جامعة يحي فارس بالمـــدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم التجارية

الموضـــوع:

أثر المؤشرات المالية للمؤسسة على القيمة السوقية لسهمها

دراسة تحليلية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية

تخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالب:

حجاج مُحَمَّد

تحت إشراف الأستاذ:

د. بن عيشوش مُحَمَّد

أعضاء لجنة المناقشة:

أ.د. سماي علي	أستاذ	جامعة المدية	رئيسا
د. بن عيشوش مُحَمَّد	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	مقررا
د. جيدار حسان	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	عضوا ممتحنا
د. عامر كمال	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	عضوا ممتحنا
أ.د. إليفي مُحَمَّد	أستاذ	جامعة خميس مليانة	عضوا ممتحنا
د.حيدوشي عاشور	أستاذ محاضر "أ"	جامعة البويرة	عضوا ممتحنا

السنة الجامعية: 2021– 2022

جامعة يحي فارس بالمـــدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم التجارية

الموضـــوع:

أثر المؤشرات المالية للمؤسسة على القيمة السوقية لسهمها

دراسة تحليلية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية

تخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالب:

حجاج مُحَمَّد

تحت إشراف الأستاذ:

د. بن عيشوش مُحَمَّد

أعضاء لجنة المناقشة:

أ.د. سماي علي	أستاذ	جامعة المدية	رئيسا
د. بن عيشوش مُحَمَّد	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	مقررا
د. جيدار حسان	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	عضوا ممتحنا
د. عامر كمال	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المدية	عضوا ممتحنا
أ.د. إليفي مُحَمَّد	أستاذ	جامعة خميس مليانة	عضوا ممتحنا
د.حيدوشي عاشور	أستاذ محاضر "أ"	جامعة البويرة	عضوا ممتحنا

السنة الجامعية: 2021– 2022

شكر وعرفان

الحَمدُ لله حُباً، الحَمدُ لله شُكرًا، الحَمدُ لله رَجاء وطاعة، الحمدُ لله دَائِما وأبَدًا.

الشكر لله تعالى على فضله وتوفيقه لإتمام هذا العمل، فله الحمد أولا وآخرا على كل حال وفي كل حين.

أتقدم بجزيل الشكر والتقدير لمن يقف التكريم عاجزا عن تكريمه، لمن لو أتينا بالتقدير كلمة ما وُفِيَ ببعض قدره، لا تحمل قواميسنا كلمة شكر أو عبارة امتنان تعبر عن ما في القلوب ولكن نأمل أن يستجيب ربنا لدعواتنا إلى أستاذنا المشرف **الدكتور بن عيشوش مُحَمَّد**

اللهم ارزقه الفلاح في الدنيا والآخرة وأجزه عنا خير الجزاء وارزقه الصحة والعافية.

ألف شكر **للأستاذ الدكتور مكيد علي** رئيس لجنة التكوين في الدكتوراه على حرصه الشديد وتقديم النصح والإرشاد والمرافقة العلمية والبيداغوجية.

الشكر موصول لأعضاء لجنة المناقشة الكرام على قبولهم وتحملهم عناء قراءة وتفحص ومناقشة هذه الأطروحة.

ألف شكر لكل من أحسن إلينا وساهم في مساعدتنا ودعمنا للوصول إلى تحقيق طموحاتنا وأهدافنا في إعداد هذه الأطروحة، وأخص بالذكر **الدكتور بوعرار شمس الدين**.

إهـــــــــــداء

إلى الوالدين الكريمين جوهر الحكاية والقلب النابض، بارك الله في عمرهما.

إلى التي تقطعت قلوبنا لفراقها وتزداد المشاعر اشتياقا لها في كل لحظة، أختي سمية رحمها الله وجعل الجنة مقرها ومثواها.

إلى أختي الغالية وزوجها وبناتها ياسمين ورنيم حفظهم الله.

إلى من يشتد عضدي به، أخي عبد الرحيم حفظه الله.

إلى حرمي المصون وابننا مُحَّد أمير حفظه الله وأنبته نباتا حسنا.

إلى من ساندني وأعانني في هذا العمل، أخوان حجاج مصطفى وبوكلتوم اعمر.

إلى من وقف معي بالدعم والدعاء والسؤال: الأهل والأصدقاء والزملاء حفظهم الله جميعا.

إلى الأيادي المخلصة التي ساعدتني وساهمت في تلقيني ولو بحرف في حياتي الدراسية: أساتذتي الكرام.

إلى كل أصدقائي: نسيم، مُحَّد، بن عيسى، رمزي، محفوظ، عمر، وليد.

أهديكم ثمرة جهدي.

المستخلص:

هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير المؤشرات المالية على القيمة السوقية لأسهم عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2020، وذلك من خلال بناء نموذجين قياسيين يسمحان لنا باختبار وقياس الأثر، واشتملت عينة الدراسة على مؤسستين هما مؤسسة صيدال ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، وتم هذا الاختيار لكون مدة تداول أسهم هاتين المؤسستين يعتبر الأطول مقارنة بباقي الأسهم المتداولة ببورصة الجزائر، وقد طبقنا منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة على السلاسل الزمنية السنوية باستخدام برنامج EVIEWS 10.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المؤشرات المالية للمؤسسات محل الدراسة والقيمة السوقية لأسهمها، بحيث يؤثر المؤشر (ROA) سلبيا على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال، فيما جاء تأثير كل من (EPS،ROE) إيجابيا، أما بالنسبة لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي فقد أثر المؤشر (ROE) سلبيا على القيمة السوقية للسهم، أما المؤشران (PER،EPS) فقد كان تأثيرهما إيجابيا، وعليه نوصي جميع المتعاملين في بورصة الجزائر إلى ضرورة الاهتمام بحركة المؤشرات المالية لمؤسستي صيدال والأوراسي والعمل على تحليلها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

الكلمات المفتاحية: أسواق رأس المال، القيمة السوقية للسهم، المؤشرات المالية، بورصة الجزائر، نماذج ARDL.

Abstract :

This study aims to test the impact of the financial indicators on the market value of the stocks of a sample of companies listed on the Algiers Stock Exchange during the period from 2002 to 2020, by building two empirical models that allows us to test and measure the impact. This choice was made due to the fact that the trading period of the stocks of these two companies is considered the longest compared to the rest of the stocks traded on the Algiers Stock Exchange, by applied the ARDL methodology on the annual time series using the EVIEWS 10 program.

The study shows that there is a long-term equilibrium relationship between the financial indicators of the companies under study and the market value of their stocks, so that the (ROA) indicator negatively affects the market value of the stocks of Saidal company, while the impact of (ROE, EPS) was positive, as for El-Eurassi Corporation the indicator (ROE) negatively affected the market value of the stock, while the two indicators (EPS, PER) had a positive impact. Therefore, we highly recommend all traders in the Algiers Stock Exchange focus on the movement of the financial indicators of Saidal and El-Eurassi companies and work on analyzing them to make the perfect investment decisions.

Keywords: Capital Markets, Stock Market Value, Financial Indicators, Algiers Stock Exchange, ARDL Models.

فهرس المحتويات

العنوان	رقم الصفحة
كلمة شكر وعرفان.....	I
الإهداء.....	II
المستخلص.....	III
فهرس المحتويات	IV
قائمة الأشكال.....	VIII
قائمة الجداول.....	IX
قائمة الملاحق.....	X
قائمة الرموز والمختصرات.....	XI
مقدمة.....	أ- ش
الفصل الأول: **الإطار النظري للأسواق المالية**	61-1
تمهيد.....	2
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.....	3
المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية.....	3
المطلب الثاني: وظائف وأهمية الأسواق المالية.....	4
المطلب الثالث: تقسيمات الأسواق المالية.....	7
المبحث الثاني: نظام تشغيل أسواق رأس المال	15
المطلب الأول: جهات تنظيم وإدارة أسواق رأس المال.....	15
المطلب الثاني: إدارة الإصدار في السوق الأولي	18
المطلب الثالث: إدارة التداول في السوق الثانوي.....	21
المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال.....	29
المطلب الأول: أوراق الملكية.....	29
المطلب الثاني: أوراق الدين.....	37
المطلب الثالث: الأوراق المالية المشتقة.....	40
المبحث الرابع: أسواق رأس المال بين فرضيتي الكفاءة والمالية السلوكية.....	45
المطلب الأول: ماهية كفاءة أسواق رأس المال.....	45

المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لفرضية كفاءة سوق رأس المال.....	55
المطلب الثالث: المالية السلوكية	58
خلاصة.....	61
الفصل الثاني: **العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم**	127-62
تمهيد.....	63
المبحث الأول: المعلومات وعلاقتها بأسواق رأس المال.....	64
المطلب الأول: المعلومات في أسواق رأس المال.....	64
المطلب الثاني: مصادر الحصول على المعلومات	70
المطلب الثالث: دور المعلومات في أسواق رأس المال.....	73
المبحث الثاني: محددات قيمة الأسهم.....	77
المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة الأسهم.....	77
المطلب الثاني: عائد السهم العادي.....	80
المطلب الثالث: مخاطر السهم العادي.....	83
المبحث الثالث: تحليل المعلومات في أسواق رأس المال.....	88
المطلب الأول: التحليل الفني	88
المطلب الثاني: اتجاهات القيمة السوقية للأسهم حسب التحليل الفني.....	91
المطلب الثالث: التحليل الأساسي.....	95
المبحث الرابع: العوامل الداخلية والخارجية المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم..	99
المطلب الأول: عوامل متعلقة بالمحيط الخارجي للمؤسسة.....	99
المطلب الثاني: عوامل متعلقة بالمالية السلوكية.....	106
المطلب الثالث: عوامل متعلقة بالمحيط الداخلي للمؤسسة.....	109
خلاصة.....	127

الفصل الثالث: **دراسة تطبيقية لأثر المؤشرات المالية لمؤسستي صيدال والأوراسي على القيمة السوقية لسهميهما خلال الفترة (2002–2020)**	195-128
تمهيد.....	129
المبحث الأول: تقديم عام لبورصة الجزائر.....	130
المطلب الأول: نشأة وهيكلة بورصة الجزائر.....	130
المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الجزائر.....	137
المطلب الثالث: أقسام بورصة الجزائر وآلية عملها.....	142
المبحث الثاني: متطلبات الإدراج في بورصة الجزائر.....	148
المطلب الأول: شروط وإجراءات الإدراج في بورصة الجزائر.....	148
المطلب الثاني: متطلبات الإفصاح عند الإصدار.....	155
المطلب الثالث: متطلبات الإفصاح بعد الإدراج.....	158
المبحث الثالث: تقديم مؤسسات ومتغيرات الدراسة.....	160
المطلب الأول: تقديم مؤسسة صيدال.....	160
المطلب الثاني: تقديم مؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي.....	162
المطلب الثالث: تحليل تطور متغيرات الدراسة.....	164
المبحث الرابع: دراسة قياسية لأثر المؤشرات المالية لمؤسستي صيدال والأوراسي على القيمة السوقية لسهميهما.....	175
المطلب الأول: الإطار العام للدراسة.....	175
المطلب الثاني: دراسة قياسية لأثر المؤشرات المالية لمؤسسة صيدال على القيمة السوقية لسهمها.....	177
المطلب الثالث: دراسة قياسية لأثر المؤشرات المالية لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي على القيمة السوقية لسهمها.....	187
خلاصة.....	195
خاتمة.....	196
قائمة المراجع.....	204
الملاحق.....	222

الرقم	العنوان	الصفحة
1-2	وجه نظر الفنيين في الكيفية التي تتغير بها الأسعار في السوق.	89
2-2	خط الاتجاه الصاعد.	91
3-2	خط الاتجاه الهابط.	92
4-2	خط الاتجاه الجانبي الأفقي.	93
5-2	نموذج يوضح اختراق المقاومة والدعم.	95
1-3	عملية شراء وبيع القيم المنقولة في بورصة الجزائر.	147
2-3	تطور القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال.	165
3-3	تطور القيمة السوقية لسهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.	166
4-3	تطور مؤشر العائد على الأصول لمؤسسة صيدال.	167
5-3	تطور مؤشر العائد على حقوق الملكية لمؤسسة صيدال.	169
6-3	تطور مؤشر ربحية السهم لمؤسسة صيدال.	170
7-3	تطور مؤشر العائد على حقوق الملكية لمؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي.	171
8-3	تطور مؤشر ربحية السهم لمؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي.	173
9-3	تطور مؤشر سعر السهم إلى ربحيته لمؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي.	174
10-3	تحديد فترة الإبطاء المثلى.	180
11-3	اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتتابعة CUSUM test .	183
12-3	اختبار المجموع التراكمي لمربعات للبواقي المتتابعة CUSUM of Squares test.	184
13-3	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera.	186
14-3	تحديد فترة الإبطاء المثلى.	189
15-3	اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتتابعة CUSUM test.	192
16-3	اختبار المجموع التراكمي لمربعات للبواقي المتتابعة CUSUM of Squares test.	192
17-3	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera.	194

الرقم	العنوان	الصفحة
1-3	نتائج اختبارات الاستقرارية باستخدام اختبار ADF عند مستوى معنوية 5%.	178
2-3	نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds Test).	179
3-3	تقدير معلمات نموذج الأجل الطويل باستخدام نموذج ARDL.	181
4-3	نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل.	182
5-3	نتائج اختبار LM test.	185
6-3	نتائج اختبار Heteroskedasticity Test ARCH.	185
7-3	نتائج اختبار Ramsey Reset.	186
8-3	نتائج اختبارات الاستقرارية باستخدام اختبار ADF عند مستوى معنوية 5%.	188
9-3	نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds Test).	188
10-3	تقدير معلمات نموذج الأجل الطويل باستخدام نموذج ARDL.	190
11-3	نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل.	191
12-3	نتائج اختبار (LM test).	193
13-3	نتائج اختبار Heteroskedasticity Test ARCH.	193
14-3	نتائج اختبار Ramsey Reset.	194

رقم الملحق	العنوان	الصفحة
01	اختبار الاستقرارية لمتغيرات النموذج الخاص بمؤسسة صيدال باستخدام اختبار ADF.	225
02	نتائج اختبار منهج الحدود (Bounds Test) الخاص بمؤسسة صيدال.	226
03	تقدير معلمات نموذج الأجل الطويل الخاص بمؤسسة صيدال.	226
04	نتائج نموذج تصحيح الخطأ للأجل القصير ECM الخاص بمؤسسة صيدال.	226
05	اختبار الارتباط الذاتي LM test الخاص بنموذج مؤسسة صيدال.	227
06	نتائج اختبار عدم الثبات ARCH Test الخاص بنموذج مؤسسة صيدال.	227
07	نتائج اختبار Ramsey Reset Test الخاص بنموذج مؤسسة صيدال.	227
08	اختبار الاستقرارية لمتغيرات النموذج الخاص بمؤسسة الأوراسي باستخدام اختبار ADF.	227
09	نتائج اختبار منهج الحدود (Bounds Test) الخاص بمؤسسة الأوراسي.	229
10	تقدير معلمات نموذج الأجل الطويل الخاص بمؤسسة الأوراسي.	229
11	نتائج نموذج تصحيح الخطأ للأجل القصير ECM الخاص بمؤسسة الأوراسي.	229
12	اختبار الارتباط الذاتي LM test الخاص بنموذج مؤسسة الأوراسي.	229
13	نتائج اختبار عدم الثبات ARCH Test الخاص بنموذج مؤسسة الأوراسي.	229
14	نتائج اختبار Ramsey Reset Test الخاص بنموذج مؤسسة الأوراسي.	229

الرمز أو المصطلح	المعنى
SCF	Système Comptable Financier
NYSE	New York Stock Exchange
AMEX	American stock exchange
OTC	Over The Counter
EMH	Efficient market Hypothesis
BF	Behavioral Finance
PV	Par Value
IV	Issued Value
BV	Book Value
MV	Market Value
LV	Liquidation Value
Ri	Return
ER	Expected Return
K	Required Return
LR	Liquidity Ratios
CR	Current ratio
QR	Quick ratio
AR	Activity Ratios
FAT	Fixed Assets Turnover Ratio
TAT	Total Assets Turnover Ratio
LR	Leverage Ratios
DR	Debt Ratio
EMR	Equity Multipliers Ratio
PR	Profitability Ratios
NPM	Net Profit Margin
OROA	Operating Return on Assets
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
MR	Market Ratios
EPS	Earnings per Share
PER	Price Earnings Ratio
MV/MB	Market Book Ratio
EVA	Economic Value Added
MVA	Market Value Added
COSOB	Commission D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse
SGBVM	Société de Gestion de la Bourse des Valeur
IOB	Intermédiaires des Operations Boursiers

مقدمة

1. تمهيد.

