،2009.

♦ معروف هوشيار،"الاستثمارات والأسواق المالية"،دار صفاء للنشر والتوزيع،عمان،2009.

♦ منير إبراهيم الهندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" ،منشأة المعارف،الإسكندرية،2003.

♦ منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال". منشأة المعارف. 1999 .

♦ ناجي جمال، "إدارة محفظة الأوراق المالية" ،المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت الطبعة أولى، 1998.

♦ وسام ملاك،"البورصات والأسواق المالية العالمية" ،الجزء الأول،دار المنهل اللبناني،مكتبة راس النبع،طبعة الأولى،2003.

المراجع باللغة الأجنبية:

♦ A.Choinal & G.Rouyer," Les marchés financiers: structure et acteurs" Panque édition, paris, 7^{eme}edition, 1999.

♦ Hubert De La Bruslerie,"Analyse Financière et Risque de Crédit." Paris Dunod 1999.

♦ Mansour Mansouri," La bourse des valeurs mobilières d'Alger" ,Edition distribution Houma, Alger,2002.

♦ Simon,"Encyclopédie des marchés financiers",Tome:1,économica, Paris 1997

♦ O. Picon," La bourse: comment gérer votre port feuille", Delemas, paris, 1991

♦ Joanna Place, "Basic Bond Analysis", Handbooks in Central Banking, N° 20 London: Bank of England, Centre for Central Banking Studies ,December 2000.

مصادر الانترنت:

- ♦ إدارة التمويل ،site.iugaza.edu.ps/krehan/files/2010/02/finincial_mang.doc.
- ♦ التحليل الأساسي [http:// www.arabapi.org/course9/pdf/](http://www.arabapi.org/course9/pdf/)
- ♦ تحليل القوائم المالية [http:// www.yamany.info/images/Art7.pdf/](http://www.yamany.info/images/Art7.pdf)
- ♦ تقييم الأسهم والسنادات http://www.arab-api.org/course1/c1_2_2.htm
- ♦ حسام الدين محمد ،"ألف باء البورصة"،الشبكة الذكية، مصدر البحث إسلام اون لاين .نت
* سامي حطاب،"بناء المحفظة الاستثمارية المثلث"
- ♦ http://www.alaswaq.net/save_print.php?save=1&cont_id=8227#
- ♦ سمير العبيدان،"ألف باء الأوراق المالية،جمع وترتيب"،المصدر دريال،
www.pdffactory.com
- ♦ شرح كامل عن التحليل الفني ، aoe.forex.googlepages.com/122.doc
- ♦ عادل عبد العظيم،"المؤشرات المالية"،المعهد العربي للخطيط،
<http://www.arab-api.org/course22/pdf/c22-2-1.pdf>
- ♦ شرح المؤشرات الفنية- الجزء الأول، بوابة المساهم www.sal1.com
- ♦ نماذج الشارتات أو الشارت باترن،
www.forex4arabs2.com/books/patterns.doc

**الملحق :
الجداول المالية**

العنوان المقدمة	1	1.25	1.5	1.75	2	2.25	2.5	2.75	3	3.25	3.5	3.75	4	4.25	4.5	4.75
1	1.01	1.0125	1.015	1.0175	1.02	1.0225	1.025	1.0275	1.03	1.0325	1.035	1.0375	1.04	1.0425	1.045	1.0475
2	1.0201	1.02515625	1.030225	1.03530625	1.0404	1.04550625	1.050625	1.05575625	1.0609	1.06605625	1.071225	1.07640625	1.0816	1.08680625	1.092035	1.0975625
3	1.030301	1.03797073	1.045678375	1.053424109	1.061208	1.069030141	1.076890625	1.084789547	1.092727	1.100703078	1.108717875	1.116771484	1.124864	1.132995516	1.14166125	1.149375922
4	1.04060401	1.050945337	1.061363551	1.071859031	1.08243216	1.093083319	1.103812891	1.114621259	1.125505881	1.136475928	1.147523001	1.158650415	1.16985856	1.181147825	1.192518601	1.203971278
5	1.05101005	1.064082154	1.077284004	1.090616564	1.104080803	1.117677693	1.131408213	1.145273344	1.159274074	1.173411396	1.18766306	1.202098806	1.21652902	1.231346608	1.246181938	1.261159914
6	1.061520151	1.077583181	1.093443264	1.109702554	1.126163419	1.142825442	1.159693418	1.176768361	1.194052297	1.211547266	1.229255326	1.247178548	1.265319018	1.283678838	1.302260125	1.32106501
7	1.072135352	1.09085047	1.109844913	1.129122145	1.148685668	1.168539014	1.188685754	1.209129191	1.2298713865	1.250922552	1.272279263	1.293947744	1.315931779	1.338235189	1.35086183	1.383815598
8	1.082856706	1.104486101	1.126492587	1.148881783	1.171659381	1.194831142	1.218402898	1.242380552	1.266770081	1.291577535	1.316809037	1.342470784	1.36865605	1.39510185	1.422100613	1.449546839
9	1.093682273	1.118292177	1.143389795	1.16887214	1.195092569	1.221714843	1.24886297	1.276546017	1.304773184	1.333553805	1.362897333	1.392813439	1.423311812	1.454402367	1.484003113	1.516214468
10	1.104622125	1.13227083	1.160540825	1.18944449	1.249203426	1.280084544	1.311651033	1.343916379	1.376894304	1.410598761	1.445043943	1.480244285	1.516283046	1.622853046	1.666074234	1.7050524328
11	1.115668347	1.146424215	1.177948937	1.210259769	1.243374308	1.277310504	1.312086658	1.347721436	1.384233871	1.421643369	1.459969717	1.49933309	1.539454056	1.586553583	1.622853046	1.666074234
12	1.12682503	1.160754518	1.195618171	1.231439315	1.268241795	1.30604999	1.344888824	1.384783775	1.425760887	1.467846778	1.511086857	1.555454331	1.601132219	1.64783136	1.695881433	1.74521276
13	1.13809328	1.175263949	1.213552444	1.252989503	1.2936663	1.335436115	1.378511045	1.422865329	1.468533713	1.51551799	1.56395606	1.613783869	1.6657073507	1.717864193	1.772196097	1.828110366
14	1.149474213	1.189554749	1.231755731	1.274916819	1.319478763	1.365683427	1.421973821	1.46194126	1.512559725	1.564807232	1.618954522	1.674330764	1.731676448	1.790873421	1.85194922	1.91495609
15	1.160968955	1.204829183	1.250232067	1.297227864	1.345868338	1.396206804	1.448288166	1.502198964	1.557967417	1.61566467	1.675348831	1.730780743	1.800943506	1.866985542	1.935282443	2.005905525
16	1.177578645	1.219889548	1.2668985548	1.319929351	1.372785705	1.427621457	1.484505621	1.543509336	1.604766439	1.66817253	1.73398604	1.802271807	1.872981246	1.94633427	2.022370153	2.101186037
17	1.184304431	1.235138167	1.288020331	1.343028115	1.400241410	1.459742949	1.521618261	1.585955045	1.652847632	1.722388137	1.794675551	1.869811349	1.947900496	2.020505155	2.11337681	2.200992374
18	1.196147476	1.250577934	1.307340636	1.366531107	1.428246248	1.492587156	1.559658718	1.625969734	1.702433061	1.773365751	1.857489196	1.939929275	2.025816515	2.115286246	2.208478766	2.305539512
19	1.20810895	1.266209612	1.326950745	1.390445401	1.458811173	1.526170367	1.586850186	1.674382001	1.753506053	1.836162638	1.922501317	2.012676623	2.106849176	2.205185912	2.307860311	2.415052639
20	1.22019004	1.282037232	1.346855007	1.447781196	1.560509201	1.63861644	1.720428431	1.806111235	1.895837924	1.989788863	2.088151996	2.191123143	2.298906313	2.411714025	2.529767639	