تعتبر الأسواق المالية الآلية الثانية التي تعتمد عليها الأنظمة المالية في توفير التمويل، تعمل كقناة تسهل عملية انسياب الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، وقد أصبحت تحتل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة نظرا لتزايد الاعتماد عليها من طرف المؤسسات لتمويل احتياجاتها عن طريق إصدارها لأوراق مالية تتلائم وتوجهاتها تخلصها من أعباء وتبعات الديون، بالإضافة لتوفيرها خاصية مراقبة القيمة السوقية للسهم الذي يعتبر تعظيمها أول أهداف النظرية المالية باعتبار القيمة السوقية للسهم هي أفضل تقدير لقيمة المؤسسة، كما توفر للمستثمرين توظيفات لأموالهم الذين يهدفون بدورهم إلى تعظيم العوائد.

يتيح الاستثمار في أسواق رأس المال فرصة لتداول الأسهم، حيث تعتبر هذه الأخيرة بدائل استثمارية تتميز عن بعضها البعض من حيث العوائد التي تدرها والمخاطر التي تنطوي عليها، هذا التميز يجعل المستثمرين يفاضلون بينها على أساس العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المرتبطة به، ولكي يتمكن المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار السليم ينبغي أن تتوفر لديه جميع المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على العرض والطلب على السهم المستهدف وبالتالي على قيمته السوقية، حيث تشكل المعلومات والبيانات التي تتاح للمتعاملين أساس اتخاذ قرار الاستثمار.

كان الفكر السائد أن أسعار الأسهم تتبع سلوك معين، ومن خلال اكتشافه يمكن تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ قرار التداول، لكن عالم الرياضيات "Louis Bachelier" دحض هذه الفكرة من خلال بحثه "Théorie de la spéculation" سنة 1900، حيث أكد من خلاله على استحالة التنبؤ بحركة أسعار الأسهم استنادا لأسعارها الماضية فقط، لأن التغيرات التي تطرأ عليها يتحكم فيها العديد من العوامل وهو اعتراف صريح على وجود عوامل أخرى تؤثر على حركة أسعار الأسهم.

تواصلت الدراسات بعدها لمحاولة تفسير سلوك الأسعار، تم التوصل إلى أن التنبؤ بسلوك أسعار الأسهم يعتمد على تحليل جميع المعلومات التي تصل إلى السوق، هذه المعلومات تكون إما متعلقة بالمحيط الخارجي للمؤسسة، أو المحيط الداخلي الذي يتعلق بالأداء المالي للمؤسسة، والذي يستوجب تحليل مركزها المالي معتمدين في ذلك على المعلومات الموجودة في القوائم المالية من أجل معرفة المؤشرات المالية التي تؤثر على تقلبات القيمة السوقية لسهمها.

أعطى ظهور فرضية كفاءة السوق بعد آخر لأسعار الأسهم، فمن خلالها تتحقق القيمة العادلة للأسهم عن طريق انعكاس أثر جميع المعلومات المتاحة على القيمة السوقية، لكن ظهور تشوهات على أسعار الأسهم وعجز الفرضية عن تفسيرها فتح المجال لظهور تيار مالي جديد يدعى المالية السلوكية.

2. الإشكالية.

نظرا لتعدد المعلومات التي ترد إلى أسواق رأس المال واختلاف تأثيرها على القيم السوقية للأسهم في السوق الواحد ومن سوق لسوق آخر، ارتأينا من خلال بحثنا اختيار أحد أهم أنواع المعلومات التي يهتم بتحليلها المتعاملين، وتوليها الهيئات المشرفة على أسواق رأس المال أهمية كبيرة لإعداد ونشرها بصورة دورية للمستثمرين وهي المعلومات المحاسبية، ودراسة تأثيرها على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة الجزائر وعلى هذا الأساس، فإن السؤال الرئيسي الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو الموالي:

- **هل تؤثر المؤشرات المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر على القيمة السوقية لسهمها ؟**

للإجابة على الإشكالية ولإلمام بمختلف جوانب الموضوع، قمنا بتجزئتها إلى مجموعة من الأسئلة الفرعية والتي كانت كما يلي:

- هل يوجد تأثير لمؤشر العائد على الأصول على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال ؟
- هل يوجد تأثير لمؤشر العائد على حقوق الملكية على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال ؟
- هل يوجد تأثير لمؤشر ربحية السهم على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال؟
- هل يوجد تأثير لمؤشر العائد على حقوق الملكية على القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي ؟
- هل يوجد تأثير لمؤشر ربحية السهم على القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي؟
- هل يوجد تأثير لمؤشر سعر السهم إلى ربحيته على القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي ؟

3. الفرضيات.

كإجابة مؤقتة على السؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية وضعنا الفرضيات التالية التي تعتمد عليها دراستنا:

أ. الفرضية الرئيسية.

- **يوجد تأثير للمؤشرات المالية الخاصة بالمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر على القيمة السوقية لسهمها.**

ب. الفرضيات الفرعية.

- يوجد تأثير لمؤشر العائد على الأصول على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال.
- يوجد تأثير لمؤشر العائد على حقوق الملكية على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال.
- يوجد تأثير لمؤشر ربحية السهم على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال.
- يوجد تأثير لمؤشر العائد على حقوق الملكية على القيمة السوقية لسهم الأوراسي.
- يوجد تأثير لمؤشر ربحية السهم على القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي.
- يوجد تأثير لمؤشر سعر السهم إلى ربحتيه على القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي.

4. أهمية الموضوع.

هذا الموضوع ذو أهمية بالغة وذلك لعدة اعتبارات يمكن حصرها في النقاط التالية:

- ارتباط هذا الموضوع بهدف الإدارة المالية، وهو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهمها.
- الدور الفعال الذي تلعبه أسواق رأس المال في تحديد قيمة المؤسسات على أساس العرض والطلب على أسهمها .
- أهمية الأسواق المالية لما توفره من تمويل للمؤسسات يلائم توجهاتها، وتشكيلة متنوعة من الأوراق المالية.
- وجود العديد من العوامل الكمية أو الكيفية التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم.
- تعدد المعلومات التي تصل إلى أسواق رأس المال واختلاف تأثيرها على القيمة السوقية للأسهم.
- أهمية تحليل المعلومات المحاسبية من قبل المتعاملين في أسواق رأس المال.
- مدى أهمية متابعة الأداء المالي للمؤسسة من طرف الإدارة الذي ينعكس على قيمتها السوقية.

- دراسة العلاقة بين المؤشرات المالية والقيمة السوقية للأسهم تهم عدة جهات، ليس فقط المؤسسة والمساهمين فيها، ولكن تهم أيضا جهات خارجية كالمساهمين المحتملين والدائنين وحملة السندات إضافة إلى شركات التحليل المالي، وكذلك شركات الوساطة التي قد تبيع خدماتها أو قد تنصح بها عملاءها.
- تعتبر من الدراسات القليلة التي اختبرت تأثير المؤشرات المالية على القيمة السوقية للأسهم في بورصة الجزائر.

5. أهداف الموضوع.

تهدف دراستنا لهذا الموضوع إلى تحقيق جملة من الأهداف نوجزها في ما يلي:

- محاولة التعرف على العوامل المؤثرة على حركة أسعار الأسهم ومختلف التحاليل التي يمكن الاستعانة بها لتحديد أسعار الأسهم في سوق رأس المال.
- توعية المستثمرين في أسواق رأس المال وخاصة بورصة الجزائر بأهمية تحليل القوائم المالية واستخراج أهم المعلومات التي يبنى عليها قرار التداول.
- تبيان أهمية المؤشرات المالية وإمكانية الاعتماد عليها في اتخاذ قرار التداول.
- محاولة بناء نموذج قياسي يبين العلاقة بين المؤشرات المالية للمؤسسة والقيمة السوقية لسهمها في بورصة الجزائر.
- تقديم اقتراحات للمتعاملين ببورصة الجزائر بخصوص تأثير المؤشرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

6. حدود الدراسة.

تتمثل حدود الدراسة التي اعتمدنا عليها في مايلي:

أ. الحدود المكانية.

تم اختيار بورصة الجزائر من أجل محاولة إسقاط الجانب النظري على الواقع التطبيقي.

ب. الحدود الزمنية.

غطت الدراسة الفترة الممتدة من 2002 إلى 2020، وقد تم اختيارها لتوفر البيانات والتقارير المالية للمؤسسات محل الدراسة بداية من 2002.

7. المنهج والأدوات المستعملة.

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها، تم الاعتماد في الجانب الأدبي على المنهج الوصفي التحليلي، والمنهج التحليلي الكمي من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة واختبار فرضياتها.

أ. **المنهج الوصفي التحليلي**: تتمثل في المسح المكتبي وذلك عن طريق الإطلاع على الكتب والمقالات والدراسات والأبحاث وكل ما له صلة بالموضوع، من أجل توثيق أهم العوامل التي أظهرتها الدراسات السابقة وخاصة ما تعلق بالمؤشرات المالية والتي لها أثر على القيمة السوقية للأسهم.

ب. المنهج التحليلي الكمي: تم الاعتماد على إحدى تقنيات القياس الاقتصادي المتمثلة في نموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة ARDL والتي تتناسب مع إشكالية دراستنا ومتغيراتها وعدد المشاهدات المتوفرة، بهدف اختبار أثر المؤشرات المالية لمؤسستي صيدال والاوراسي على القيمة السوقية لسهميهما.

وقد تم الاستعانة ببرنامج EXCEL 2007 لتحليل تطور متغيرات الدراسة، فيما تم استخدام البرنامج الإحصائي EVIEWS 10 للقيام بمختلف الاختبارات التي تتطلبها منهجية ARDL.

8. مجتمع وعينة الدراسة.

يتمثل مجتمع الدراسة في بورصة الجزائر، أما العينة المختارة فهي تتمثل في مؤسسة صيدال ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي المدرجتين في البورصة، وقد وقع اختيارنا عليهما نظرا لطول فترة تداول أسهمهما بالإضافة لتوفر قوائمهما المالية منذ سنة 2002 إلى 2020.

9. الدراسات السابقة.

تم إجراء العديد من الدراسات لاختبار تأثير المؤشرات المالية على القيمة السوقية للأسهم، من خلال هذا العنصر سنحاول استعراض بعضها من الأقدم إلى الأحدث كما يلي:

دراسة (Ball, Brown 1968) بعنوان: An empirical evaluation of accounting Income تعتبر من الدراسات الرائدة في مجال اختبار العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم المتداولة في أسواق رأس المال، حيث ركزت على اختبار العلاقة بين الأرباح المتوقعة وأسعار الأسهم لـ 261 شركة مدرجة في سوق نيويورك خلال الفترة 1957-1965، وقد توصلت الدراسة إلى أن نشر أرقام الربحية

في القوائم المالية السنوية لها ردود فعل لدى المستثمرين تنعكس على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق الأوراق المالية.

دراسة (Ball & Foster, 1982) بعنوان: Corporate Financial Reporting: A Methodological Review of Empirical Research، هدفت الدراسة إلى اختبار أثر التقارير المالية على أسعار الأسهم في سوق نيويورك للأوراق المالية، حيث قاما بتطبيق دراستهما على عينة من أسهم الشركات الأمريكية المدرجة في NYSE بلغ عددها 261 تمثل كافة القطاعات، وقد غطت الدراسة الفترة الممتدة من 1957-1965، وتوصلت الدراسة إلى أن القوائم المالية تحتوي على معلومات ينعكس أثرها على أسعار الأسهم فور نشرها، وتم استنتاج أن NYSE هي سوق ذات كفاءة شبه قوية، تدل هذه النتائج أهمية المعلومات الموجودة في القوائم المالية.

دراسة (Kohansal R and Al 2013) بعنوان: Relationship between Financial Ratios and Stock Prices for the Food Industry Firms in Stock Exchange of Iran، هدفت الدراسة لمعرفة العلاقة بين النسب المالية وأسعار أسهم شركات الصناعات الغذائية المدرجة في بورصة إيران، وقد استخدمت البيانات المالية للشركات محل الدراسة للفترة من 1992-2010 لاستخراج المتغيرات المالية المتمثلة في النسب المالية التالية: نسب السيولة (CR)، نسب النشاط (TAT)، نسب الربحية (ROE،ROA) والرافعة المالية (DR)، وتظهر نتائج هذا التحليل أن نسبة (DR) و (ROE) لهما تأثير كبير على حركة أسعار الأسهم.

دراسة (بهلول نور الدين 2015) بعنوان: المعلومة المحاسبية وقيمة المؤسسة، هدفت الدراسة لاختبار أثر الإفصاح المحاسبي على القيمة السوقية للأسهم في كل من بورصة الجزائر الممثلة بمؤسستي صيدال والأوراسي، وسوق عمان للأوراق المالية الممثلة كذلك بمؤسستين (الشركة الدولية للفنادق والأسواق التجارية الشركة الأردنية لإنتاج الأدوية)، وقد تم الاعتماد على البيانات السنوية للفترة الممتدة من 2007-2013 توصلت الدراسة إلى وجود تأثير للإفصاح المحاسبي على القيمة السوقية للأسهم في كل من بورصة الجزائر وسوق عمان للأوراق المالية.

دراسة (أسماء كسري 2015) بعنوان: أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات: دراسة مقارنة لأسهم الأوارسي وصيدال للفترة (2000-2012)، هدفت هذه الدراسة

إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، تمثلت هذه المتغيرات في نسب السيولة، الربحية، المديونية ونسب السوق، وباستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد على البيانات السنوية للفترة 2002-2012، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في (مؤشر دوران إجمالي الأصول، حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول والسيولة السريعة) والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية لمجمع صيدال، حيث جاءت العلاقة طردية مع كل من (QR، EM) فيما جاءت سلبية مع (TAT)، أما بالنسبة لفندق الأوراسي أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب السوق (EPS، PER) والقيمة السوقية لسهمه فقط، وقد كانت هذه العلاقة إيجابية.

دراسة (أسماء كسري 2016) بعنوان: دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمة السوقية للأسهم: دراسة العلاقة السببية لأسهم الأوارسي للفترة (2004-2011)، هدفت الدراسة إلى بناء علاقة خطية بين القيمة السوقية لأسهم فندق الأوراسي باعتبارها متغيرا تابعا، وبين المؤشرات المحاسبية المتمثلة في مؤشرات السيولة، مؤشرات الرافعة المالية، مؤشرات الربحية ومؤشرات السوق، باعتبارها متغيرات مستقلة، وقد أفضت نتيجة نموذج الانحدار إلى وجود علاقة ذات دلالة بين القيمة السوقية للأسهم وبين مؤشرات الربحية ومؤشرات السوق، حيث كانت علاقة القيمة السوقية مع (ROA) (EPS) (PER) طردية، فيما كانت عكسية مع (ROE) والربح الموزع، مع عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات السيولة المتمثلة في (CR، QR) ومؤشرات الرافعة المالية المتمثلة في (مؤشر الدين، مؤشر مضاعف الملكية).

دراسة (Enow S T, Brijlal P 2016) بعنوان: Determinants of Share Prices: the Case of Listed Firms on Johannesburg Stock Exchange، تبحث هذه الدراسة في محددات أسعار الأسهم باستخدام أربع عشرة شركة مدرجة في بورصة جوهانسبرج من 2009-2013 باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، توصلت الدراسة إلى أن DPS، EPS،PER ، تمثل 57.8% من تحركات أسعار الأسهم، علاوة على ذلك ترتبط ربحية السهم وأرباح السعر ارتباطا قويا وإيجابيا بأسعار الأسهم في حين كان ارتباط توزيعات الأرباح غير معنوي إحصائيا.

دراسة (Thomas Arkan 2016) بعنوان: The Importance of financial in Predicting Stock Price Trends، تهدف هذه الدراسة إلى التحقق من أهمية النسب المالية

المستخرجة من البيانات المالية للمؤسسات من أجل التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في الأسواق المالية الناشئة، وقد تم استخدام أسلوب إحصائي من أجل اختبار قوة التنبؤ لـ 12 نسبة مالية مستخرجة من البيانات المالية لـ 15 شركة موزعة على 3 قطاعات خلال الفترة2005-2014 في السوق المالي الكويتي، أظهرت النتائج أن (NPM ،ROE،ROA) لها علاقة إيجابية مع حركة أسعار الأسهم، كما كانت النسبة الأكثر فعالية على سعر السهم في قطاع الخدمات هي (EPS، NPM،ROE،ROA) ونفس الشئ بالنسبة لقطاع الاستثمار.

دراسة (مُحَمَّد سليم العيسى وآخرين 2017) بعنوان: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية مسحية على القطاعات المدرجة في بورصة عمان، هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم للقطاعات المدرجة في بورصة عمان للفترة ما بين 2005-2015، من أجل هذا تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية لكل من مؤشر العائد على الأصول، حجم التداول، مؤشر العائد على حقوق الملكية كما أشارت الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغيري سعر الفائدة ومعدل التضخم على القيمة السوقية للأسهم لنفس الفترة.

دراسة (مُحَمَّد زرقون وأخرون 2018) بعنوان: دراسة قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة في تفسير عوائد الأسهم، هدفت الدراسة إلى اختبار قدرة المؤشرات التقليدية للأداء المالي (ROE , ROA) بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة للأداء المالي (EVA , MVA) في تفسير عوائد الأسهم، حيث شملت عينة الدراسة 30 شركة مدرجة في بورصة قطر للأوراق المالية للفترة (2010-2015) وذلك باستخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة المدروسة وبين عوائد الأسهم ما عدا مؤشر (MVA)، كما أظهرت نتائج الدراسة تفوق المؤشرات التقليدية في تفسير عوائد الأسهم بالمقارنة مع المؤشرات الحديثة.

دراسة (Khushboo Vora,2018) بعنوان: Influence of Financial Performance Indicators on Market Price of Shares of Nifty 50 Companies، هدفت هذه الدراسة إلى محاولة معرفة مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي والمتمثلة في EPS، ROE، ROI على قيمة الأسهم لكل المؤسسات المدرجة في مؤشر NIFTY50 الهندي خلال سنة 2017، توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لمؤشري (EPS، ROI) على القيمة السوقية للأسهم.

دراسة (صخر مرعي وأيوب وائل موسى 2019) بعنوان: النسب المالية وعلاقتها بالعائد على السهم للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين النسب المالية والعائد على السهم للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية والبالغ عددها (33) شركة، ولتحقيق أهداف الدراسة قام الباحثان باستخدام نموذج الارتباط الخطي المتعدد للبيانات الفعلية للشركات خلال الفترة من 2005-2015، أشارت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لنسب الربحية والمتمثلة في (هامش إجمالي الربح، العائد على الأصول) على العائد على السهم، فيما لم يكن للعائد على حقوق الملكية أي تأثير، بالإضافة إلى وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لنسبة التداول كما يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لنسب النشاط (معدل دوران المخزون، معدل دوران الأصول)، أما فيما يتعلق بنسب الرافعة المالية فتبين انه لا يوجد تأثير لكل من (نسبة المديونية، نسبة حقوق الملكية، نسبة الدين إلى حقوق الملكية).

دراسة (Ligocká Marie, Stavárek Daniel 2019) بعنوان: The Relationship Between Financial Ratios And The Stock Prices Of Selected European Food Companies Listed On Stock Exchanges، تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين النسب المالية وأسعار الأسهم لـ 20 شركة منتجة للمواد الغذائية (04 شركات نمساوية، 10 شركات بولندية و 06 شركات سويسرية) مدرجة في ثلاث بورصات مختلفة (بورصة النمسا، بورصة بولندا، بورصة سويسرا) خلال الفترة 2005-2015، وباستخدام طريقة (GMM) توصلت الدراسة إلى بورصة بولندا كانت العلاقة بين أسعار الأسهم و(ROCE،NWC) طردية، فيما كانت عكسية مع (ROE)، أما في بورصة سويسرا فقد خلصت إلى عدم وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين النسب المالية المختارة وأسعار الأسهم، أما في بورصة النمسا فقد توصلت إلى وجود علاقة طردية معنوية عند 10% بين (ROE) وأسعار الأسهم، هذه النتائج تثبت أهمية النسب المالية واختلاف تأثيرها من سوق لآخر.

دراسة (حفصي وآخرين 2019) بعنوان: مؤشرات الأداء المالي وتأثيرها على القيمة السوقية للأسهم، هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للأسهم، بالاعتماد على بيانات 30 مؤسسة صناعية مدرجة ببورصة عمان خلال الفترة 2014-2016، تم استخدام نماذج

بانل للكشف عن هذه العلاقة، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة وقوية بين مؤشر ربحية السهم EPS والقيمة السوقية للأسهم، في حين لم توجد أي علاقة بين مؤشري ROA، EVA والقيمة السوقية للأسهم.

دراسة (قنون عبد الحق، قنون ريم 2020) بعنوان: تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في مؤشر SBF120 الفرنسي خلال الفترة (2013-2017)، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على تفسير حركة القيمة السوقية للأسهم، حيث شملت عينة الدراسة 30 شركة خدماتية المدرجة في مؤشر SBF120 الفرنسي خلال الفترة (2013-2017)، وبالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية لكل من (ربحية السهم، القيمة السوقية المضافة) مع القيمة السوقية للأسهم، فيما كانت سلبية مع العائد على حقوق الملكية.

دراسة (مُحَمَّد يزيد صالحي وعبد العزيز قتال، 2020) بعنوان: تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات خلال الفترة (2012-2018)، هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم مؤسسة أليانس، وقد شملت عينة الدراسة البيانات للفترة الزمنية الممتدة من 2012- 2018 ، ولتحقيق أهداف الدراسة تم بناء نماذج انحدار خطية بين مختلف المتغيرات المستقلة والقيمة السوقية للسهم كمتغير تابع باستخدام برنامج الرزمة الإحصائية SPSS، وقد توصلت نتيجة نموذج الانحدار إلى وجود علاقة ارتباطية ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة (MVA) والقيمة السوقية لسهم مؤسسة أليانس للتأمينات بمعامل ارتباط يقدر ب 86%، فيما كانت العلاقة بين كل من مؤشرات الربحية (ROE،ROI) ومؤشر السوق (EPS) مع القيمة السوقية لسهم مؤسسة أليانس ضعيفة.

ما يميز دراستنا عن معظم الدراسات السابقة والمذكورة سلفا هو السوق محل الدراسة، حيث استهدفت دراستنا اختبار أثر المؤشرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، بالإضافة إلى الاختلاف في المنهجية المطبقة (ARDL) في اختبار الأثر، وكذا نوع وعدد المؤشرات المالية المستخدمة فيما اختلفت عن الدراسات التي اختبرت الأثر في بورصة الجزائر في مايلي:

- الاختلاف في المنهجية المستخدمة في اختبار تأثير المؤشرات المالية على القيمة السوقية، فدراستنا اعتمدت على منهجية (ARDL) فيما اعتمدت الدراسات الأخرى على الانحدار الخطي المتعدد.

- اختلفت الدراسة الحالية مع دراسة (صالح، قتال، 2020) في سهم المؤسسة محل الدراسة وفترة الدراسة، فهذه الأخيرة اختبرت تأثير المؤشرات على القيمة السوقية لسهم مؤسسة أليانس خلال الفترة 2012-2018، أما دراستنا فاختبرت التأثير على القيمة السوقية لسهم مؤسستي صيدال والأوراسي خلال الفترة 2002-2020.
- اختلفت دراستنا مع دراسة (أسماء كسري 2016) في فترة الدراسة التي كانت في هذه الأخيرة خلال الفترة 2004-2011 مستهدفة القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي، فيما كان التشابه في المتغيرات المعتمد عليها.
- اختلفت دراستنا مع دراسة (أسماء كسري 2015) التي استهدفت اختبار تأثير المؤشرات المالية على القيمة السوقية لسهمي صيدال والأوراسي (التشابه في العينة) في فترة الدراسة حيث كانت الأخيرة خلال الفترة 2002-2012، بالإضافة للمؤشرات المالية المعتمد عليها في النموذج.

10. صعوبات الدراسة.

- قلة الدراسات السابقة التي لها علاقة بالموضوع والتي استهدفت بورصة الجزائر.
- قلة المراجع باللغة العربية التي تتطرق لتأثير المؤشرات المالية على القيمة السوقية للسهم.
- قلة عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر وحداثة إدراجها صعب لنا تطبيق الدراسة القياسية على أكثر من مؤسستين.
- عدم نشر القوائم المالية الشهرية أو الثلاثية أو السداسية مما اضطرنا إلى الاعتماد على السلاسل الزمنية السنوية وهو ما تسبب في قلة عدد المشاهدات.
- عدم احتكاكنا بأي متعامل في بورصة الجزائر من أجل معرفة طريقة تحليلهم للمعلومات وكيفية اتخاذهم لقرارات الاستثمار.
- القيام بحساب المؤشرات المالية للمؤسسات المدرجة نظرا لعدم توفيرها من طرف موقع بورصة الجزائر عكس باقي أسواق رأس المال الأخرى التي تقوم بنشرها.

11. هيكل البحث.

ومن أجل الإلمام بموضوع بحثنا بجوانبه المختلفة وتحقيق الأهداف المرجوة، قمنا بتقسيمه إلى مقدمة وثلاثة فصول وخاتمة:

الفصل الأول: وجاء بعنوان الإطار النظري للأسواق المالية، حيث تم تقسيمه إلى أربعة مباحث، تناولنا في المبحث الأول مفاهيم عامة حول الأسواق المالية وكذا تقسيماتها المختلفة، فيما تمحور المبحث الثاني حول نظام تشغيل الأسواق المالية سواء تعلق بعملية الإصدار أو التداول، أما المبحث الثالث فقمنا فيه بعرض لمختلف الأدوات المتداولة في سوق رأس المال، فيما تطرقنا في المبحث الرابع لفرضية الكفاءة وصيغها المختلفة بالإضافة لفرضية المالية السلوكية.

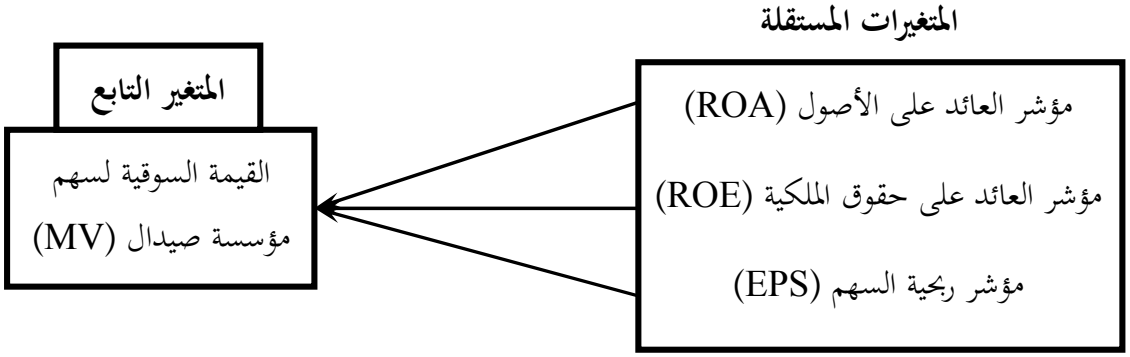
الفصل الثاني: تحت عنوان العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم، تناولنا في مبحثه الأول المعلومات وعلاقتها بسوق رأس المال، فيما خصص المبحث الثاني إلى محددات قيمة السهم من خلال التطرق للعائد والمخاطرة، أما المبحث الثالث فتناولنا فيه الأسلوبين المعتمدين في تحليل المعلومات المتمثلين في التحليل الفني والتحليل الأساسي، أما المبحث الرابع فقد عرضنا من خلاله أهم العوامل الداخلية والخارجية المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم.

الفصل الثالث: جاء بعنوان دراسة تطبيقية لأثر المؤشرات المالية لمؤسستي صيدال والأوراسي على القيمة السوقية لسهميهما، حيث تم تقسيمه إلى أربعة مباحث، قمنا في المبحث الأول بتقديم عام لبورصة الجزائر، فيما عرضنا من خلال المبحث الثاني شروط الإدراج في بورصة الجزائر وإجراءاته، بالإضافة لمتطلبات الإفصاح سواء عند الإصدار أو عند التداول، أما المبحث الثالث فتم فيه تقديم المؤسسات محل الدراسة بالإضافة لتحليل تطور متغيرات الدراسة، فيما قمنا من خلال المبحث الرابع بتكوين نموذجين اقتصاديين قياسيين الأول خاص بمؤسسة صيدال والثاني خاص بمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي لاختبار تأثير المؤشرات المالية للمؤسستين على القيمة السوقية لسهميهما.

12. نموذج الدراسة.

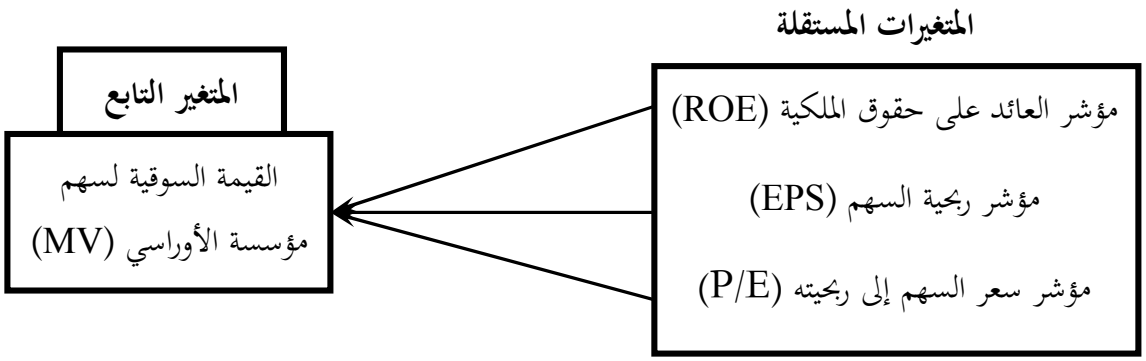
قمنا ببناء نموذجين اقتصاديين قياسيين الأول خاص بمؤسسة صيدال والثاني خاص بمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي لاختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، بالنسبة لنموذج الدراسة المقترح والخاص بمؤسسة صيدال فتمثلت متغيراته المستقلة في مؤشر العائد على الأصول، مؤشر العائد على حقوق الملكية

ومؤشر ربحية السهم، أما المتغير التابع فكان القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال، والشكل التالي يوضح ذلك:



المصدر: من إعداد الطالب.

أما بالنسبة لنموذج الدراسة المقترح والخاص بمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي فقد تمثلت متغيراته المستقلة في مؤشر العائد على حقوق الملكية، مؤشر ربحية السهم ومؤشر سعر السهم إلى ربحيته، فيما مثلت القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي المتغير التابع، والشكل التالي يوضح ذلك:



المصدر: من إعداد الطالب.

الفصل الأول:

الإطار النظري للأسواق المالية

تمهيد.

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، إذ تعتبر آلية تمويلية مهمة يوفرها النظام المالي، يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوفر فيها فوائض مالية إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي وتحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية سواء تعلق الأمر بالأفراد أو بالمؤسسات، وتظهر أهميتها كذلك باعتبارها أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق العوائد من خلال ما توفره من تنوع للفرص الاستثمارية.

وحتى تؤدي الأسواق المالية الدور المنوط بها وجب تميزها بالكفاءة، فقد اعتبرت فرضية كفاءة الأسواق المالية من ركائز النظرية المالية بسبب أهميتها التطبيقية، فمن خلال السوق الكفء تعكس القيمة السوقية للأسهم جميع المعلومات المتاحة، ولكن مع تتابع وتوالي الأزمات والاختلالات التي شهدتها الأسواق المالية جعل المهتمين والمتعاملين يشككون في مدى تطابق فرضية الكفاءة بين جانبها النظري والتطبيقي.

أثار هذا الأمر جدلا كبيرا وفتح المجال للبحوث والدراسات وهو ما أفرز ظهور تيار مالي جديد يدعى بالمالية السلوكية، حيث اعتبر علم النفس المعرفي الخاص بسلوك الأفراد الركيزة الأساسية التي يقوم عليها هذا التيار، هذا الاتجاه الجديد في علم المالية سعى إلى تفسير حالات الشذوذ والتشوهات الملاحظة في الأسواق المالية والتي عجزت عن تفسيرها فرضية الكفاءة.

ومن أجل التعرف على ما سبق، ارتأينا أن يتم التطرق من خلال هذا الفصل إلى العناصر التالية:

- مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.
- نظام تشغيل أسواق رأس المال.
- الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال.
- أسواق رأس المال بين فرضتي الكفاءة والمالية السلوكية.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.

أصبحت الأسواق المالية محركا مهما في تنمية الاقتصاديات المختلفة وقطبا رئيسيا فيما يخص عملية التمويل المباشر للمؤسسات، وقد عرفت تطورات هائلة سواء كان من حيث التنظيم، الأنواع، آليات العمل أو من حيث القواعد والتشريعات التي يتم العمل بها داخل هذه الأسواق، وحتى من خلال تنوع الأدوات المتاحة للتداول بهدف تشجيع وجلب المتعاملين الاقتصاديين إلى هذا النوع من الأسواق.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية Financial Markets .

هو المكان الذي يتم فيها تداول الأدوات المالية، وهو بمثابة الجهاز العصبي المركزي للاقتصاد، حيث ينقل المعلومات ويتفاعل معها بسرعة، ويخصص الموارد ويحدد الأسعار، ويمكن الشركات والأفراد من الحصول على تمويل لأنشطتهم، فيمكن الشركات الجديدة أن تبدأ والشركات القائمة أن تنمو[1]

تعرف كذلك على أنها الوسيلة التي يلتقي من خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون من ذوي الاهتمامات (المالية والنقدية) بغرض تداول الأصول المختلفة (المالية، الحقيقية، النقدية) لفترات معينة (طويلة وقصيرة) وذلك اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات وكذلك عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محليا أو دوليا[2].