النطاق	5	5.25	5.5	5.75	6	6.25	6.5	6.75	7	7.25	7.5	7.75	8	8.25	8.5	8.75
1	1.05	1.0525	1.055	1.0575	1.06	1.0625	1.065	1.0675	1.07	1.0725	1.075	1.0775	1.08	1.0825	1.085	1.0875
2	1.1025	1.1075625	1.113025	1.11830625	1.1236	1.12890625	1.134225	1.1395625	1.1449	1.15025625	1.155625	1.1610625	1.1664	1.17180625	1.177225	1.18265625
3	1.157625	1.165913453	1.174241375	1.182608859	1.191016	1.199462891	1.207949625	1.216467297	1.225043	1.233649828	1.24226875	1.250984234	1.259712	1.268480266	1.277289125	1.285138672
4	1.21550625	1.2277123909	1.238824651	1.250508859	1.26247696	1.274429321	1.286465351	1.298588447	1.31079501	1.323089441	1.335469141	1.347935513	1.360488996	1.373129888	1.385858701	1.398675806
5	1.276281563	1.291547935	1.306960006	1.322518879	1.338225578	1.354081154	1.370086663	1.386243167	1.402551731	1.419013425	1.435629326	1.452400515	1.469328077	1.484814103	1.50265669	1.521059939
6	1.340095641	1.359535418	1.378842807	1.398563714	1.418519112	1.438711226	1.459412297	1.479814581	1.500730352	1.521891898	1.543301526	1.564961555	1.586874323	1.609042184	1.631467509	1.6515152683
7	1.407100423	1.430720275	1.454679161	1.478981128	1.503630259	1.528630678	1.553986546	1.579702065	1.605731476	1.632229061	1.659504914	1.686246075	1.713824269	1.741788164	1.778891043	
8	1.477455444	1.505833089	1.534686515	1.564022543	1.593848075	1.624170095	1.654995671	1.686331954	1.718181618	1.750566668	1.783477826	1.816930146	1.858548568	1.920604338	1.956294009	
9	1.551328216	1.584889326	1.619094273	1.653935339	1.689478959	1.725680726	1.762570393	1.800159361	1.838459212	1.877481679	1.917238662	1.957742232	1.99904627	2.041038257	2.083855707	2.127469735
10	1.628894627	1.668096016	1.708144458	1.749056185	1.790847697	1.833557717	1.877137465	1.921670118	1.967151357	2.013599101	2.061031562	2.109467255	2.158924997	2.209423914	2.260983442	2.313623337
11	1.710339358	1.755671057	1.802092404	1.849626915	1.898298553	1.948313757	1.999151401	2.051382451	2.104851952	2.15958035	2.215608929	2.277950968	2.3313538997	2.391701386	2.453167034	2.516065339
12	1.79585326	1.847434378	1.901207486	1.955880463	2.012196472	2.06988992	2.129096242	2.18985194	2.2252191589	2.310159591	2.381779599	2.449104668	2.518170117	2.589016751	2.661886232	2.7362211
13	1.885649142	1.944855586	2.005773897	2.068449339	2.13292826	2.199258116	2.267487497	2.337666449	2.409845	2.484076184	2.560413069	2.638910279	2.719632726	2.802610633	2.887929562	2.975640446
14	1.97931599	2.046960504	2.116094162	2.187385177	2.260903956	2.336711749	2.414874185	2.495458514	2.57953415	2.664171708	2.752444049	2.843425826	2.937193624	3.03382601	3.133403575	3.236008985
15	2.078928179	2.154425931	2.232476492	2.313159824	2.396558193	2.482756233	2.571841007	2.663902071	2.759031541	2.857324157	2.958877353	3.063791327	3.172169114	3.284116656	3.399742879	3.551957971
16	2.182874588	2.267533262	2.355262699	2.446166514	2.540351685	2.637928497	2.739010672	2.843715461	2.952163749	3.0644810158	3.180793154	3.301235155	3.425942643	3.55505628	3.688721024	3.827086251
17	2.292018318	2.38657879	2.484802148	2.586821089	2.692772785	2.802799028	2.917046366	3.035666254	3.158815211	3.28655969	3.419352641	3.55708088	3.70018055	3.848348423	4.002262311	4.161956298
18	2.406169234	2.511874176	2.621466266	2.735563301	2.853493153	2.977937668	3.106654379	3.240573226	3.379932276	3.524937455	3.675804089	3.99619499	4.165837168	4.342454607	4.556127474	
19	2.52950195	2.64374571	2.765646911	2.892858519	3.025599502	3.164097341	3.308586914	3.459312453	3.616527535	3.78049542	3.951489396	4.129793133	4.315701059	4.509518734	4.71163249	4.922163628
20	2.653297705	2.782544														