السوق المالي موجود أينما توجد وسيلة التبادل بين البائع والمشتري، وبغض النظر عن الكيفية التي يتم بموجبها تنفيذ عمليات الشراء والبيع فقد تكون باللقاء المباشر بينهما أو بواسطة الهاتف أو حتى بواسطة الانترنت، ويستعين السوق المالي بشريحة من الخبراء لإدارة وتنظيم عمليات التبادل وتوفير المعلومات الدقيقة للمتعاملين في السوق لفئة المالكين، أما الفئة الثانية العاملة في السوق فهم الوسطاء أو الوكلاء[3] .

بناء على التعاريف السابقة يمكن صياغة التعريف التالي: السوق المالي هو الآلية أو الإطار التنظيمي الذي يتم من خلاله تبادل أصول مالية بيعا وشراء بين طرفين، أحدهما مستثمر لديه عجز في موارده المالية، وآخر مدخر لديه فائض مالي، وذلك يكون إما بطريقة مباشرة بين الطرفين أو بطريقة غير مباشرة بتدخل طرف ثالث وسيط بين الطرفين، تتحد فيها الأسعار بالتقاء قوى العرض والطلب.

---

[1] Stephen G Cecchetti, Kermit L Schoenholtz, Money, Banking and Financial Markets, 5th edition, McGraw-Hill Education, HARDCOVERE, New York, USA, 2017, P P 54-55.

[2] هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1،عمان، الأردن، 2003، ص58.

[3] دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2006، ص 24.

المطلب الثاني: وظائف وأهمية الأسواق المالية.

يعتبر توفير الأسواق المالية في أي نظام مالي أمرا بالغ الأهمية بالنظر لما تؤديه من وظائف تفسر وجودها وأهميتها الاقتصادية.

أولا: وظائف الأسواق المالية.

تؤدي الأسواق المالية عدة وظائف من خلالها يتمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها، ومن أهم هذه الوظائف:

1. وظائف الاستثمار والتمويل: تعني أن طالبي رأس المال يمكنهم من الحصول على التمويل، ويمكن للمستثمرين توفير الأموال لهم من خلال السوق المالي، بمعنى أن الأدوات المتداولة هي أدوات للتمويل والاستثمار، وبالتالي يوفر السوق المالي منصة تنافسية واسعة النطاق للمستثمرين[1].

2. توفير السيولة: تعتبر السيولة سمة مهمة توفرها الأسواق المالية، وهي سهولة تحويل الأصل إلى نقود دون خسارة في القيمة، وبدون الأسواق المالية سيكون بيع الأصول التي نمتلكها أمرا بالغ الصعوبة، وبالتالي لا يمكننا المبالغة في أهمية السيولة للتشغيل السلس للاقتصاد، فبمجرد التفكير في ما يمكن أن يحدث إذا كانت السوق المالية مفتوحة يوم واحد فقط في الشهر فبالتأكيد سيصبح الاستثمار في الأسهم أقل جاذبية، وإذا كانت لديك حالة طوارئ واحتجت إلى الأموال فمن المحتمل أنك لن تتمكن من بيع أسهمك في الوقت المناسب[2]، لهذا جميع الأسواق المالية توفر شكلا من أشكال السيولة، ولكن درجة السيولة هي أحد العوامل التي تميز بين الأسواق المالية المختلفة[3].

3. انخفاض تكلفة المعاملات: حيث تعمل الأسواق المالية بطريقة تجعل تكاليف المعاملات (تكلفة البيع والشراء) منخفضة، فإذا كان المستثمر يرغب في شراء أو بيع أداة مالية فيجب عليه الدفع لوسيط معتمد من أجل إتمام هذه العملية نيابة عنه، وعلى الرغم من أن هذه الخدمة لا يمكن أن تكون مجانية، ولكن تكلفتها منخفضة نسبيا[4].

---

[1] Lu Yua, Xiao-wan Hua, Kun Guo, The Study of the Development of Chinese Stock Market Based on Factor Analysis , Procedia Computer Science, N 55 , 2015, P 423

[2] Stephen G Cecchetti, Kermit LSchoenholtz, Op. Cit, P 55.

[3] Pamela Peterson Drake, Fabozzi Frank J, The Basics of Finance: An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management, John Wiley & Sons Inc, 1st Edition, USA, 2010, P18.

[4] Stephen G Cecchetti, Kermit L Schoenholtz, Op. Cit, P 55.

يمكننا تصنيف التكاليف المرتبطة بالمعاملات إلى نوعين وهما[1]:

أ. **تكاليف البحث**: تنقسم بدورها إلى فئتين:

- **التكاليف الصريحة**:تتضمن نفقات الإعلان عن نية الشخص في بيع أو شراء أداة مالية.
- **التكاليف الضمنية**: تتضمن قيمة الوقت الذي يقضيه في تحديد موقع الطرف المقابل في المعاملة (أي المشتري للبائع أو البائع للمشتري).

ب. **تكاليف المعلومات** هي التكاليف المرتبطة بتقييم سمات الاستثمار في الأداة المالية.

4. السوق مكان لتحديد الأسعار: يعني أن تفاعلات المشترين والبائعين (العرض والطلب) في السوق المالية تحدد سعر الأصل المتداول، حيث يحدد المستثمرون العائد المطلوب من أجل شراء أداة مالية، وتسمح الأسواق المالية في تخصيص الأموال المتاحة من أولئك الذين يرغبون في إقراض أو استثمار الأموال إلى أولئك الذين يحتاجون إلى أموال، وبالتالي الحصول على التمويل مرتبط بالعائد المطلوب من طرف المستثمرين[2].

5. تقوم الأسواق المالية بتجميع المعلومات المتعلقة بمصدري الأدوات المالية وتوصيلها للمستثمرين، والتي تنعكس على أسعار تلك الأدوات المالية.

6. بيع وشراء المخاطر من خلال السوق المالي: حيث تعتبر الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي وسيلة لنقل المخاطر، فمن خلاله تتاح للمستثمر فرصة شراء وبيع المخاطر مع الاحتفاظ بالمخاطر التي يريدها والتخلص من المخاطر التي لا يريدها[3].

7. تخصيص رأس المال: يمكن لسوق الأوراق المالية تغيير تدفق الأموال وتحقيق إعادة تخصيص رأس المال من خلال سعر السهم، حيث يمكن للسوق الكفء توجيه تدفقات الأموال للمؤسسات أو الصناعات التي يمكن أن تنتج ربح عالي، وبالتالي يمكن للمستثمرين تحقيق التخصيص الأمثل لرأس المال بإتباع سعر السهم[4].

8. توفر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار: تسمح لكل مستثمر من اختيار الوجهة المناسبة من حيث الإدارة الاستثمارية والتكلفة والعائد والمخاطرة[5].

---

[1] Pamela Peterson Drake, Fabozzi Frank J, Op. Cit, P18
[2] Ibid, P17
[3] Stephen G Cecchetti, Kermit L Schoenholtz, Op. Cit, P 56.
[4] Lu Yua , Xiao-wan Hua , Kun Guo, Op. Cit, P424.
[5] حسين علي بن هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها مشتقاتها، دار مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2014، ص11.

ثانيا: أهمية السوق المالي.

تتجلى أهمية السوق المالي من خلال الدور الذي تقوم به في الاقتصاد، نذكر منها[1]:

- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية، حيث تعرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى، يصدرها مستثمرون أو وسطائهم، بغرض تمويل مشروعات معينة أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة، وهذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع السلوك نفسه في الأسواق المالية

- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين، وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دورا فعالا في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال اكتتاب الأسهم والسندات، وهنا كلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة بهذه الأسواق أكثر ملائمة فإن الدور التحفيزي لها يكون أكبر بالنسبة للمدخرات، وخاصة عندما يكتشف المدخرون بأن العوائد المتحققة من مدخراتهم أكبر من تلك التي يمكن تحقيقيها من خلال توظيفها في البنوك.

- تعد الأسواق المالية مجالا واسعا لتسهيل عملية تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسة، وذلك لتحويل الموارد إلى المستقبل أو لإيصال الناتج الراهن إلى الاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال الزمن، ولربط الأطراف الدائنة ذات الفوائض بالأطراف المدينة ذات العجز.

- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل حيث يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل بجانب الأسهم والسندات لفترات طويلة الأجل، واللتان هما ضمن الأسواق الرأسمالية.

- يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبراتها تقديم النصح للمؤسسات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، وذلك عبر تحميل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات، وبيان احتياجات هذه الشركات، وتحديد أفضل الأدوات وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات.

[1] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص 84-86.

- ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من عوائد الأدوات الاستثمارية والذي يمكن تحقيقه من خلال عمليات التحوط التي تمارسها إدارات الأسواق المالية، وخاصة عند توجيه حركات المضاربة والحد من المبالغة في حركات الأسعار.
- تعد مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.
- إلزام المؤسسات بالإفصاح ومراقبة عمليات التداول في ردهات السوق يضمنان إلى حد بعيد مناخا استثماريا يتسم بالشفافية.

المطلب الثالث: تقسيمات الأسواق المالية.

الأسواق المالية ليست سوقا واحدة متجانسة، بل هي أسواق متمايزة كل واحدة منها متخصصة بنوع معين من أنواع المبادلات المالية، ولكل منها مؤسساتها الخاصة وإن كانت في بعض الأحيان متداخلة، وتوجد العديد من التقسيمات تختلف باختلاف معايير تصنيفها، فهناك من يصنفها من حيث أجل الأدوات المتداولة فيها (أسواق نقد وأسواق رأس المال)، وهناك من يصنفها من حيث كيفية التعامل (سوق مفتوح وسوق التفاوض)، كما نجد تصنيف حسب معيار طريقة التداول (الأسواق الحاضرة والأسواق الآجلة)، وفي هذا المجال ارتأينا أن نعتمد التصنيف حسب أجل الأدوات المتداولة، حيث تنقسم إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال.

أولا: الأسواق النقدية Money Markets

1. تعريف السوق النقدي.

يشير مصطلح "سوق النقد" إلى السوق التي يتم فيها تداول أوراق مالية قصيرة الأجل (أدوات الدين) لا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة ، حيث يوفر للمقترضين فرصة الحصول على قروض قصيرة الأجل، كما يوفر للمستثمرين فرصة الحصول على مستوى عالي من الأمان من خلال استثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة، حيث تلعب البنوك التجارية دورا مهما في نشاط هذا السوق[1]، تتميز هذه الأوراق المالية المتداولة في هذا النوع من الأسواق بعوائد منخفضة ومخاطر منخفضة[2].

[1] Najeb M H Masoud, The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol 3, No 4, 2013, P790.
[2] Melicher Ronald, Norton Edgar, Introduction to finance: Markets, Investments, and Financial Management, Wiley, 16th edition, USA, 2016, p14.

2. خصائص السوق النقدي.

للسوق النقدي خصائص يتميز بها عن الأسواق الأخرى، نذكر منها مايلي[1]:

- المعاملات بفئة كبيرة، حيث يعتبر سوق جملة لكون المتعاملين فيه ذوي حجم كبير، ويعملون عادة لحساب مؤسسات كبيرة، ويتمتعون بخبرات ومهارات عالية، فالمتعاملين في هذا السوق هم المؤسسات النقدية والمالية.
- السيولة العالية، وهذا لتميز الأدوات المتداولة في السوق النقدي بالقدرة على التحول إلى نقود قانونية خلال فترة زمنية قصيرة، وهو ما يعطيها خاصية السيولة العالية.
- انخفاض المخاطر، حيث يعتبر سوقا للاستثمار منخفض المخاطر، من حيث المخاطر النقدية ومخاطر الائتمان، فدرجة المخاطر النقدية التي قد تنشأ عندما يرغب المستثمر في تسييل استثماراته منخفضة جدا، لأن أدوات الاستثمار سريعة التداول وعوائدها شبه مؤكدة، أما بالنسبة لمخاطر الائتمان التي تنشأ عن عدم قدرة المدين على الوفاء شبه معدومة، لأنها تكون عادة صادرة عن الحكومة أو عن مؤسسات كبيرة ذات مراكز مالية قوية.

3. الأدوات المتداولة في السوق النقدي.

تتمثل في الأوراق المالية التي لا يتجاوز تاريخ استحقاقها السنة، تتداول من خلال السماسرة والبنوك التجارية وكذا من خلال الجهات الحكومية، وتمثل هذه الأوراق صكوك مديونية مدون عليها بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال، ونظرا لانخفاض مخاطر عدم السداد يتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفض، ومن أبرز أنواع هذه الأوراق ما يلي:

أ. أذونات الخزينة Treasury Bills: هي صكوك مديونية قصيرة الأجل تصدرها الخزينة العمومية، وتمثل أكثر الأوراق المالية ضمانا، وذات عائد مستقر مقارنة بالأوراق المالية الأخرى، لذلك غالبا ما يمثل الاستثمار في هذا السند الاستثمار في الفرصة البديلة، ويعد عائدها بمثابة عائد الفرصة البديلة الذي تقاس عليه الأوراق المالية الأخرى، الاستثمار بهذا النوع يتميز بانخفاض المخاطر وانخفاض العائد، ويعد أكثر الأوراق المالية سيولة في السوق النقدي، تعطي مقدار معين من العائد عند الاستحقاق ولا تعطي مدفوعات فائدة[2]

[1] السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، ط1، عمان، الأردن، 2010، ص ص 121-122.

[2] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية-مؤسسات-أوراق-بورصات، دار الشروق، ط1، عمان، الأردن، 2005 ، ص 113.

تبيع الحكومة هذه الأوراق المالية بخصم من قيمتها الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الإذن، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمر[1].

ب. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول Negotiable Bank Certificates of Deposit: هي حقوق مديونية تصدرها البنوك التجارية، يمكن لحاملها التصرف بها بيعا وتنازلا فضلا عن إمكانية استرداد القيمة عند الاستحقاق، ومعدلات الفائدة الممنوحة يتناسب مع مدة الاستحقاق، ولا يحق لحاملها الرجوع للبنك متى شاء لاستعادة القيمة المستحقة، بل لابد من انتظار تاريخ الاستحقاق أو تداولها في سوق الأوراق المالية عند الرغبة في تسييلها[2].

ت. القبولات المصرفية Bankers Acceptances: هي عبارة عن قرض قصير الأجل، عادة ما تقدم من البنوك للمستوردين والمصدرين لتمويل معاملاتهم، يتم إنشاء القبولات عندما يتم كتابة وعد بالدفع من قبل أحد عملاء البنك والبنك يقبل، يعد قبول البنك لمشروع العميل بمثابة وعد بدفع قيمته الاسمية يستخدم العميل بعد ذلك التعهد لتمويل المعاملة مع إعطاء هذا التعهد للمورد مقابل السلع، تباع وتتداول القبولات المصرفية بخصم من قيمتها الاسمية، وتدفع القيمة الاسمية عند الاستحقاق لحامل الورقة[3]، للإشارة فإن صفة الضمان في هذه الورقة المالية ناتجة عن قيام البنك بختمها بعبارة مقبول (Accepted) [4].

ث. قرض فائض الاحتياطي الإلزامي Surplus Reserve Requirement: يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه، وهي تتمثل في تعهد غير مكتوب يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة تتحدد وفقا لقانون العرض والطلب، هذا ويلعب البنك المركزي دور الوسيط بين البنوك المقرضة والبنوك المقترضة، كما يمكن أن يكون الاتصال مباشرا بينها أو بواسطة سمسار متخصص في هذا النوع من القروض[5].

ج.الكمبيالة المصرفية Banking Bills: تمثل تعهد كتابي من شخص بإعادته مبلغ اقترضه من بنك معين، وهو عقد إقراض مصرفي يترتب عليه فوائد لصالح البنك حتى تاريخ انتهاء العقد (الاستحقاق)

[1] Pamela Peterson Drake, Fabozzi Frank J, Op. Cit, P26.

[2] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 114

[3] Pamela Peterson Drake, Fabozzi Frank J, Op. Cit, P28.

[4] محمود محمد الداغر، مرجع سابق ،ص 115

[5] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، دلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2012، ص ص 54-55.

ولكن يمكن للبنك بيعه في التداول على أن يعيد الشخص المقترض المبلغ عند الاستحقاق، ويمكن الرجوع للبنك من أجل الحصول على القيمة طالما البنك هو صاحب الكمبيالة الأصلية[1].

ح.الأوراق التجارية Commercial papers: هي عبارة عن كمبيالات قصيرة الأجل لا تزيد عن سنة، وتمثل صفة القرض على جهة الإصدار، وتحصل الشركات على ائتمان مفتوح لدى بعض البنوك التجارية مقابل الأوراق التجارية، وأهم سمة لهذه الكمبيالات المتداولة هو اختلافها عن القرض من ناحية الحاجة إلى الضمان، بينما سمعة المؤسسة تعد غالبا أهم شيء من أجل الحصول على التمويل، وطالما أن البنك يضمن الدين فإن الورقة تتمتع بأمان مناسب للمتداولين بهذه الأوراق، ولكن في الوقت نفسه يعد معدل الفائدة المتوقع لها منخفضا[2].

خ.قروض اليورودولار Eurodollars: يستخدم هذا المصطلح للإشارة للدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها البنوك خارج الولايات المتحدة وبالأخص البنوك الأوروبية، ويتكون سوق اليورودولار من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي تقبل ودائع وتمنح قروض بالدولار الأمريكي فقط تتسم هذه القروض بضخامة القيمة وقصر مدة الاستحقاق، هذا ولم يعد الأمر يقتصر على الدولار، إذ أصبح هناك سوق للعملات الأوروبية موازيا لسوق اليورودولار[3].

د. اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements: هي أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية، لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق وذلك لليلة واحدة أو لأيام قليلة، وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقا مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموالا فائضة لديهم، ووفقا للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر (بصفة مؤقتة) أوراقا مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم في الوقت نفسه بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق من ذلك المستثمر بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باع له به هذه الأوراق، على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة

[1] محمود محمد الداغر، مرجع سابق ،ص 115.

[2] نفس المرجع، ص 115.

[3] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 55.

التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر، وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر وعودة الأموال إلى المستثمر، ويعتبر فرق القيمة بين عقد الشراء وعقد البيع بمثابة فائدة على الأموال المقترضة[1].

ثانيا: سوق رأس المال Capital Markets.

I. تعريف سوق رأس المال: هو جزء من السوق المالية، حيث يتداول فيه الأدوات المالية طويلة الأجل التي تصدرها المؤسسات والحكومات، ويشير مصطلح "طويل الأجل" إلى الأدوات المالية التي يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة أو تلك التي بدون تاريخ استحقاق، هناك نوعين من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، تلك التي تمثل أدوات ملكية، وتسمى أسهم وتصدرها المؤسسات، وتلك التي تمثل المديونية وتصدرها المؤسسات والحكومات[2].

II. خصائص سوق رأس المال[3].

تتميز أسواق رأس المال بالخصائص التالية:

- يتعلق بالأوراق المالية طويلة الأجل.
- دور فعال في تمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل.
- يعتبر أكثر تنظيما من الأسواق الأخرى، لأن المتعاملون فيه هم وكلاء متخصصون.
- يعتبر الاستثمار في سوق رأس المال أكثر خطورة، ويحمل سيولة أقل من سوق النقد.
- العوائد مرتفعة مقارنة بالاستثمار في الأسواق الأخرى.

III. أقسام سوق رأس المال.

تنقسم أسواق رأس المال إلى سوقين رئيسيين:

1. السوق الأولي (سوق الإصدار) Primary Market .

يسمى كذلك سوق الإصدار، يتم فيه السماح للمؤسسات المدرجة (وفق شروط إدراج يحددها قانون أو نظام السوق) بإصدار أوراق المالية كالأسهم والسندات، حيث يعتبر مصدر حيوي للاقتصاديات الرأسمالية[4] لأنه من خلاله تذهب عائدات بيع الأوراق المالية الجديدة بعد تكاليف الإصدار إلى المؤسسة المصدرة أو جهة

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 128

[2] Pamela Peterson Drake, Fabozzi Frank J, Op. Cit, P 28.
[3] Najeb M H Masoud, Op. Cit, P 790.
[4] Ibid, P 791.

الإصدار الحكومية[1]، أي من مالكي هذه الفوائض المالية للمقترضين الذين يستخدمونها لتمويل أنشطتهم الاستثمارية، ويتم الاعتماد في ذلك على البنوك الاستثمارية التي تتخصص في تسويق الأسهم[2]، يعتبر السوق الأولي السوق الوحيد الذي يستفيد فيه مصدر الأوراق المالية مباشرة (يتلقى الأموال) من بيع أوراقه المالية[3].

2. السوق الثانوية (سوق التداول) Secondary Markets.

هي مواقع مادية أو إلكترونية[4] يتم فيها تداول (بيع وشراء) الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولية، غير أن عائدات البيع هنا لا تذهب للمؤسسة المصدرة للأوراق المالية، وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي وآخر وباتجاهين[5]، تعتبر السوق الثانوية الجزء الأهم في هيكل سوق رأس المال، لأن نشاطها يتصف بالاستمرارية على عكس السوق الأولية التي يتميز نشاطها بالظرفية[6].

وتنقسم الأسواق الثانوية إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة (خارج البورصة).

أ. **السوق المنظم Organized Markets**: يحتوي السوق المنظم على مبنى، يعتبر مكانا لتداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات والخيارات والعقود الآجلة)[7]، حيث يتم التداول بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف ومواقيت محددة بالقانون، محاطة بشفافية للإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر[8]، وهذا للتأكد من أن هذه السوق تؤدي إلى تجارة تنافسية[9].

---

[1] Melicher Ronald, Norton Edgar, Op. Cit, p15

[2] Najeb M H Masoud, Op. Cit, P 791.

[3] Melicher Ronald, Norton Edgar, Op. Cit, p15

[4] Ibid, p15.

[5] مصطفى يوسف كافي وآخرون، أسواق مالية ومصرفية، دار الإعصار العلمي، ط1، عمان، الأردن، 2017، ص41.

[6] محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم –سندات –أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2006، ص 61.

[7] Najeb M H Masoud, Op. Cit, P 791.

[8] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص241.

[9] Najeb M H Masoud, Op. Cit, P 791.

وتقسم الأسواق المنظمة بدورها إلى مستويين، وذلك حسب حجم وأهمية المؤسسات التي يسمح بتداول أسهمها[1]:

- **السوق الأولى First Market**: والذي يخصص للمؤسسات الكبيرة التي تستوفي الشروط التي تضعها البورصة، أو ما يعرف بالسوق الرئيسية كما هو عليه الحال في العديد من الأسواق العالمية، ويضم أكبر المؤسسات وأكثرها فعالية في الاقتصاد، هذا مع ملاحظة أن هناك شروطا لتسجيل الأوراق المالية في البورصة تتعلق بـ:
  - أرباح المؤسسات، وحجم أصولها.
  - الحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب.
  - عدد المساهمين وسمعة المؤسسة على المستوى الوطني وعلى مستوى القطاع الذي تنتمي إليه.

وبمجرد استيفاء المؤسسة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة، كما أنه يتعين عليها نشر تقارير مالية نصف أو ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية.

- **السوق الثانية Second Market**: هي سوق مفتوحة إلى جانب السوق الأولى حيث تضم شركات المساهمة التي لا يمكنها أن تدرج في السوق الرئيسية، وعادة ما تخصص هذه السوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والمؤسسات التي لا تستطيع تحقيق المتطلبات وشروط السوق الأولى، فمثلا يمكن لشركة عائلية وبرأس مال ضخم وترغب في التحول إلى شركة مساهمة أن تدخل إلى السوق الثانية إذا لم تستطع تحقيق شروط الشفافية والإفصاح القاسية والمكلفة نسبيا، والتي تشترطها السوق الأولى.

وعليه فإن السوق الثانية هي سوق منظمة قوانينها ومقاييسها ومعاييرها شبيهة بالسوق الأولى، ولكن بمتطلبات أقل، فبما أنها سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لا تستطيع تحمل التكلفة العالية لإعداد القوائم المالية المفصلة والأكثر دورية والإفصاح والشفافية كما هو الحال في السوق الأولى، فإن شروط الإصدار في هذه السوق أقل حدة وشدة منها في الأولى.

[1] بن عيشوش محمد، أثر التحليل في السوق المالي على كفاءة الأسواق المالية، دراسة حالة الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، البليدة، 2017، ص ص 47-48.

ب. السوق غير المنظمة Non-Organized Markets: يطلق عليها (OTC)، ويقصد به السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للمؤسسات التي لم تستوفي شروط الإدراج في البورصة، ولا يوجد مكان محدد لتداول الأوراق المالية في هذا السوق، وتقوم بهذه المهمة المؤسسات المالية أو البنوك أو الوسطاء وفقا للأسعار المعلنة، ويلعب الوسطاء دورا أساسيا في هذا السوق الذي يتصف بالديناميكية المفرطة والمرونة العالية، لأن جميع الصفقات تتم بسرعة بواسطة وسائل الاتصال المتاحة ودون الحاجة إلى أن يلتقي البائع مع المشتري، إذ يتم استخدام شبكة اتصالات سريعة تربط السماسرة والتجار والمستثمرون، أي التداول يكون بين حامل الورقة المالية وبين المشتري دون الحاجة لحضور المصدرين، ويحدد سعر التداول بالتفاوض بين المتعاملين[1].

ويمكن تمييز نوعين من الأسواق غير المنظمة :السوق الثالث والسوق الرابع.

- **السوق الثالث Third Markets**: هو سوق غير منظم يتألف من شركات الوساطة التي ليست أعضاء في البورصة ولديهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في هذه الأسواق، بالإضافة إلى ذلك فإن شركات السمسرة هذه على استعداد لبيع وشراء الأوراق المالية وبأي كمية [2]، جمهور العملاء في هذه السوق هو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة كصناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية، إضافة لبيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة[3].
- **السوق الرابع Fourth Market**: يشير السوق الرابع إلى التجارة المباشرة بين المؤسسات دون استخدام البورصة، هذا السوق مخصص للمؤسسات الكبرى والأفراد الأثرياء الذين يتعاملون بالطلبيات الكبيرة، حيث تتم عن طريق شبكة قوية من الهواتف وأجهزة الكمبيوتر التي تساهم في إنهاء العديد من المعاملات بسرعة وبتكلفة أقل، وهو ما يساعد على تخفيض العمولات المدفوعة للوسطاء[4].

[1] دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص91.

[2] Najeb M H Masoud, Op. Cit, P 791

[3] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، دلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 109.

[4] Najeb M H Masoud, Op. Cit, P 791

المبحث الثاني: نظام تشغيل أسواق رأس المال.

ضمانا للسير الحسن للعمل في سوق رأس المال، فمن الضروري تنظيم هذا الجهاز ووضع خطة محكمة يسير عليها، عن طريق إنشاء هيئات وجهات مختصة تعمل على حماية مصالح المستثمرين والمصلحة العامة وترتب العلاقة بين جميع المتعاملين داخل السوق وذلك وفقا لقواعد ولوائح تكفل الاستمرار والانضباط لعمليات البورصة وكذا الحفاظ على أسواق حرة ومفتوحة.

يشترط في السوق المنظمة أن يتم التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة للتعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، وتتولى الهيئة المشرفة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة، وغيرها من المعلومات التي تكون ضرورية للإعلان عنها لصالح المتعاملين.

المطلب الأول: جهات تنظيم وإدارة أسواق رأس المال.

يقتضي التعامل في سوق الأوراق المالية وجود إطار تشريعي منظم، وهيئة تشرف على تطبيق القوانين وتنظم السوق، وذلك داخل صالة للتعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وتتولى الهيئة مهمة الرقابة على سوق الإصدار وسوق التداول، سنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على أهم مكونات نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية.

أولا: الهيئة المشرفة على إدارة سوق رأس المال.

تجسد البورصة مفهوم السوق الحرة التي تتحدد فيها الأسعار وفق قانون العرض والطلب، وللحفاظ على هذه المكانة المتميزة وجب على الهيئة المشرفة على إدارة البورصة الحرص على حماية السوق، وذلك بسن قوانين وإجراءات صارمة وإنشاء تنظيمات تسهر على ضمان التطبيق السليم لتلك النصوص والإجراءات والتأكد من سلامة العمليات المنعقدة في البورصة، ووضع قواعد التفتيش والرقابة، وهي كمايلي[1]:

1. الرقابة على السوق الأولي: تقوم الهيئة المشرفة على سوق رأس المال بإلزام المؤسسات الجديدة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام بإصدار "نشرة الاكتتاب" توضح فيها برنامجها وأهدافها حتى يقف الجمهور على حقيقة أغراضها.

[1] مصطفى يوسف كافي وآخرون، مرجع سابق، ص ص 54-55.

2. وضع متطلبات الإفصاح: تقوم الهيئة بوضع متطلبات الإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم مؤسساتهم وذلك من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة أو لحين إعلان نتائج مرضية عن المؤسسة لفترة معينة.

3. الرقابة على السوق الثانوي: وهذا من خلال نشر المعلومات المالية عن المؤسسات المقيدة بالجدول الرسمي، حيث تلتزم المؤسسات المدرجة بإعداد ونشر المعلومات المالية عن أدائها ومركزها المالي، حيث تعكس هذه المعلومات أوضاع المؤسسة بشكل سليم وتمكن العميل من اتخاذ قراره الاستثماري السليم.

4. تطبيق قوانين التعامل بالبورصة: تقوم الهيئة بتطبيق قوانين ولوائح التعامل بالسوق والتي تضمن تجنب التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في سعر الورقة المالية من صفقة لأخرى.

ثانيا: صالة التداول.

وهي المكان المخصص للتداول (ويطلق عليها قاعة التداول)، وهناك أكثر من بديل في هذا المجال كنظام الصالة الواحدة، ونظام التداول باستخدام الحاسبات الالكترونية والوحدات الطرفية[1].

ثالثا: الوسطاء المرخص لهم العمل.

إن التداول في قاعات هذه الأسواق يتم من خلال سماسرة مرخصين يقومون بدور الوساطة بين المستثمرين وسوق رأس المال، فكل مستثمر يرغب في بيع أو شراء الأوراق المالية يختار سمسارا ليقوم نيابة عنه بتنفيذ أوامر البيع أو الشراء مقابل عمولة تحدد إطارها القوانين والتنظيمات المعمول بها بالبورصة[2]، وفي هذا الصدد يوجد خمسة أنواع من الوسطاء المرخص لهم العمل في البورصة[3]:

1. **السماسرة الوكلاء Commission Broker**: هو شخص يحمل عضوية البورصة ويعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة، كما قد يعمل تاجرا Dealer لحسابه الخاص بإجرائه صفقات للعملاء بموجب الأسعار السائدة.
2. **سماسرة الصالة Floor Broker**: ويطلق عليه سمسار السماسرة، وهو لا يعمل لحساب بيت السمسرة بعينه بل يقدم خدمة لمن يطلبها، لهذا فعليه دفع رسم العضوية من أمواله

[1] محمد عبد الحميد احمد الإمبابي، سياسات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2017، ص 83.
[2] محمد عبد الله شاهين، البورصة والثراء، دار يافا العلمية للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2017، ص 23.
[3] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 103.

الخاصة، وفي فترات ذروة النشاط يقدم هؤلاء السماسرة خدماتهم للسماسرة الآخرين داخل السوق، حيث يجرون المعاملات نيابة عنهم مقابل الحصول على جزء من العمولة، كما يتيح لبيوت السمسرة ممارسة نشاطها بعدد قليل من السماسرة الوكلاء طالما بإمكانهم الاعتماد على سماسرة الصالة لإتمام معاملاتهم.

3. **تجار الصالة Floor Trader**: ويطلق عليهم المضاربون Speculators، كما يطلق عليهم التجار المسجلون Register Traders، يدفعون رسوم العضوية في البورصة من أموالهم الخاصة غير أنهم يعملون لحسابهم فقط، بمعنى لا ينفذون عمليات لحساب الجمهور أو السماسرة، بل ينتهزون فرص سانحة للبيع أو الشراء على أمل تحقيق الربح.
4. **المتخصصون Specialists**: هم أعضاء السوق الذي يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محدودة من الأوراق، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد، وهو الذي يطلع على دفتر الأوامر المحددة للأوراق التي يتعامل فيها، ويدفع المتخصص رسم العضوية من أمواله الخاصة، ويجمع نشاط المتخصص بين السمسرة والاتجار، فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرين مقابل عمولة، ويشبه التاجر في أنه يتاجر لحسابه الخاص بهدف تحقيق الربح.
5. **تجار الطلبيات الصغيرة Odd-Lot Dealer**: يقصد بهم التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبيات كبيرة Round Lots (100 سهم أو مضاعفاته) ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة ODD Lot (أقل من 100 سهم)، ويتقاضى هؤلاء التجار عمولة (الفرق بين سعر البيع والشراء) [1].

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 103.

المطلب الثاني: إدارة الإصدار في السوق الأولي.

يسمح السوق الأولي للمؤسسات الباحثة عن التمويل بجمع رأس المال عن طريق إصدار أسهمها تتكفل بنوك الاستثمار بعملية تسويق هذه الأسهم باعتبارها وسيط بين جمهور المستثمرين والمؤسسة المصدرة هذه الأخيرة تحدد الفئة المستهدفة من الاكتتاب.

أولا: أساليب إصدار الأوراق المالية.

توجد العديد من الأساليب التي تستخدم في إصدار وتصريف الأوراق المالية في السوق الأولية، لعل أهمها عن طريق بنوك الاستثمار، وفي ما يلي نستعرض هذه الأساليب:

1. الأسلوب المباشر Direct Approach: ويقصد به قيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها[1]، بالإضافة لكونها وسيط بين جمهور المستثمرين والجهة التي قررت الإصدار فهي تقدم النصح والمشورة لهذه الأخيرة، من خلال تحديد أنسب الأوقات للاكتتاب، والسعر الأمثل للإصدار، وأحسن الأوراق المالية التي ينبغي أن تصدرها، ويجب على هذه الجهة المصدرة أن تقوم بإصدار نشرة اكتتاب، توضح فيها جميع البيانات اللازمة لضمان حقوق حاملي الأوراق المالية التي تصدرها [2].