الموسم العدد	1	1.25	1.5	1.75	2	2.25	2.5	2.75	3	3.25	3.5	3.75	4	4.25	4.5	4.75
1	0.99009901	0.987654321	0.985221675	0.982803983	0.980392157	0.97799511	0.975609756	0.97323601	0.970793786	0.968523002	0.966183575	0.963855422	0.96138462	0.9595322614	0.956337799	0.944653938
2	0.980296049	0.97561058	0.970661749	0.965897772	0.961168781	0.956474435	0.951814396	0.947188331	0.942559909	0.938036806	0.9335107	0.929017274	0.92456213	0.920127208	0.91572951	0.91136141
3	0.970590148	0.963418329	0.956316994	0.949285279	0.942322335	0.935427321	0.928599411	0.921837791	0.915141659	0.908510224	0.901942706	0.895438336	0.888996359	0.883616026	0.876296604	0.870033736
4	0.960980344	0.951524275	0.94218423	0.932958506	0.923845426	0.914843345	0.905950645	0.897465734	0.888487048	0.87991305	0.871442228	0.863073095	0.854804191	0.846634078	0.838561344	0.830584598
5	0.951465688	0.939777062	0.928260325	0.916912536	0.90573081	0.894712318	0.883854288	0.87315399	0.862608784	0.852216029	0.841973167	0.831877682	0.821972707	0.81211902	0.802451047	0.792920857
6	0.942045235	0.928174876	0.914542193	0.901142542	0.887971382	0.875024272	0.862296866	0.849784514	0.837484257	0.82539827	0.813500644	0.80180814	0.790314526	0.7799105	0.767895738	0.756965019
7	0.932718055	0.916715927	0.901026791	0.885643776	0.870560179	0.855769459	0.841265235	0.827041278	0.813091511	0.799410002	0.785990961	0.772828737	0.75917813	0.747252806	0.734828458	0.722639636
8	0.923483222	0.905598446	0.88771124	0.870411573	0.853490371	0.836938346	0.820746571	0.804906354	0.789490234	0.774246975	0.759411556	0.744895168	0.730590205	0.716789262	0.703185127	0.659870774
9	0.914339824	0.894220688	0.87459224	0.855441349	0.836755266	0.81852161	0.800728362	0.783363948	0.766416732	0.749876005	0.733730972	0.717971246	0.70286736	0.687567638	0.672904428	0.658585851
10	0.905286955	0.883180926	0.861667232	0.840728599	0.8203483	0.800510132	0.781189402	0.76239706	0.744039315	0.72627216	0.708918814	0.692020478	0.675564169	0.655537302	0.643927682	0.628723486
11	0.896323718	0.872277458	0.848933233	0.826268893	0.804263039	0.782894995	0.762144782	0.74193095	0.722421277	0.703411293	0.684945714	0.66700769	0.64980932	0.632649659	0.616198739	0.600213352
12	0.887449225	0.8615086	0.836387422	0.812057788	0.788493176	0.765667477	0.743558885	0.722134399	0.7013788	0.681270017	0.661783258	0.642898978	0.62459705	0.606858216	0.589663865	0.572996064
13	0.87662599	0.850872692	0.824027017	0.798901283	0.773032525	0.748819048	0.72540376	0.702807201	0.68095134	0.65882683	0.639404153	0.619616166	0.600574086	0.58218193	0.564271641	0.547012926
14	0.865996297	0.840568091	0.8181849277	0.784364897	0.757875025	0.732341367	0.707272196	0.6833997276	0.661117806	0.639056351	0.61778179	0.597264256	0.577475083	0.559386756	0.539972862	0.522208044
15	0.861349475	0.829993176	0.799855105	0.770874592	0.743014743	0.716226276	0.690465557	0.66569078	0.641861947	0.618940776	0.596890619	0.575667391	0.555624503	0.535622787	0.516720442	0.498527965
16	0.852821262	0.819746347	0.788031039	0.7575616307	0.728445814	0.700465796	0.673624934	0.647874238	0.623156939	0.599458379	0.576705912	0.554868811	0.533908176	0.513786847	0.494469323	0.475921685
17	0.844377487	0.809626021	0.776338526	0.744586051	0.714162562	0.685052132	0.657195057	0.630354338	0.605016446	0.580589229	0.557203779	0.534813312	0.51373246	0.4928411	0.473176385	0.454340511
18	0.836017314	0.799630638	0.764911587	0.731779902	0.700159375	0.66997626	0.641165909	0.613658918	0.587394608	0.562314023	0.53836114	0.51548271	0.493628121	0.472745256	0.452803639	0.4333737958
19	0.827739915	0.789758655	0.753607474	0.719194007	0.686430706	0.655324842	0.625527716	0.597234957	0.570286027	0.544614066	0.52015569	0.496858085	0.474642424	0.453476505	0.433301788	0.414069695
20	0.81954447	0.780008548	0.742470418	0.706824577	0.672971333	0.640816472	0.610270943	0.581250566	0.553675754	0.52747125	0.502505884	0.478892342	0.456386946	0.434989453	0.41464286	0.395293222