يعتبر أبسط أسلوب تتبعه المؤسسات لإصدار أسهمها، لكن الخطر الذي تواجهه المؤسسة هو أن قيمة الإصدار قد يكون مرتفعا جدا (لا يوجد طلب كاف)، أو منخفضا جدا (تقوم المؤسسة بجمع رأس مال أقل مما ينبغي) [3].

2. أسلوب المزاد Auction Approach: يتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عروض تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول العروض ذات السعر الأعلى ثم العروض ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار[4].

---

[1] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 84.

[2] محمد عبد الحميد احمد الإمبابي، مرجع سابق، ص 79.

[3] Andrew Chisholm, An Introduction to Capital Markets Products, Strategies, Participants, John Wiley & Sons, 2012, P 120.

[4] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 84

تعتمد المؤسسات على هذا الأسلوب إذا كان لديها شك بشأن قيمة الإصدار، والخطر المحتمل هو أن العروض قد تأتي منخفضة للغاية، أو قد يكون المستثمرين غير واضحين بشأن ما يجب تقديمه، وهو ما يبقيهم خارج عملية المزايدة تماما[1].

ثانيا: طرق الاكتتاب.

يمكن للمؤسسات جمع رأس المال من خلال طريقتين، حيث يتوقف قرارها في هذا الشأن على تقييمها لمزايا وعيوب كل بديل:

1. الطرح العام Public Offering: هو طرح أسهم لأول مرة أو طرح أسهم زيادة رأس مال مؤسسة قائمة، بحيث يكون الاكتتاب موجه للجمهور دون استثناء[2].

2. الطرح الخاص Private Offering: هي طريقة بديلة لطرح الأوراق المالية في سوق الإصدار حيث يتم بيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية لإطراف محددة من المستثمرين وليس للجمهور ككل وتستثنى عملية الاكتتاب من شرط التسجيل لدى هيئة الأوراق المالية[3].

ثالثا: المهام الرئيسية لبنوك الاستثمار.

حتى يقوم بنك الاستثمار بوظيفته على أكمل وجه عليه أن يقوم بأربع مهام رئيسية:

1. توجيه النصح والمشورة: بشأن حجم الإصدار، ومدى ملائمة توقيته، وما إذا كان هناك وسائل تمويلية بديلة أكثر ملائمة[4].

2. القيام بالإجراءات التنفيذية: وذلك فيما يتعلق بالإصدار الفعلي للأوراق المالية، وما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بالجهات المتعلقة بالإصدار[5].

---

[1] Andrew Chisholm, Op Cit, P 120.

[2] بورصة عمان، دليل المصطلحات الأكثر تداولا في البورصة، عمان، الأردن، ص1 ، متوفر على الموقع:
http://www.ase.com.jo/sites/default/files/، تاريخ الاطلاع: 2019/07/11

[3] Frederic S Mishkin, Stanley G Eakins, Financial markets and institutions, Publisher by Pearson, 9th edition, 2018, pp 575-576.

[4] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 87.

[5] محمد عبد الله شاهين، مرجع سابق، ص 14.

3. التعهد: يتعهد من خلالها بنك الاستثمار بتصريف كل أو حد أدنى من الكمية المقرر إصدارها[1]، وهنا نفرق بين ثلاث تعهدات[2]:

أ. **الاكتتاب الكامل:** يلتزم فيه البنك بتوفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل.

ب. **بذل أقصى جهد:** يلتزم فيه البنك سواء بمفرده أو بالمشاركة مع غيره من الوسطاء ببذل أقصى جهد لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية، ومن ثم فالمدين لا يحصل في النهاية إلا على ما تم الاكتتاب فيه بالفعل أيا كان نسبته من إجمالي المبلغ المطلوب.

ت. **التعهد المزدوج** :وهذا التعهد يشمل بتقديم البنك لنسبة معينة من إجمالي المبلغ المطلوب بصورة نهائية والباقي يبذل في أقصى جهد.

4. التوزيع: وذلك ببيع الأوراق المالية لجمهور المكتتبين أو لعملاء البنك الذين اعتادوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه[3].

[1] منبر إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 87.

[2] سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2005، ص182

[3] محمد عبد الله شاهين، مرجع سابق، ص 14.

المطلب الثالث: إدارة التداول في السوق الثانوي.

تنطلق عملية التداول في السوق الثانوي بعد أن يستلم الوسيط تعليمات أو أوامر محددة من طرف المستثمر، يقوم الوسيط بعدها بتسليم طلبيته إلى الموظف المختص لتسجل مع جميع الطلبيات الأخرى في سجل خاص، من خلاله يتم اختيار سعر التداول، هذا الأخير عادة ما يكون السعر الذي يؤدي إلى تداول أكبر كمية ممكنة من الأسهم.

أولا: عمليات سوق رأس المال.

تتخذ العمليات في البورصة حسب معيار الزمن أحد الشكلين التاليين[1]:

1. العمليات العاجلة (الفورية): وتتم فيها تصفية العملية مباشرة، حيث يستلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري، وبذلك يلتزم المتعامل في السوق العاجلة أن يسدد فورا ثمن الأسهم المشتراة أو أن يتخلى عن الأسهم التي بحوزته فور عقد الصفقة واستلام ثمنها.

2. العمليات الآجلة: ويتم عقدها مباشرة ولكن تؤجل تصفيتها لموعد قادم، ولا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية عند عقد الصفقة ولكن بعد فترة معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين، ولذلك فإن أنظمة السوق تشترط على المتعاملين بالسوق الآجلة تقديم تأمين مالي (تغطية) حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائيا ويختلف حسب نوع العمليات.

ثانيا: طرق التداول.

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة بين البائع والمشتري في سوق رأس المال عن طريق الوسطاء من خلال إحدى الطريقتين التاليتين[2]:

1. طريقة المفاوضة Negotiation: في ظل هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض (البيع) وأسعار الطلب (الشراء) لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

---

[1] صلاح الدين حسن السيسي، بورصة الأوراق المالية "الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح"، ط1، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2003، ص 16.

[2] مُحَمَّد عبد الحميد احمد الإمبابي، مرجع سابق، ص 85.

2. طريقة المزايدة Auctioning: حسب هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري (Lowest-Offer)، هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والاستلام الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

ثالثا: المتعاملون.

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل إلى أربع مجموعات رئيسية وهي[1]:

1. المضاربون المحترفون Speculators: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى توقع اتجاهات السوق لتخطيط عملياته باستخدام أدوات التحليل الإحصائي والاقتصاد التي تمكنه من تفسير العوامل المؤثرة على السوق، بالإضافة لمعرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

2. المضاربون الهواة Outsiders: تهدف هذه المجموعة كذلك إلى الاستفادة من فروقات الأسعار إلا أنها لا تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، هذا ما يتطلب إتباع سياسة مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

3. المتآمرون Manipulators: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية أعلى Over Valued أو أدنى Under Valued من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العادية، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، وتستفيد هذه المجموعة من المحترفين في التحليل الفني والاقتصادي للسوق.

4. المستثمرون Investors: يوجد نوعان من المستثمرين، المستثمر الداخلي والمستثمر العادي يهدف المستثمر الداخلي إلى السيطرة على المؤسسة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون

[1] مصطفى يوسف كافي وآخرون، مرجع سابق، ص56.

هدف الربح في المرتبة الثانية، أما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة للعائد الجاري.

رابعا: الأوامر.

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع والشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل ويتم إصدار الأوامر من خلال أمر مكتوب أو شفهي أو بالهاتف أو بالفاكس أو الحاسب الآلي، وتتضمن أوامر البورصة عادة العناصر التالية[1]:

- تحديد نوع الورقة المالية المطلوبة.
- تحديد الكمية المطلوبة.
- تحديد نوع العملية المراد القيام بها (عملية شراء أو بيع).
- تحديد مدة صلاحية الأمر.
- تحديد سعر التنفيذ.

1. حجم الأوامر: تأخذ الأوامر إحدى الصورتين[2]:

أ. **أوامر بكميات غير كسرية Round Lots**: تلك التي تشتمل فيها على 100 سهم أو مضاعفاتها.

ب. **أوامر بكميات كسرية Odd Lots**: تلك التي تشتمل على أقل من 100 سهم.

2. الأوامر التي يصدرها العملاء: تنقسم أوامر العملاء إلى أربع مجموعات رئيسية، والتي يرى صاحب الأمر أنها تلائم لتنفيذ الصفقة وهي كالتالي:

أ. **الأوامر المحددة لسعر التنفيذ Price Limit of Orders**: وفيها يكون السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه[3]، وتنقسم إلى نوعين:

أوامر السوق Market Orders: هو أكثر الأوامر شيوعا، وبمقتضاه يطلب العميل (المستثمر) من شركة السمسرة تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، وبأفضل سعر يمكن أن

[1] Pierre Vernimmen and Al, Finance d'entreprise, DALLOZ, 13éme édition, Paris, 2015, p 519.

[2] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص ص 123-124.

[3] محمد عبد الله شاهين، مرجع سابق، ص 25.

يجرى عليه التعامل[1]، حينها تقوم شركة السمسرة التي تتلقى الأمر بإرسال الطلب إلى مكتبها ثم يتم إرسال الطلب إلى الوسيط التابع لها في البورصة للقيام بالعملية[2].

الأوامر المحددة Limit Orders: في الأوامر المحددة يضع العميل (المستثمر) سعرا معينا لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السمسار إلا الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر الورقة في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء، أو أعلى منه في حالة أمر البيع، وعادة ما يضع العميل حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر[3].

ب. **الأوامر المحددة لوقت التنفيذ**: يكون الزمن فيها هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها[4]، وتنقسم إلى[5]:

أوامر محدد بيوم Day Orders: يقصد به الأمر الذي يظل ساريا لما تبقى من ساعات اليوم، وكقاعدة يعتبر الأمر ليوم واحد ما لم ينص صراحة على غير ذلك.

أوامر محدد بأسبوع أو **شهر Week or Month Orders**: بالنسبة لهذه الأوامر فإنها تنتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، كذلك فإن الأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه.

الأمر المفتوح Open Order: ويقصد به ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه.

ت. **الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ**: هي أوامر قد تكون محددة لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة أو مفتوحة بسعر محدد[6]، وتنقسم إلى:

الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: هي الأوامر التي تحدد سعرا معينا للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة.

---

[1] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 127.

[2] Melicher Ronald, Norton Edgar, Op. Cit, P 317.

[3] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سابق، ص 127.

[4] محمد عبد الله شاهين، مرجع سابق، ص 26.

[5] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 129.

[6] محمد عبد الله شاهين، مرجع سابق، ص 28.

الأمر المفتوح في حدود سعر معين: هي الأوامر التي لا يحدد لها فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده العميل أو سعر أفضل.

ث. **الأوامر الخاصة:** من أبرزها أوامر الإيقاف، أوامر الإيقاف المحددة وأوامر الذي يترك للسمسار أن يتصرف بحرية حسبما يقتضي الحال، وهي كمايلي[1]:

أوامر الإيقاف Stop Orders: يقصد بها الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه، في هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الإيقاف، أوامر إيقاف (الخسائر) تتعلق بالبيع، ويقصد بها أنه يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى مستوى معين أو انخفض عليه، أما بالنسبة لأمر الإيقاف الذي يتعلق بالشراء فإنه يقض بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ مستوى معين أو تعداه.

هناك خطر من وضع أوامر الإيقاف، خاصة عند حدوث تقلبات سريعة في أسعار الأسهم ويسمى"Crash Flash"، وهذا ما يحدث في بعض الأحيان بسبب وجود خلل تقني في نظام التداول، أو بسبب متلازمة الأصبع السمين "Fat Finger Syndrome"، حيث يقوم المتداول بالنقر على حجم الطلب الخطأ في جهاز الكمبيوتر الخاص به، يقع الخطر عند تنفيذ الأمر بعد تغير سريع في الأسعار (مثلا في حالة حدوث "Flash Crash" قد تنخفض الأسعار بسرعة ويتم تنفيذ أمر الإيقاف للحماية من الخسارة) وبعدها ترتفع أسعار الأسهم ويصبح بيعك للأسهم دون سبب اقتصادي واضح، للإشارة فإن بورصة نيويورك لم تعد تقبل أوامر الإيقاف بعد فيفري 2016[2].

أوامر الإيقاف المحددة Stop Limit Orders: تعالج هذه الأوامر عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، فهنا يضع المستثمر حدا أدنى لسعر البيع، وحد أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو أفضل منه.

[1] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص 133-134.

[2] Melicher Ronald, Norton Edgar, Op. Cit, P 318.

أمر حرية التصرف Discretionary Order: يقصد به أن يترك للسمسار الحرية في إبرام الصفقات حسب ما يراه مناسبا، وقد تكون حرية السمسار مطلقة بأن يختار الورقة محل التعامل والسعر، وما إذا كانت شراء أو بيع، وتوقيت تنفيذها.

خامسا: التسعير.

يقصد به سعر البورصة، وهو القيمة التي تبلغها ورقة مالية معينة أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة، ويجب أن يؤمن عقد الصفقة لأكبر كمية من عروض البيع وطلبات الشراء[1].

I. طرق تحديد أسعار الأوراق المالية.

يتم التوصل لسعر بيع أي سهم عند بدء التداول اليومي بعدد من الطرق التي تتفق في جوهرها ولكن تختلف من حيث الأسلوب والإجراءات، وهي موضحة كما يلي:

1. التسعير بالمناداة Quotation by Action: وذلك باجتماع الوسطاء في صالة السوق ومناداتهم على العروض والطلبات التي بحوزتهم[2]، ونظرا للفوضى والضجيج الذي يصاحب هذه الطريقة فإن المتفاوضين يستعملون إشارة اليد للدلالة على مرادهم، وذلك بوضع الساعد أفقيا باتجاه الجسم في حال الشراء وفي اتجاه عمودي في حال البيع[3].

2. التسعير بالمقارنة (بالعارضة) Price Fixing: فيها يقوم الموظف المختص صباح كل يوم بتدوين طلبات البيع والشراء لكل ورقة مالية في سجل خاص ومن خلاله يعرف مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من الأسهم، وحدود الأسعار المعروضة، ومن بين هذه الأسعار يتم اختيار السعر الذي يؤدي إلى تداول أكبر كمية ممكنة من الأسهم، ويتم حاليا استخدام الحاسب الآلي للقيام بهذه المهمة بعد أن حل التداول بواسطة أنظمة التداول الالكتروني محل التداول اليدوي[4].

---

[1] عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، عمان، الأردن، 2010، ص69.

[2] صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص 18.

[3] مبارك بن سليمان بن محمّد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1، ط1، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005، ص568

[4] مبارك بن سليمان بن محمّد آل سليمان، مرجع سابق، ص570 .

3. **التسعير بالإدراج Quotation by Racks:** حسب هذه الطريقة توزع الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم، حيث إن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدارج الاختصاصي الذي يحدد السعر[1].

4. **التسعير بواسطة الصندوق Quotation by Box**: يتم اللجوء إليها عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة، حيث يقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، تقوم بعده لجنة السوق بفرز العروض والطلبات ويختار السعر الذي يؤدي إلى تداول أكبر كمية ممكنة من الأسهم[2].

5. **التسعير بالمطابقة Quotation by Conformity**: عندا يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين يتعلق أحدهما بالبيع والآخر بالشراء وبالكمية نفسها، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني، وهي طريقة محظورة في الكثير من الأسواق إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة[3].

II. أنوع الأسعار التي تعلن عنهم البورصة.

يتم الإعلان في البورصة عن الأسعار التالية[4]:

1. **سعر الافتتاح Opening Price**: وهو أول سعر يحدد للورقة المالية بعد افتتاح الجلسة.
2. **أعلى سعر Higher Price**: هو أعلى ما تصل إليه أسعار الورقة المالية خلال التداول.
3. **أدنى سعر Lower price**: هو أقل ما تصل إليه أسعار الورقة المالية خلال التداول.
4. **سعر الإغلاق Closing Price:** وهو آخر سعر يسجل للورقة المالية المعنية في الجلسة.

[1] شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، ط1، دمشق، سوريا، 2002، ص 76.

[2] مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص572

[3] شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص77.

[4] نفس المرجع، ص 77.

سادسا: تسديد قيمة الصفقات.

يمكن التفرقة بين أسلوبين للسداد وهما[1]:

1. الأسلوب النقدي الكامل: ويقصد به قيام العميل بسداد قيمة مشترياته نقدا والحصول على قيمة مبيعاته نقدا.

2. الأسلوب النقدي الجزئي: يقصد به في حالة الشراء قيام العميل بتمويل جزء من مشترياته نقدا والباقي يتم سداده بأموال مقترضة (الشراء بالهامش)، أما في حالة البيع فيقصد به البيع على المكشوف.