(1 + *i*)ⁿ — 1

الجدول المالي رقم 3

المعدل	1	1.25	1.5	1.75	2	2.25	2.5	2.75	3	3.25	3.5	3.75	4	4.25	4.5	4.75
المعدل	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	1	2.01	2.0125	2.015	2.0175	2.02	2.0225	2.025	2.0275	2.03	2.0325	2.035	2.0375	2.04	2.0425	2.045
2	3.0301	3.03765625	3.045225	3.05280625	3.0604	3.06800625	3.075625	3.08325625	3.0909	3.09835625	3.106225	3.11390625	3.1216	3.12930625	3.137025	3.14475625
3	4.060401	4.075626953	4.090903375	4.106230359	4.121608	4.137036391	4.152515625	4.168045797	4.183627	4.199259328	4.214942875	4.230677734	4.246464	4.262301766	4.278191125	4.294132172
4	5.10100501	5.12657229	5.152266926	5.178089391	5.20404016	5.230119709	5.256328516	5.283667056	5.30913881	5.3373256	5.362465876	5.389328149	5.41632256	5.443449591	5.470709726	5.49810345
5	6.15201506	6.190654444	6.22955093	6.268705955	6.308120963	6.347797403	6.387756729	6.4279404	6.468409884	6.509146652	6.550152181	6.591427955	6.632975462	6.674796198	6.716891663	6.759263364
6	7.213535211	7.268037624	7.322994193	7.378408309	7.434283382	7.490622844	7.547430147	7.604708361	7.662462181	7.720693918	7.779407508	7.83866503	7.898294481	7.958475037	8.019151788	8.080328374
7	8.285670563	8.358888095	8.432839106	8.507530455	8.582956905	8.6591618358	8.7361159	8.813838252	8.892336046	8.971616471	9.05168677	9.132554247	9.21422626	9.296710226	9.388013619	9.461143971
8	9.365527268	9.463374196	9.559331693	9.656412238	9.746284341	9.853993	9.954518798	10.0562188	10.15910613	10.2631401	10.36849581	10.4752503	10.58279531	10.69182041	10.80211423	10.91369081
9	10.46221254	10.58166637	10.70272167	10.82539945	10.949721	11.07570784	11.20338177	11.33276482	11.46387931	11.59674781	11.73139316	11.86783847	12.00510712	12.14622278	12.28820937	12.43209112
10	11.56683467	11.7139372	11.86326249	12.01484394	12.16871542	12.32491127	12.48346631	12.64441585	12.80779569	12.97364212	13.14199192	13.31288241	13.48635141	13.66243725	13.84117879	14.02261545
11	12.68250301	12.86036142	13.04121143	13.22510371	13.41208973	13.60222177	13.7955297	13.99213729	14.19202956	14.39528548	14.60196164	14.8121155	15.0280546	15.24309083	15.46403184	15.58868969
12	13.80932804	14.02111594	14.2368296	14.45654303	14.68033152	14.90827176	15.14044179	15.37692107	15.61779045	15.86313226	16.1130303	16.36756983	16.6283768	16.85092219	17.15991327	17.43390245
13	14.94742132	15.19637988	15.45038205	15.70535253	15.97393815	16.24370788	16.51895284	16.79798339	17.0862416	17.37868406	17.67698636	17.9813537	18.29191119	18.60878638	18.93210937	19.6201281
14	15.09689554	16.38633463	16.68213778	16.98449395	17.29341692	17.6091913	17.93192666	18.26178052	18.5981389	18.94349129	19.29580888	19.65565447	20.02358764	20.39965398	20.78405429	21.17695842
15	16.1725786449	17.59116382	17.93236984	18.28167721	18.63928525	19.00539811	19.38022483	19.76397948	20.1568813	20.55915476	20.97102971	21.39274151	21.82453114	22.2666534	22.71933673	23.18280395
16	17.18.43044314	18.81105336	19.20135539	19.601605656	20.01207096	20.43301957	20.86473045	21.30748892	21.76158774	22.22732729	22.70501575	23.19496932	23.69751239	24.21297777	24.74170689	25.28404998
17	18.19.61474757	20.04619153	20.48937572	20.94463468	21.41231238	21.89726521	22.38634871	22.89344487	23.41443537	23.94971543	24.4956913	25.06478067	25.6414288	26.24202933	26.8550837	27.48504236
18	19.20.8108504	21.29676893	21.79671636	22.31116578	22.84055863	23.38534966	23.94600743	24.5230146	25.1166844	25.72808118	26.35371805	27.00470994	27.6712294	28.35371557	29.0556246	29.79058187
19	20.22.01900399	22.56297854	23.1236671	23.70161119	24.2973698	24.91152003	25.54465761	26.1973975	26.87037449	27.5642382	28.27968181	29.07138656	29.77078598	30.56250149	31.37142277	32.20563451

المعدل	5	5.25	5.5	5.75	6	6.25	6.5	6.75	7	7.25	7.5	7.75	8	8.25	8.5	8.75
المعدل	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1	2.05	2.0525	2.055	2.0575	2.06	2.0625	2.065	2.0675	2.07	2.0725	2.075	2.0775	2.08	2.0825	2.085	2.0875
2	3.1525	3.16025625	3.168025	3.17580625	3.1836	3.19140625	3.192925	3.20705625	3.2149	3.22275625	3.230625	3.23850625	3.2464	3.25430625	3.26225	3.27015625
3	4.310125	4.326169703	4.3426266375	4.358415109	4.374616	4.390869141	4.407174625	4.425352347	4.4394943	4.456406078	4.472921875	4.489490484	4.506112	4.522786516	4.539514125	4.556294922
4	5.52563125	5.553293613	5.581091026	5.609023978	5.63709296	5.665298462	5.693640976	5.722120994	5.75073001	5.779495519	5.808391016	5.837425997	5.86660096	5.895916403	5.925372826	5.959970728
5	6.6801912813	6.6844841527	6.6888051032	6.6931542857	6.6975318538	6.7019379616	6.7053277639	6.710836461	6.7153290741	6.7198508944	6.724020342	6.7289826512	6.7352929037	6.7382329506	6.7429029516	6.7476030666
6	7.8.14.2008453	8.2041915707	8.266893839	8.330106571	8.39383765	8.458090842	8.52286936	8.588178742	8.654021093	8.72040842	8.787321867	8.854788066	8.92280336	8.991371691	9.060497025	9.130183349
7	8.9.54910886	9.634915982	9.721573	9.8090876599	9.897467902	9.986721519	10.07685648	10.1678081	10.25980257	10.3526299	10.44637101	10.54103414	10.63662763	10.73315986	10.83063927	10.9297439
8	9.11.0256532	11.14.074907	11.25625951	11.37311024	11.49131598	11.61089161	11.73185215	11.85421276	11.97798875	12.10319557	12.22984883	12.35796429	12.4855784	12.61864554	12.75124561	12.88536864
9	10.12.57789254	12.7256384	12.87535379	13.02706408	13.18079494	13.30657374	13.49442254	13.6543712	13.81642476	13.98067725	14.1470875	14.31570552	14.48656247	14.6556838	14.83509932	15.01283814
10	11.14.20678716	14.39373441	14.58349825	14.77612027	14.97164264	15.17010811	15.37156001	15.57604224	15.7835932	15.99426735	16.20819106	16.42512377	16.6448746	16.86910771	17.09608276	17.32645147
11	12.15.9171652	16.14.94204547	16.3855065	16.625274718	16.8699412	17.11823987	17.37071141	17.62742209	17.88459127	18.1386139	18.42372799	18.682812474	18.9712646	19.26068091	19.54924979	19.84256685
12	13.17.71298285	17.99724926	18.28679814	18.58172764	18.88213767	19.18812986	19.49980765	19.8172729	20.14064286	20.47001634	20.805050759	21.14722941	21.49529658	21.84982585	22.1093603	22.57874795
13	14.19.59863199	19.94210484	20.29257203	20.65017698	21.01506593	21.38738798	21.76729515	22.15494244	22.55048786	22.59402952	23.36592066	23.78663969	24.2149203	24.65243648	25.09886559	25.5543884
14	15.21.5785359	21.98906535	22.4086635	22.83756216	23.27596988	23.72409973	24.18216933	24.65040105	25.12902201	25.61826423	26.1183647	26.6295552	27.15211393	27.68626249	28.23226916	28.79039738
15	16.23.65574917	24.14.94349128	24.64113999	25.15072198	25.67252808	26.20685596	26.757401034	27.374130312	27.88805355	28.47558339	29.07724206	29.69335684	30.32428304	30.97037915	31.63201204	32.30955715
16	17.25.84036636	26.41.02457	26.99640269	27.596885	28.21287976	28.8447846	29.493020101	30.15801858	30.8402173	31.5400854	32.25803521	32.994592	33.75022569	34.52545453	35.3073306	36.1366341
17	18.28.13238467	28.79760336	29.48120483	30.18370959	30.90565255	31.64758348	33.41067388	33.19368484	33.99903251	35.65778785	36.55167288	37.45024374	38.37373835	39.32295538	40.2885997	41.44623634
18	19.30.55900391	31.30.9497754	32.1026711	32.91927289	33.7599719	34.62555745	35.31672176	36.43425535	37.37896479	38.35166097	39.35319194	40.39424753	41.44623634	42.55962102	43.65654998	44.8247718
19	20.33.0659541	33.														

الجدول المالي رقم 4
 i — $(1 + i)^{-n}$

العنوان	المقدار	1	1.25	1.5	1.75	2	2.25	2.5	2.75	3	3.25	3.5	3.75	4	4.25	4.5	4.75
1	0.99009901	0.987654321	0.98521675	0.982800883	0.980392157	0.97799511	0.975609756	0.97323601	0.97073786	0.968523002	0.966183575	0.963855422	0.96138462	0.959232614	0.956937799	0.954653938	
2	1.970393059	1.963115379	1.955883424	1.948698755	1.941560938	1.934469545	1.927424152	1.92047434	1.913459696	1.906559809	1.899604275	1.892872596	1.886094675	1.879359821	1.87266775	1.866018079	
3	2.940985207	2.926533707	2.912200417	2.897784034	2.883883273	2.869896866	2.856023563	2.842262332	2.828611355	2.815070033	2.801636981	2.788311032	2.77591033	2.761975848	2.748964354	2.736055446	
4	3.901965552	3.878057983	3.854384648	3.83094254	3.807728699	3.784740211	3.761974208	3.739427865	3.717098403	3.694983082	3.673079209	3.6531384127	3.629895224	3.608609926	3.587525698	3.566640043	
5	4.853431239	4.817835045	4.782644973	4.747855076	4.713459509	4.679452529	4.645838496	4.612581864	4.579707187	4.547191111	4.515052375	4.483251809	4.451822331	4.420728946	4.389976744	4.339560901	
6	5.795476475	5.746009921	5.697187165	5.648997617	5.601430891	5.554476801	5.508125362	5.462366778	5.417191444	5.377589938	5.3285502	5.285071623	5.242136837	5.199739996	5.157872483	5.11652592	
7	6.728194529	6.662725847	6.598213956	6.534641393	6.471991069	6.41024626	6.349390597	6.289408056	6.230282955	6.1719994	6.1454398	6.0579036	6.00205467	5.946992802	5.89270094	5.839165556	
8	7.651677752	7.568124294	7.48592508	7.405052966	7.32548144	7.247184607	7.170137167	7.09431441	7.01969219	6.946246915	6.87395537	6.802795528	6.73244875	6.663782064	6.595886067	6.52903633	
9	8.566017576	8.462244982	8.36051732	8.260494316	8.162364626	8.06570617	7.970865529	7.877678258	7.786108922	7.696122921	7.607686509	7.520766774	7.435331611	7.351347072	7.268790495	7.187624181	
10	9.471304531	9.345525908	9.222184552	9.101229195	8.982535005	8.86616349	8.752063931	8.640076163	8.530202837	8.42259508	8.316605323	8.212787252	8.110895779	8.010887004	7.912718177	7.816347667	
11	10.3676285	10.21780337	10.0711779	9.927491808	9.786848045	9.649111344	9.514208713	9.382069359	9.252634113	9.125806373	9.001551036	8.879794941	8.760476711	8.643536695	8.528916916	8.416561019	
12	11.25507747	11.07931197	10.90750521	10.73954969	10.57534122	10.41477882	10.2577646	10.10420366	9.954003994	9.807075391	9.663334335	9.522653919	9.38507376	9.250394911	9.118580781	8.989557058	
13	12.13374007	11.93018466	11.73153222	11.537764097	11.34837375	11.16359787	10.98318497	10.80701086	10.63495533	10.46690207	10.30273849	10.14235558	9.985647847	9.832513104	9.682852422	9.536569894	
14	13.00370304	12.77055275	12.5533815	12.32200587	12.10624877	11.89593924	11.69091217	11.491008314	11.29607314	11.10591842	10.92052028	10.73961984	10.56312293	10.39089986	10.2282528	10.05877803	
15	13.86505252	13.60054592	13.34323301	13.09288046	12.8492635	12.61216551	12.38137773	12.15669892	11.93739509	11.7248992	11.5174109	11.31352623	11.11838743	10.93652265	10.73954573	10.55730599	
16	14.71783738	14.42029227	14.13126405	13.85049677	13.57770931	13.3126331	13.05500266	12.80457315	12.56110203	12.32435758	12.09411681	11.87016504	11.652239561	11.44030949	11.23401505	11.03322768	
17	15.56225127	15.22991829	14.90764931	14.59508282	14.29187188	13.99768343	13.71219772	13.43510769	13.16611847	12.90494681	12.65152059	12.40497835	12.16566885	11.93315059	11.70719143	11.48756819	
18	16.39826858	16.02954893	15.67256089	15.326886272	14.99203125	14.66766106	14.35336363	14.0487661	13.75311308	13.46726083	13.18968173	12.92046106	12.65926967	12.40589985	12.1599918	11.92130615	
19	17.2260085	16.81930759	16.42616837	16.04605673	15.3228959	14.97889134	14.64600157	14.32339911	14.0118749	13.70983742	13.41731187	13.1333994	12.893973636	12.59229359	12.3353758		
20	18.04555297	17.59931613	17.16863879	16.7528813	16.35143334	15.96371237	15.58916229	15.22725213	14.87747486	14.53934615	14.2124033	13.89620421	13.59032634	13.29430581	13.0793645	12.73066902	