أ. الشراء بالهامش: يقصد به سداد جزء من قيمة الصفقة نقدا بينما يسدد الباقي بقرض، وتوضع الأوراق المالية المشتراة كضمان للقرض، وتمثل قيمة المدفوعات النقدية الهامش المبدئي لصفقة الشراء والهامش هو النسبة المئوية الدنيا لسعر الشراء الذي يجب على العميل دفعها نقدا، ومن أجل الشراء بالهامش يجب أن يكون لدى العميل حساب للهامش في بيت السمسرة، التي بدورها تقوم بترتيب التمويل اللازم مع البنوك.

إذا بدأت قيمة الأوراق المالية المستخدمة كضمان في عملية الشراء بالهامش في الانخفاض، فقد يتلقى المستثمر مكالمة من بيت السمسرة، ويواجه خيار إما بإغلاق الحساب أو استثمار أموال إضافية لزيادة مركز الحساب، إذا استمر سعر الأوراق المالية المرهونة في التدهور وفشل المستثمر في تقديم مبلغ الهامش الجديد، فسوف تبيع بيت السمسرة الأوراق المالية[2].

ب. البيع على المكشوف: البيع على المكشوف هو بيع أوراق مالية لا يملكها البائع، حيث يرغب العميل في القيام بهذه العملية إذا توقع أن سعرها سينخفض في المستقبل، حيث يتم اقتراض أسهم من قبل السمسار وبيعها في سوق الأوراق المالية، وفي حالة انخفاض أسعارها يشتري السمسار ما يكفي من الأسهم لسداد المقرض[3]، بالنسبة للتوزيعات النقدية للأسهم محل الصفقة إذا استحقت قبل إقفال حساب العميل سيحصل عليها الشخص الذي اشترى الأسهم، فيما يدفع الشخص الذي اقترض الأسهم للمقرض قيمة التوزيعات[4].

---

[1] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 135.

[2] Melicher Ronald, Norton Edgar, Op. Cit, P P 318-319.

[3] Ibid, P 318.

[4] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 149.

المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال.

تمثل الأوراق المالية التي يتجاوز تاريخ استحقاقها السنة أو بدون تاريخ استحقاق السلعة التي يتمحور حولها نشاط سوق رأس المال، حيث يتم تداولها من خلال السماسرة، فهي تعتبر أدوات تمويل في البورصة وأصول مالية بالنسبة للمستثمرين فيها، وتشير الورقة المالية إلى التمثيل القانوني لحاملها اتجاه المؤسسة المصدرة لها، والتي تعطي له الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول المؤسسة أو الحقين معا.

تختلف هذه الأوراق المالية فيما بينها تبعا لاحتياجات المقترض والمدخر، فيمكن تصنيفها من حيث مفهومها إلى أوراق مالية أساسية تمثل حق ملكية وهي الأسهم، وأوراق مالية أساسية تمثل حق دائنية وهي السندات، إلى جانب هذه الأدوات المالية التقليدية أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين إلى نمو سريع في حجم الأوراق المالية وظهور منتجات مالية جديدة أملتها التحولات المالية نتيجة التقدم الكبير الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والحاجة المالية إلى مثل هذه المنتجات ألا وهي الأوراق المالية المشتقة.

المطلب الأول: أوراق الملكية.

تتمثل أوراق الملكية في الأسهم، والتي تعتبر من أهم الأوراق المالية المتداولة في البورصة، حيث تشارك في زيادة رأس مال المؤسسات ورفع قدراتها التمويلية وزيادة استثماراتها، وهذه الأوراق هي الحقوق المالية التي يمنحها المصدر للمستثمر مقابل حصوله على التمويل اللازم، وبمقابل ذلك يتحمل عائد يدفعه للمستثمر مقابل هذه التضحية، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط التالية.

أولا: تعريف الأسهم Stocks.

هو ضمان مالي يمثل حصة الملكية في المؤسسة، يتم إصداره كتعويض عن المساهمة المقدمة للمؤسسة إما عند إنشائها أو عند قرار الرفع في رأس المال، يمكن تقديم المساهمة نقدية أو عينية (يحصل المساهمون على أسهم في مقابل الأصول غير النقدية مثل الأصول الثابتة) أو بعد تحويل أوراق الدين (سندات) إلى أسهم، وبالتالي فإن السهم يمثل جزءا من رأس المال ويمنح حامله حقا في المؤسسة، وهو قابل للتداول ويخضع لشروط معينة[1].

[1] Le Saout Erwan, Introduction aux marchés financiers, Economica, 3e édition, Paris, France, 2011, P53

يشار إلى مالكي الأسهم العادية في المؤسسة بالمساهمين أو الملاك، يتلقون شهادات للأسهم التي يمتلكونها، يمكن أن تكون هناك قيمة مذكورة في كل شهادة سهم تسمى القيمة الاسمية[1].

كما عرفت المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري الجزائري السهم على أنه سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها[2].

ثانيا: حقوق حملة الأسهم Rights of Stockholders .

إن حقوق حملة الأسهم تحدد في عقد إنشاء المؤسسة، وما تنص عليه القوانين التي تصدرها الدولة لتنظيم هذه العملية الحيوية، وعادة ما يتمتع حملة الأسهم ببعض المزايا والحقوق هي:

1. الحقوق النقدية.

أ. **الحق في توزيع الأرباح:** يحق للمساهمين باعتبارهم ملاك الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها مؤسستهم، وتمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة، كما أنها غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا، فقد تحتفظ بجزء أو بكل الأرباح المحققة[3]، يتم التصويت على قرار توزيع الأرباح (عندما تسمح النتيجة الصافية بذلك) من خلال اجتماع الجمعية العامة العادية بناء على اقتراح مجلس الإدارة[4]، يحصل كل مساهم على نفس الأرباح لكل سهم[5]، للإشارة فإنه لاستلام الأرباح يكفي الاحتفاظ بالأسهم في اليوم الذي يتم فيه الفصل في الأرباح بغض النظر عن مدة الملكية[6].

ب. **الحق في الأسهم المجانية** :تعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأسمال المؤسسة، وهي التي توزع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم[7]، وعادة ما تمنح هذه الأسهم من الاحتياطات الاختيارية والأرباح المدورة وعلاوة الإصدار.

---

[1] Ross Stephen and Al, Corporate Finance, McGraw Hill Education, 7th Edition, Canada, 2015, P448.

[2] المادة 715 مكرر 40، القانون التجاري، الجزائر،2007، ص197 .

[3] جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، ط1، ج2، الجزائر، 2002، ص16.

[4] Gitman Lawrence et Al, Investissement et marchés financiers, Pearson Education, 9e édition, Paris, 2005, P11.

[5] Ross Stephen and Al, Op. Cit, P 450.

[6] Le Saout Erwan, Op. Cit, PP 53-54

[7] سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، ط1،عمان، الأردن، 2009، ص86.

ت. **الحق في الأسهم المجانية والأولوية في الاكتتاب:** خلال حياة المؤسسة قد يكون من الضروري الرفع في رأسمالها، حيث يمكن للمؤسسة إما أن تستثمر الأرباح التي تراكمت في شكل احتياطات وبالتالي تؤدي إلى إنشاء أسهم مجانية، أو طلب رأسمال جديد لتمويل استثماراتها وهو ما يقابله إصدار أسهم، في الحالة الأولى يستفيد المساهمون من الأسهم المجانية[1]، وفي الحالة الثانية يكون للمساهمين حق الأولوية في الاكتتاب بالتناسب في أي سهم جديد يتم إصداره عندما يوافق عليه مجلس الإدارة [2]، هذا الحق يمكن المساهمين الحاليين من الحفاظ على حقهم بالتصويت وتحميهم ضد انخفاض نسبة ملكيتهم في المؤسسة[3].

ث. **الحق في تسديد المساهمة عند التصفية:** المساهمون هم ملاك المؤسسة، وهذا يعني أن كل منهم يمتلك حصة فيها، وبالتالي يمتلك جزءا من جميع الأصول، ويحق لهم الحصول على مكافأة التصفية، ففي حالة توقف نشاط المؤسسة يكون للمساهم الحق في الأصول ولكن بعد دفع مختلف ديون المؤسسة ودفع نصيب حملة الأسهم الممتازة[4].

ج. **حق التصرف في الأسهم** :إن الأسهم هي عبارة عن أموال دائمة في المؤسسة وتبقى معها ما دامت قائمة، وبالتالي فإن المؤسسة غير ملزمة بإرجاع المبالغ المستثمرة للمساهمين، ومنه فإن للمساهمين الحق في نقل ملكية جزء أو كل الأسهم التي بحوزتهم ببيعها أو من خلال رهنها أو هبتها[5].

2. الحقوق غير النقدية.

تتوافق الحقوق غير المالية مع حقوق المساهم في المشاركة في حياة المؤسسة، وهي كما يلي:

أ. **الحق في التصويت:** يسمح هذا الحق لكل مساهم بالمشاركة في التصويت على القرارات المتخذة في إطار الجمعيات العامة العادية أو الاستثنائية (الموافقة على الحسابات، تعديل القانون الأساسي، الرفع أو التخفيض في رأس المال، تعيين المسؤولين أعضاء مجلس الإدارة)[6]، وتختلف آلية التصويت من مؤسسة لأخرى، يتم أولا تحديد إجمالي عدد الأصوات التي قد يدلي

[1] Le Saout Erwan, Op. Cit, P 55.
[2] Ross Stephen and Al, Op. Cit, P 450.
[3] فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط3،عمان، الأردن،2010 ، ص187.
[4] Le Saout Erwan, Op. Cit, P 54
[5] جبار محفوظ، مرجع سابق، ص22 .
[6] Gitman Lawrence et Al, Op. Cit, P 11

بها كل مساهم عن طريق ضرب عدد الأسهم (المملوكة) في عدد المديرين الذين سيتم انتخابهم فبالنسبة للتصويت التراكمي Cumulative Voting يمكن لكل مساهم توزيع هذه الأصوات حسب رغبته على مرشح واحد أو أكثر، أما بالنسبة للتصويت المباشر Straight Voting فإنه لا يمكن للمساهم الإدلاء بأكثر من عدد الأصوات المساوية لعدد الأسهم المملوكة على كل مرشح، التصويت التراكمي يسمح للأقلية بالمساهمة أكثر في القرارات مقارنة بالتصويت المباشر، كما يمكن للمساهم تفويض شخص آخر للتصويت على أسهمه ويسمى Proxy Voting[1]، للإشارة فإنه بإمكان المؤسسة إصدار أسهم يحرم حاملها من الحق في التصويت[2].

ب. **الحق في الإعلام**: يحق للمساهم أن يحصل مجانا على كل وثيقة تتعلق بتسيير المؤسسة، مثل: الحصيلة المحاسبية، التقرير عن التسيير، تقرير محافظ الحسابات...إلخ[3]، فإذا كانت المؤسسة مدرجة في البورصة، فإنه يتعين عليها أن تبلغ المساهمين فيها والجمهور عموما بما يلي[4]:

- **معلومات محاسبية دورية**: نشر الحالات المالية (الفصلية والسنوية) ذات مصداقية (التصديق على الحسابات).
- **معلومات دائمة**: التبليغ عن أي تطور جديد من شأنه أن يؤثر على قيمة السهم في البورصة.
- **معلومات محددة**: إشعار معلومات موجه للجمهور كالرفع في رأس المال، أو عرض الاستحواذ، أو إصدار السندات.

ت. **حق الترشح لوظائف إدارية (عضو مجلس الإدارة)**: يتمتع صاحب السهم العادي بحق الاشتراك في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، كما يحق له الترشح لعضوية المجلس ضمن شروط معينة، كما يحق له الاقتراع على أي موضوع ضمن جمعيات حملة الأسهم.

---

[1] Ross Stephen and Al, Op. Cit, P 450.
[2] Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 13éme édition, 2015, Op. Cit, P 384.
[3] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الاستعلام عن القيم المنقولة، الجزائر، 2004 ، ص4، متوفر على الموقع: http://www.cosob.org/commission/commission-valeursmob-arabet.pdf ، تاريخ الإطلاع: 2019/07/12.
[4] Gitman Lawrence et Al, Op. Cit, P 11.

ث. **الحق في اتخاذ الإجراءات القانونية:** للمساهمين الحق في رفع دعوى قضائية في مواجهة مجلس الإدارة أو أي أحد من أعضائه أو أي موظف في المؤسسة، يطالب فيها بالتعويض عما لحقه من ضرر نتيجة مخالفة التشريعات أو النظام الأساسي للمؤسسة أو الخطأ أو التقصير أو الإهمال في إدارة المؤسسة أو إفشاء المعلومات ذات الطبيعة السرية للمؤسسة[1].

ج. **حق البقاء في المؤسسة:** هو حق مرتبط بإرادته ورضاه، فلا يجوز إلزامه بالبقاء فيها، كما لا يجوز فصله منها ونزع ملكيته لأسهمه دون ارتكابه ما يستوجب ذلك نظاما[2].

ح. **الحق في تقديم القرارات:** يمكن لأي مساهم أو مجموعة من المساهمين تقديم مشروع قرار إلى الجمعية العامة[3].

ثالثا: أنواع الأسهم.

تنقسم الأسهم إلى العديد من التصنيفات المختلفة، ويمكن توضيح تلك التقسيمات من خلال مايلي:

I. حسب الشكل الذي تظهر به.

تنقسم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به إلى:

1. الأسهم الاسمية: يتم إصدار هذا النوع من الأسهم باسم مالكه الذي يثبت على الشهادة بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات المؤسسة، ولذلك عند انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين للمؤسسة المصدرة[4].

2. الأسهم لحاملها: يكون عند إصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبها أو مالكها، والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، إذ تنتقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة

---

[1] بورصة عمان، مركز إيداع الأوراق المالية، حقوق المساهمين، متوفر على الموقع:
https://www.sdc.com.jo/arabic/index.php?option=com_content&task=view&id=881، تاريخ الإطلاع: 2019/07/16.

[2] شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص89.

[3] Le Saout Erwan, Op. Cit, P 57

[4] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2012 ، ص181.

السهم[1]، من أجل احتفاظ المؤسسات بمساهميها تقدم مقترحا لأهم مساهميها للإعلان عن هويتهم عن طريق وضع أسهمهم في شكل أسهم اسمية[2].

3. السهم الاذني أو لأمر: يتم ذكر اسمه في شهادة الإصدار مقترنا بشرط الأمر والإذن، والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للمؤسسة[3].

II. حسب الحصة التي يدفعها المساهم.

1. الأسهم النقدية: هي تلك الأسهم التي يتم سداد قيمتها نقدا، ويكون ذلك إما دفعة واحدة أو على أقساط.

2. الأسهم العينية: هو السهم الذي يعطى نظير ما يقدمه المساهم إلى المؤسسة من حصص عينية على شكل عقار أو آلات أو معدات، ويتم تقدير تلك الحصص ثم يمنح لمقدم الحصة أسهما تقابل قيمة الحصص التي قدمها، وعادة لا يمكن أن يتصرف في هذه الأسهم مباشرة إلا بعد انقضاء مدة معينة[4].

3. الأسهم المجانية :هي الأسهم التي تصدرها المؤسسة عند الرفع في رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي[5].

III. حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.

حسب هذا التصنيف يعتبر الأسهم العادية والأسهم الممتازة هما أهم نوعين، إلا انه يوجد أنواع أخرى تندرج ضمن هذا التصنيف.

1. شهادات الاستثمار وشهادات حق التصويت: شهادة الاستثمار هي ضمان قابل للتحويل يمثل جزءا من رأس مال المؤسسة، لذلك فهو أداة ملكية يشبه السهم العادي مع تقييد من حيث الحقوق، تنشأ شهادات الاستثمار عن تجزئة السهم إلى عنصرين: شهادة الاستثمار التي تمنح الحق في نفس حصة الأرباح كأسهم عادية، وشهادة حق التصويت التي تظهر الحقوق الأخرى للسهم، شهادات الاستثمار قابلة للتداول من حيث المبدأ بينما شهادات حق التصويت غير قابلة للتداول، الشهادات نادرة بشكل متزايد، في الأصل تم

[1] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص181.

[2] Le Saout Erwan, Op. Cit, P 57

[3] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص181.

[4] بن عيشوش محمد، مرجع سابق، ص58.

[5] السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، ط1 ،القاهرة، مصر، 2006، ص58.

إصدارها من قبل المؤسسات المؤممة للسماح للدولة بالسيطرة على الإستراتيجية، واختفت تقريبا منذ عمليات الخصخصة[1].

2.الأسهم ذات الأولوية: هي أسهم تستفيد بشكل عام من ميزة مالية مقابل الغياب الجزئي أو الكلي لحقوق التصويت، يتم إصدارها من خلال جمعية عامة استثنائية بهدف رفع رأس المال، قد تأتي الميزة المالية إما من خلال الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة، أو من توزيعات الأرباح التراكمية، أي في حالة عدم كفاية الربح، غالبا ما يتم إصدار هذه الأسهم من قبل المؤسسات العائلية أو التي تسيطر عليها مجموعة ترغب في توفير رأس المال ولكن دون المشاركة في سلطة اتخاذ القرار[2].