العنوان	المقدار	5	5.25	5.5	5.75	6	6.25	6.5	6.75	7	7.25	7.5	7.75	8	8.25	8.5	8.75
1	0.953380952	0.950118765	0.947867299	0.945626478	0.943396226	0.941176471	0.938967136	0.93676815	0.93459439	0.93240932	0.93022558	0.928074246	0.925925936	0.923787529	0.921658986	0.91954023	
2	1.859410431	1.852844432	1.846319714	1.839339513	1.826986961	1.820626419	1.81430217	1.808018168	1.80177431	1.79556517	1.789396052	1.78364746	1.77170927	1.77114273	1.765094464		
3	2.7232483029	2.710541028	2.697933378	2.685424031	2.673011949	2.660696112	2.648475511	2.636349449	2.624316044	2.612375227	2.60052574	2.588766638	2.577109687	2.565515868	2.55402371	2.542615599	
4	3.545950504	3.525454659	3.505150122	3.485034544	3.465105613	3.44361047	3.425798602	3.406461605	3.387211256	3.36818203	3.349392627	3.330641891	3.31212684	3.29779093	3.275596656	3.257577563	
5	4.329476671	4.299719391	4.270284476	4.241167418	4.212363785	4.183696921	4.156579438	4.127790224	4.10197436	4.07896998	4.045884902	4.019157207	3.992710037	3.965539578	3.940642079	3.915013851	
6	5.075692067	5.035362841	4.995530309	4.956186684	4.917324326	4.878935737	4.841013557	4.80355062	4.76653966	4.729973891	4.69384642	4.65815054	4.622879664	4.588027324	4.553581717	4.519552966	
7	5.786373397	5.734311488	5.682969717	5.632327833	5.58238144	5.533115988	5.484519772	5.436581322	5.398299402	5.342632998	5.296601321	5.251183796	5.206370059	5.162149953	5.11851352	5.075451003	
8	6.463212759	6.39893595713	6.334565988	6.2717104807	6.209793811	6.148815047	6.088750959	6.029584377	5.971288506	5.913876921	5.8537303555	5.801562688	5.746538944	5.692517277	5.639182698	5.588621612	
9	7.107821676	7.029554597	6.952195249	6.876316602	6.801692274	6.728296515	6.656104187	6.585090751	6.515232249	6.446505288	6.378887028	6.312355163	6.246887911	6.18463997	6.119062643	6.056635552	
10	7.721734929	7.628840472	7.537625829	7.448053525	7.360087051	7.273690838	7.188830223	7.10547143	7.023581541	6.943128474	6.864080956	6.786408504	6.710081399	6.635070667	6.561348058	6.488860204	
11	8.306414218	8.198423251	8.09253633	7.988703097	7.886874577	7.787003141	7.6889042463	7.592947475	7.498674337	7.406181395	7.315424145	7.226356501	7.138942528	7.053183065	6.968384386	6.8833131976	
12	8.863251636	8.739894558	8.618517849	8.499556467	8.383843934	8.270210204	8.158725317	8.04959908	7.949266297	7.837930438	7.735228275	7.634677681	7.536678017	7.439430083	7.34463607	7.251799519	
13	9.393572987	9.253771533	9.11707853	8.983409595	8.852682963	8.724819392	8.599742082	8.477376589	8.357650744	8.240494581	8.125840255	8.013621977	7.903775942	7.796240261	7.690954903	7.587861625	
14	9.89864094	9.742300744	9.589647895	9.440576449	9.294983927	9.152771192	9.01384233	8.878104533	8.745467985	8.615845763	8.488915376	8.36531042	8.24436983	8.125857054	8.01096685	7.898684254	
15	10.37965804	10.20646151	10.03758094	9.872885531	9.712248983	9.555549357	9.402668855	9.25349307	9.107914005	8.965823556	8.827119745	8.691703406	8.559478688	8.430352937	8.304236576	8.181042992	
16	10.83776956	10.64746937	10.46216203	10.281684845	10.10589527	9.934634689	9.767764183	9.60514633	9.446644603	9.292143175	9.14150674	8.994602303	8.851369155	8.716164236	8.55753325	8.4242338384	
17	11.27406625	11.06647921	10.86460856	10.66826331	10.47755969	10.29142088	10.1105676	9.934563307	9.763222993	9.59640893	9.433959758	9.275749726	9.121638107	8.971494167	8.825191935	8.682610008	
18	11.6895869	11.46458833	11.24607447	11.03381873	10.82760348	10.6221966	10.43246638	10.24315064	10.0598691	9.8800687	9.706009077	9.536658679	9.37188136	9.211541956	9.055476438	8.903549433	

$$\frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}}$$

النوع	1	1.25	1.5	1.75	2	2.25	2.5	2.75	3	3.25	3.5	3.75	4	4.25	4.5	4.75
1	1.01	1.0125	1.015	1.0175	1.02	1.0225	1.025	1.0275	1.03	1.0325	1.035	1.0375	1.04	1.0425	1.045	1.0475
2	0.507512438	0.50939441	0.51277916	0.513162949	0.515049505	0.516037577	0.51882716	0.520718249	0.522610837	0.52450492	0.525640491	0.528397546	0.530196078	0.532096083	0.53399755	0.535900488
3	0.340022111	0.34170173	0.34338296	0.345067464	0.3465754673	0.348444577	0.350137167	0.351832433	0.353530363	0.355230949	0.356934181	0.358640047	0.360348539	0.362059647	0.36377336	0.365489669
4	0.256281094	0.257861023	0.259444786	0.261032367	0.262623753	0.264218928	0.265817878	0.267420588	0.269027045	0.270637234	0.272251139	0.273868748	0.275490045	0.27715017	0.278743648	0.280375925
5	0.2060398	0.207562108	0.209089323	0.210621425	0.212158394	0.213700213	0.215246861	0.21679832	0.218354571	0.219915959	0.221481373	0.223051886	0.224627113	0.226207038	0.22779164	0.229380899
6	0.172548367	0.17403381	0.175525215	0.177022557	0.178525812	0.180034958	0.181549971	0.183070826	0.1845975	0.186129969	0.187668209	0.189221295	0.190761903	0.192317308	0.193878388	0.19545116
7	0.148628283	0.150088771	0.151556165	0.153030586	0.154511956	0.15600247	0.15749543	0.158997475	0.160506354	0.162022037	0.163544494	0.165073696	0.166609612	0.168152213	0.169701468	0.171257347
8	0.130690292	0.132131316	0.133584025	0.135042923	0.136509799	0.137984618	0.139467346	0.140957948	0.142456389	0.143962634	0.145476647	0.146998391	0.148527832	0.15064932	0.151609653	0.15316196
9	0.110740363	0.118170555	0.119609823	0.121058131	0.122981704	0.1245689	0.126940555	0.128433857	0.129393555	0.131446005	0.132965166	0.134492993	0.136028442	0.1375447	0.139128031	0.140566189
10	0.105582077	0.107003074	0.108434178	0.109875344	0.111326528	0.112787873	0.114258763	0.11573972	0.117230507	0.118731072	0.120241368	0.121761342	0.123290944	0.124830122	0.126378822	0.127936991
11	0.096454076	0.097868393	0.099293844	0.100730378	0.102177943	0.103636487	0.105105956	0.106586295	0.108077448	0.109579358	0.111091966	0.112615213	0.11449039	0.115693383	0.117748182	0.118813373
12	0.088848789	0.090258312	0.091679993	0.094559597	0.096017402	0.097487127	0.09896871	0.100462085	0.101967188	0.103483949	0.105012301	0.10652173	0.108103493	0.109666189	0.111240186	
13	0.08241482	0.083820999	0.085240357	0.08667283	0.088118353	0.089576835	0.091048271	0.09253225	0.0934029544	0.095539252	0.097061573	0.098596425	0.100143728	0.101703399	0.103275353	0.104859504
14	0.076901172	0.078305146	0.079723319	0.081156518	0.08260197	0.084062299	0.085536525	0.087024566	0.088526339	0.090041756	0.091570729	0.093113166	0.094668973	0.096238056	0.097820316	0.099415654
15	0.07212378	0.07352646	0.074944356	0.076373787	0.077825472	0.079288525	0.080766456	0.082259173	0.08376558	0.08528858	0.086825069	0.088325945	0.0899411	0.091520425	0.093113808	0.094721134
16	0.067944597	0.069346722	0.070765078	0.072195976	0.073650125	0.07511663	0.076598989	0.078097998	0.079610849	0.081140132	0.082684831	0.084244827	0.085819999	0.087410223	0.089015369	0.090633509
17	0.064258055	0.065660234	0.067079657	0.068516226	0.069969841	0.071440393	0.072927777	0.074431856	0.075952529	0.077489665	0.079043132	0.080612797	0.082198522	0.083800166	0.085417583	0.087050626
18	0.060982048	0.062384787	0.063805782	0.065244924	0.066702102	0.068177196	0.069670081	0.071180266	0.072708696	0.074254515	0.075816841	0.077396619	0.07893328	0.080608209	0.082236898	0.083883426
19	0.058051754	0.05945548	0.060887847	0.062320607	0.063781765	0.065161815	0.066760615	0.068278021	0.069833881	0.071368037	0.072940325	0.074530577	0.076138618	0.077764269	0.079407344	0.081067656
20	0.055413315	0.0568245736	0.05691225	0.061156718	0.062642071	0.065671331	0.067215708	0.068778884	0.070361077	0.071962097	0.07358175	0.075219835	0.076876144	0.07850467		

النوع	5	5.25	5.5	5.75	6	6.25	6.5	6.75	7	7.25	7.5	7.75	8	8.25	8.5	8.75
1	1.05	1.0525	1.055	1.0575	1.06	1.0625	1.065	1.0675	1.07	1.0725	1.075	1.0775	1.08	1.0825	1.085	1.0875
2	0.537804878	0.539710719	0.541618005	0.543526731	0.545436893	0.547348485	0.549261501	0.551175337	0.553091787	0.555090947	0.556927711	0.558847774	0.560679231	0.562692077	0.564616307	0.566541916
3	0.367203565	0.368930036	0.370654075	0.37238067	0.374109813	0.375841493	0.377575702	0.379312429	0.381051666	0.382793402	0.384557628	0.386284335	0.388035154	0.389785155	0.391539249	0.393295786
4	0.28201833	0.283651538	0.285294485	0.286941202	0.288591492	0.290245343	0.29190274	0.29356367	0.295228117	0.296890608	0.298587509	0.300242426	0.301920804	0.303602631	0.305787893	0.306916574
5	0.230974798	0.232573317	0.234176436	0.235784137	0.2373964	0.239013207	0.240634538	0.242260373	0.243880694	0.245525482	0.247164718	0.248880382	0.250456455	0.25180918	0.253765752	0.255426938
6	0.197017468	0.19859542	0.2000178948	0.201768025	0.203362628	0.204962732	0.20658312	0.208179343	0.2097958	0.21141658	0.213044891	0.214677476	0.216315386	0.217958597	0.219607084	0.221260821
7	0.172819818	0.174388852	0.175964418	0.177546483	0.179135018	0.180729991	0.182331369	0.183939123	0.1855522	0.187173628	0.188800315	0.190433251	0.192072401	0.193717736	0.195369221	0.197026826
8	0.154721814	0.156288917	0.157864012	0.159446268	0.161035943	0.162632961	0.164237297	0.165848911	0.167467762	0.169098813	0.170727023	0.172367352	0.174014761	0.175699208	0.177330653	0.178999057
9	0.1406908	0.142260571	0.143839458	0.145426695	0.147022335	0.14862603	0.150258033	0.1518583196	0.153486467	0.15512808	0.156767159	0.158419476	0.160079709	0.161747808	0.163423723	0.165107405
10	0.129504575	0.131081519	0.132667769	0.134362367	0.135867958	0.137481785	0.139104669	0.140736615	0.142377503	0.144022793	0.145685927	0.147353346	0.149029489	0.150714295	0.152407705	0.154109657
11	0.120388891	0.121974674	0.123570653	0.125176764	0.126792938	0.1284819108	0.130055206	0.13170161	0.133356905	0.13502366	0.136697474	0.138382156	0.140076342	0.14177958	0.143492932	0.145215189
12	0.112622541	0.1144221784	0.116029231	0.117647673	0.119277029	0.120917221	0.122588166	0.124229783	0.125901989	0.1275347	0.129277831	0.130981299	0.132695017	0.134418899	0.136152858	0.137898807
13	0.106455765	0.108064047	0.109684259	0.111316309	0.11461553	0.116282575	0.117961021	0.119650848	0.12135194	0.123064196	0.124787518	0.126521805	0.128266955	0.130022866	0.131789435	
14	0.101023969	0.102645158	0.104279115	0.105925735	0.107584909	0.109256282	0.110940481	0.11263655	0.114344939	0.116065216	0.117797372	0.119542129	0.121296853	0.123063942	0.124842438	0.126632222
15	0.096342288	0.097977149	0.099625598	0.1010287511	0.102962764	0.104651231	0.106352783	0.108067291	0.109754625	0.111534651	0.113287236	0.115052246	0.116822954	0.118618996	0.120420461	0.122233803
16	0.092269908	0.09391903	0.095582538	0.097260209	0.098952144	0.100657954	0.102377574	0.104110355	0.105857648	0.107617799	0.10939157	0.111775567	0.112976872	0.114788917	0.116613544	0.118450594
17	0.088699142	0.090362976	0.092041972	0.093735969	0.0954544804	0.097168312	0.098963327	0.100658577	0.102425193	0.104205702	0.10600028	0.107807997	0.109629431	0.111464153	0.11331983	0.115177242
18	0.085546222	0.087725112	0.088919916	0.090630454	0.092355541	0.094097989	0.09585461	0.09762162	0.099412602	0.101213583	0.103028958	0.104858529	0.106702096	0.108554548	0.110430413	0.112314758
19	0.082724501	0.084433921	0.086150056	0.087877342	0.08962086	0.091380401	0.0933155752	0.094946695	0.096753015	0.09857449	0.100410899	0.10226202	0.104			

الجرول المالي رقم 6 — (1+i)

ال معدل النسبة	1	1,25	1,5	1,75	2	2,25	2,5	2,75	3	3,25	3,5	3,75	4	4,25	4,5	4,75
1	1,000829538	1,001035746	1,001241488	1,001446765	1,001651581	1,001855938	1,002059836	1,00206328	1,00246627	1,002668809	1,002870899	1,003072542	1,00327374	1,003474495	1,003674809	1,003874685
2	1,001659764	1,002072565	1,002484517	1,002895624	1,0030589	1,00371532	1,004123915	1,004531682	1,00498622	1,00534474	1,005750039	1,006154524	1,006558197	1,006961062	1,007363123	1,007764383
3	1,002490679	1,003110457	1,003729089	1,004346579	1,004962932	1,005578153	1,006192246	1,006805218	1,007417072	1,008027813	1,008637446	1,009245976	1,009853407	1,010459743	1,01106499	1,011669153
4	1,00332284	1,004149425	1,004975206	1,005799833	1,00662271	1,007444443	1,008648383	1,0090839	1,009901634	1,0101718046	1,01153142	1,012346926	1,01315904	1,013970581	1,014780462	1,015589052
5	1,004154578	1,005189469	1,006222871	1,007254789	1,008285229	1,009314197	1,010341698	1,011367739	1,012392324	1,01341546	1,014437151	1,015457404	1,016476224	1,017493616	1,018509536	1,01952414
6	1,004987562	1,00623059	1,007472084	1,00871205	1,009950494	1,011187421	1,012422837	1,013656747	1,014889157	1,016120072	1,017349497	1,018577449	1,019803903	1,021028893	1,022222415	1,023474475
7	1,005821238	1,007272789	1,008722848	1,010171742	1,011618509	1,013061211	1,014508262	1,015959393	1,017392147	1,018831902	1,020272025	1,021707051	1,023142475	1,024576453	1,02608998	1,027440116
8	1,006655605	1,008316068	1,009975165	1,011632901	1,013289279	1,014944305	1,016597983	1,018250316	1,01990131	1,021550969	1,023199297	1,024846299	1,026491978	1,028136338	1,029779335	1,031421123
9	1,007490664	1,009360427	1,011229037	1,013096496	1,014962809	1,016829208	1,020554902	1,022416662	1,02427793	1,026136799	1,027995182	1,029852445	1,031708593	1,033563628	1,035417554	
10	1,008326416	1,010405868	1,012484465	1,014562209	1,016639103	1,018715148	1,020790347	1,022864703	1,024938218	1,027010894	1,029082734	1,03115374	1,033223914	1,035293259	1,037361778	1,039429471
11	1,009162861	1,011452392	1,013741452	1,016030043	1,018318165	1,020605819	1,022893008	1,025179732	1,027465992	1,029751789	1,032031216	1,034322003	1,036606442	1,038890381	1,041173884	1,043456933
12	1,01	1,0125	1,015	1,0175	1,02	1,0225	1,025	1,0275	1,03	1,0325	1,035	1,0375	1,04	1,0425	1,045	1,0475

ال معدل النسبة	5	5,25	5,5	5,75	6	6,25	6,5	6,75	7	7,25	7,5	7,75	8	8,25	8,5	8,75
1	1,004074124	1,004273128	1,004471699	1,004669839	1,004867551	1,005064835	1,005261694	1,00545813	1,00564145	1,005849741	1,006041919	1,006239681	1,00643403	1,00662967	1,006821493	1,007014612
2	1,008164846	1,008564515	1,008963394	1,009361486	1,009758794	1,010155322	1,010551074	1,010946052	1,01134026	1,011733701	1,012125379	1,012518297	1,012909457	1,013299864	1,01368952	1,014078428
3	1,012272234	1,01287424	1,013475174	1,014075042	1,014673846	1,015271592	1,015868285	1,016465928	1,01708525	1,017652081	1,018244601	1,018836088	1,019426547	1,020015981	1,020604396	1,021191974
4	1,016596357	1,017202381	1,018007113	1,018810609	1,019612822	1,0202413775	1,021213473	1,02201192	1,022809122	1,023605082	1,024399807	1,025193301	1,025985568	1,026776613	1,027566442	1,028355058
5	1,020537281	1,021549017	1,022559352	1,023588291	1,024575839	1,025582003	1,026586786	1,027590195	1,028592233	1,029592007	1,030592221	1,03159018	1,03258679	1,033582055	1,03457598	1,035568869
6	1,024695077	1,025914226	1,027131929	1,02834819	1,029563014	1,030776406	1,031988372	1,03319916	1,034408043	1,035615759	1,036822068	1,038026975	1,039230485	1,040432602	1,04163333	1,042832881
7	1,028869811	1,030298089	1,031724954	1,033150411	1,034574464	1,035997119	1,037418379	1,038838285	1,04026737	1,041673843	1,043089573	1,044593932	1,045916925	1,047328555	1,04878828	1,050147747
8	1,033061554	1,034700684	1,038338517	1,037975057	1,039610308	1,041244273	1,042876958	1,044508365	1,0461385	1,04776365	1,049399165	1,051021304	1,052646386	1,054270214	1,055892793	1,057514126
9	1,037270375	1,039122093	1,040977711	1,04282234	1,044670663	1,046518004	1,048364257	1,050269428	1,052053519	1,053896533	1,055733473	1,05753942	1,059419144	1,061257882	1,06305558	1,064932176
10	1,041496343	1,043562394	1,045627628	1,047692046	1,049755651	1,051818445	1,05388043	1,0555941608	1,05801982	1,060606154	1,062120326	1,0641783	1,066235479	1,068291864	1,070347458	1,072402262
11	1,045739528	1,04802167	1,05030336	1,052584599	1,0537145731	1,059425626	1,061705075	1,063984079	1,06626264	1,068540758	1,070818434	1,07309567	1,075372467	1,077648826	1,079924747	
12	1,05	1,0525	1,055	1,0575	1,06	1,0625	1,065	1,0675	1,07	1,0725	1,075	1,08	1,0825	1,085	1,0875	