3.الأسهم العادية Common Stocks: هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة، بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية[3].

4.الأسهم الممتازة Preferred Stock: هي أوراق مالية هجينة تقع ضمن حقوق الملكية، لها قيمة اسمية وتحصل على نسبة ربح ثابتة، فثبات الربح هو صفة السندات وحق الملكية هي صفة الأسهم العادية، ولا يحصل حملة الأسهم الممتازة على الأرباح إلا بعد تحقيقها ويتقرر توزيعها[4]، ويمكن أن يكون هذا الربح تراكمي (لا يتم فقدان الحق في الأرباح في حالة عدم كفاية الأرباح وتأجيل الدفع إلى سنوات لاحقة)[5]، ولكنها تختلف عن الأسهم العادية بمزايا خاصة فلحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة سنويا أو في اقتسام أصول المؤسسة عند تصفيتها قبل حملة السهم العادي، ويكون العائد للسهم الممتاز بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو بمبلغ مطلق، ولا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالحق في الانتخاب أو المشاركة في الإدارة[6].

[1] Le Saout Erwan, Op. Cit, P 60.
[2] Le Saout Erwan, Op. Cit, PP 58-59.
[3] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص 92-93.
[4] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 204.
[5] Gitman Lawrence et Al, Op. Cit, P 12.
[6] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 204.

ونميز بين عدة أنواع للأسهم الممتازة:

أ. **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح Cumulative Preference Share**: هي الأسهم التي يمنح لحاملها الحق في الحصول على الأرباح المتحققة في السنوات التي لم يتقرر توزيع الأرباح فيها حيث إذا لم يتم دفع الأرباح لمدة عام واحد، فيجب دفعها في السنة التالية أو في السنة التي تحقق فيها المؤسسة أرباحا ويتقرر توزيعها، ويتم سداد الأرباح المتحققة في السنوات السابقة قبل توزيع أي أرباح على حملة الأسهم العادية[1].

ب. **الأسهم الممتازة القابلة للاستبدال Convertible Preference Share**: هي الأسهم التي تمنح للمستثمر حق استبدالها بأسهم عادية بمعدل استبدال محدد (أي سعر سهم عادي متفق عليه) ولفترة زمنية محددة أيضا، والهدف الأساسي بالنسبة للمؤسسة المصدرة هي الحصول على تمويل بالأسهم العادية بدون كلفة استبدالها، أما بالنسبة للمستثمر فيستفيد عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي مقارنة بسعر الاستبدال، عندها يتخذ المستثمر قرار الاستبدال، أما في حالة انخفاض القيمة السوقي للسهم فللمستثمر الخيار بالاستبدال أو الاحتفاظ بعائد السهم الممتاز[2].

ت. **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** هي الأسهم التي يحق للمؤسسة استردادها من حاملها مقابل سعر استرداد محدد مسبقا عادة ما يكون أكبر من سعر إصدار السهم[3]، ولغرض إرضاء المستثمر وقبوله بهذا الشرط تمنح أغلبية الإصدارات علاوة على القيمة الاسمية للسهم الممتاز تسمى علاوة الاستدعاء[4].

[1] Andrew Chisholm, Op. Cit, P 115.

[2] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 205.

[3] محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص40.

[4] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 206.

المطلب الثاني: أوراق الدين.

تتمثل أوراق الدين في السندات، التي هي الجزء الثاني من الأدوات المالية الأساسية المتداولة في سوق رأس المال، فهي تمثل مديونية لحاملها اتجاه الجهة المصدرة، والتي يترتب عليها مدفوعات ثابتة من المقرض إلى المقترض عن فترة استحقاق معينة، بالإضافة إلى سداد قيمة أصل الدين، كما تعطي هذه الأدوات لأصحابها الأولوية في الحصول على حقوقهم قبل أصحاب الأسهم من دخل أو ثروة، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط التالية.

أولا: تعريف السندات Bonds.

هي أداة مديونية تحقق عائد لحاملها من خلال معدل الفائدة المقرر دوريا (سنوي، نصف سنوي فصلي) بالاستناد إلى القيمة الاسمية، بالإضافة للعائد الرأسمالي المتمثل في الفرق بين القيمة عند الشراء والقيمة السوقية عند التداول أو الاستحقاق[1]، وتختلف السندات فيما بينها لاختلاف معدل الفائدة الذي تتعهد به المؤسسة المصدرة بدفعه، والذي يتحدد تبعا لطول فترة الاستحقاق، قيمة السند والمعاملة الضريبية[2]، ويكون لحامل السند الأولوية في الحصول على حقوقه سواء من الأرباح أو من أصول المؤسسة في حالة الإفلاس[3].

ثانيا: حقوق حاملي السندات.

يتمتع حملة السندات بعدة حقوق أهمها:

أ. **تسديد واسترداد قيمة السند:** تلتزم المؤسسة المصدرة للسندات بمقتضى الاتفاق الذي وضعته مع المستثمرين بإرجاع قيمة القرض، أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة في فترة محددة على قسيمة السند أي تاريخ الاستحقاق، فعلى الهيئة المصدرة ادخار (حجز) جزء من أرباحها سنويا يسمح لها في نهاية الفترة من تسديد ما عليها من ديون[4].

[1] محمود محمد الداغر، مرجع سابق،ص 103.

[2] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 140.

[3] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص ص 208-209.

[4] جبار محفوظ، مرجع سابق، ص48

ب. **الفوائد:** يعتبر حامل السند دائنا بالنسبة للمؤسسة، فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد الذي يربطها به ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد، ويستوفي حملة السندات فائدة ثابتة سواء حققت المؤسسة الربح أم لم تحقق[1].

ت. **التداول:** إن لحامل السند الحق في التنازل عنه عن طريق التداول بالطرق التجارية، شأنه في ذلك شأن الأسهم، ويتم تداول السندات بالطريقة التي تتفق مع شكل السند، فالسندات لحاملها يتم تداولها عن طريق التسليم المادي، والسندات الاسمية يتم تداولها عن طريق نقل القيد في دفاتر المؤسسة[2].

ث. **رفع دعوة عند عدم التسديد قد تؤدي إلى إفلاس المؤسسة:** يمكن أن يجتمع حاملو السندات ضمن كتلة من أجل الدفاع عن مصالحهم، وهذا في حالة عدم تسديد مستحقاتهم سواء قيمة السندات أو الفوائد المتعلقة بها[3].

ثالثا: أنواع السندات.

تأخذ السندات أشكالا وأنواع متعددة حتى تلبي الرغبات المتنوعة للمستثمرين طبقا لقدراتهم المالية وأهدافهم، وكذا درجة المخاطر التي يمكنهم تحملها، وهي كمايلي:

1. السندات العادية Regular Bonds: هي تلك السندات التي يطلق عليها السندات محددة الاستحقاق، وهنا يحدد تاريخ الاستحقاق في عقد السند وتلتزم المؤسسة بالسداد في ذلك التاريخ[4].

2. سندات المساهمة: هي سندات قابلة للتداول تصدر من طرف شركات المساهمة بدون تاريخ استحقاق، وهي وسيطة بين الأسهم والسندات ،أي هي عبارة عن أوراق هجينة، فهي تشبه السند من جهة لكونها توزع القسيمات، وتقترب من جهة أخرى من السهم لكونها لا تسدد مبدئيا إلا في حالة التصفية، ولا تشمل سندات المساهمة على الحق في التصويت[5].

---

[1] عبد القادر الحمزة، مرجع سابق، ص 28 .

[2] محمد شكري الجميل العدوي، بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية "دراسة فقهية مقارنة"، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، ط1، الإسكندرية، مصر، 2014 ، ص426.

[3] بورصة الجزائر، القيم المنقولة، متوفر على الموقع: http://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document400114779.pdf، تاريخ الاطلاع: 2019/07/15

[4] محمد صالح الحناوي وآخرون، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2006، ص92

[5] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مرجع سابق، ص14

3. السندات ذات القسيمة الصفرية Zero Coupon Bonds: هي السندات التي تباع بمعدل خصم من القيمة الاسمية تتناسب طرديا مع العائد المطلوب على السند وفترة الاستحقاق، ترتفع قيمة السند باستمرار عند الاقتراب من تاريخ الاستحقاق لتصبح مساوية للقيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، والفرق بين القيمة الاسمية والسعر المخصوم هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر[1].

4. سندات بسعر فائدة ثابت: هذه سندات كلاسيكية، تمنح حاملها الحق في الحصول على دخل ثابت (فائدة ثابتة) طوال مدة القرض، بالإضافة لسداد قيمة القرض عند الاستحقاق، يمكن الملاحظة أنه عندما ترتفع أسعار السوق ينخفض سعر السندات ذات سعر الفائدة الثابت لكي تكون الفائدة المقدمة على حسب العائد السائد في السوق، وعندما تنخفض أسعار السوق يرتفع سعر هذا النوع من السندات[2].

5. سندات ذات أسعار فائدة متغيرة Floating Rate Bonds: هي سندات يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقا لمعدلات الفائدة السائدة في السوق، وذلك لكي تحمي المؤسسة نفسها من مخاطر تغير أسعار الفائدة السوقي خاصة إذا توقعت انخفاضها في المستقبل[3]، للإشارة قد تنص بعض السندات على وجود معدلات الحد الأدنى والحد الأقصى[4].

6. السندات ذات الدخل: هي سندات تحصل على نسبة معينة من دخل المؤسسة، وبالتالي ليس من حق حامل السند مطالبة المؤسسة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها أرباح[5].

7. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: هي سندات ينص عقد إصدارها على إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية، وذلك بعد فترة من تاريخ إصدارها وبموجب سعر تحويل محدد (معدل التحويل)، ونعني بمعدل التحويل عدد السندات التي يساويها السهم العادي، وبهذه العملية فإن حامل السند يتحول من مقرض للمؤسسة إلى أحد المالكين فيها، وعملية التحويل لا تكون إجبارية لحامل السند[6]، تتلخص آلية التحفيز في أن قيمة التحويل Conversion Value أعلى من سعر الاستدعاء Call Value[7].

---

[1] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 218.

[2] Le Saout Erwan, Op. Cit, P P 38-39.

[3] محمد صالح الحناوي وآخرون، مبادئ وأساسيات الاستثمار، مرجع سابق، ص ص 93-94.

[4] Le Saout Erwan, Op. Cit, P 39.

[5] محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2014، ص25.

[6] طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2016 ، ص ص116 -117

[7] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 116

8. السندات ذات الحق في الاستدعاء Bonds with Call Provision: هي تلك السندات التي يرفق بها الحق في الاستدعاء، حيث يسمح للمؤسسة بإجراء الاستدعاء خلال فترة زمنية محددة لتسديد قيمة القرض إما مرة واحدة أو على دفعات سنوية[1].

المطلب الثالث: الأوراق المالية المشتقة.

شهدت السنوات الأخيرة ظاهرة طغت ملامحها على الأسواق المالية العالمية، وهي الإقبال الكبير على أدوات مالية مستحدثة تدعى" المشتقات المالية"، وينظر إلى المشتقات على أنها أداة فعالة للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية ومن تقلبات أسعار الفائدة وسعر صرف العملات وغيرها، إضافة إلى كونها أداة للتنبؤ بالسعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد.

أولا: تعريف المشتقات المالية Financial Derivatives.

هي أدوات مالية تعتمد قيمتها على (مشتق من) قيمة أداة مالية أخرى تسمى الأصول الأساسية (بعض الأمثلة الشائعة للأصول الأساسية هي الأسهم والسندات)[2]، وبالتالي فإن أداء الأصل المشتق مرتبط بأداء الأصل المالي موضوع التعاقد[3].

ثانيا: أنواع المشتقات المالية.

تنقسم المشتقات المالية إلى أربعة عقود مختلفة سنتطرق إليها في ما يلي:

I. عقود الخيار Options Contracts.

1. تعريفها.

هو عقد بين طرفين، مشتري الخيار يسمى حامل الخيار Option Holder وله مركز طويل في العقد، وبائع الخيار يسمى كاتب الخيار Option Writer وله مركز قصير في العقد، صاحب المركز الطويل لديه الحق في ممارسة الخيار Exercising the option، أما صاحب المركز القصير فعليه الالتزام بالوفاء بالعقد[4]، بمعنى أن حامل الخيار له الحق (وليس الالتزام) في شراء أو بيع كمية معينة من أصل ما حتى تاريخ الاستحقاق المتفق عليه بسعر محدد مسبقا يسمى سعر التنفيذ Strike Price[5]، غالبا ما يكون الدافع

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، مبادئ وأساسيات الاستثمار، مرجع سابق، ص 92.

[2] Stephen G Cecchetti, Kermit L Schoenholtz, Op. Cit, P 216.

[3] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 124.

[4] Berk Jonathan, De Marzo Peter, Corporate Finance, 4th Edition, Pearson Education, 2017, P 757.

[5] Ibid, P 757.

الدافع وراء شراء الخيار هو توقع حدوث تقلبات في السعر، فشراء خيار الشراء يجعل من الممكن التحوط ضد خطر الارتفاع المتوقع في سعر السهم، وشراء خيار البيع يحمي من خطر انخفاض السعر[1].

في نهاية العقد إذا لم يقم حامل الخيار بتفعيل الحق أو الخيار (لعدم وجود فرصة في تحقيق العائد) فإن الحد الأقصى للخسارة التي يتحملها تقتصر على مبلغ القسط المدفوع وهو ثمن شراء الخيار[2].

2. أنواع عقود الخيار.

يمكن تصنيف عقود الخيار وفقا معيارين، وذلك على النحو التالي:

أ. **حسب نوع حق الخيار:** يوجد نوعان متميزان من عقود الخيار الأكثر شيوعا هي خيارات الشراء وخيارات البيع

- **خيار الشراء Call Option**: هو عقد يمنح لحامله الحق وليس الالتزام في شراء كمية معينة من الأصل الأساسي بسعر محدد مسبقا، يسمى سعر التنفيذ، يمارس هذا الحق في أو قبل تاريخ محدد[3].
- **خيار البيع Put Option**: هو عقد يمنح لحامله الحق وليس الالتزام ببيع الأصل الأساسي بسعر محدد مسبقا في أو قبل تاريخ محدد، ويلتزم كاتب الخيار بشراء الأصل إذا اختار حامل الخيار ممارسة الخيار[4].

ب. **حسب تاريخ تنفيذ العقد:** هناك نوعان من الخيارات:

- **الخيارات الأمريكية American Option**: وهو النوع الأكثر شيوعا، يحق لحاملها بممارسة الخيار في أي وقت، ويتضمن تاريخا نهائيا يسمى تاريخ انتهاء الصلاحية Expiration Date[5]، ونتيجة لذلك، فقبل تاريخ انتهاء الصلاحية يكون لحامل الخيار الأمريكي ثلاثة خيارات[6]:
  - الاستمرار في الاحتفاظ بالخيار.
  - بيع الخيار لشخص آخر.

[1] Gitman Lawrence et Al, Op. Cit, P 16
[2] Ibid, P 17
[3] Stephen G Cecchetti, Kermit L Schoenholtz, Op. Cit, P 223.
[4] Ibid, P 223.
[5] Berk Jonathan, DeMarzo Peter, Op. Cit, P 757.
[6] Stephen G Cecchetti, Kermit L Schoenholtz, Op. Cit, P 224.

- ممارسة الخيار على الفور.

- **الخيارات الأوروبية European Option**: يحق لحاملها بممارسة الخيار فقط في تاريخ انتهاء الصلاحية[1]، وبالتالي يمتلك حامل الخيار الأوروبي خيارين قبل تاريخ انتهاء الصلاحية[2]:
  - الاحتفاظ بالخيار.
  - بيع الخيار لشخص آخر.

الأسماء الأمريكية والأوروبية لا علاقة لها بالموقع، حيث يتم تداول كلا النوعين من الخيارات في جميع أنحاء العالم[3].

II. العقود الآجلة Forward Contracts.

هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين، يتخذ أحد الطرفين مركزا طويلا Long Position ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر متفق عليه يدعى سعر التسليم Delivery Price، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا Short Position ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه، وتتم تسوية العقد عند استحقاقه، للإشارة فإن الأساس في بناء سعر التسليم هو السعر السوقي للأصل[4].

III. العقود المستقبلية Future Contracts.

1. تعريف العقود المستقبلية: هي التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل محدد في مكان وزمان محددين وبسعر محدد[5] إن إبرام العقود المستقبلية يستدعي ضمان أو إيداع أموال كضمان لدى السماسرة (الهامش المبدئي Initial Margin)، وهذه الإيداعات يضاف لها أو يسحب منها لحساب الهامش اليومي كانعكاس للتغيرات في أسعار السوق، ففي نهاية كل يوم تعامل يتحدد سعر الإغلاق (سعر التسوية Settlement Price) لكل عقد مستقبلي، وبموجب ذلك تجري تسوية المركز المالي لأطراف العقد[6]، يستفيد البائع (صاحب

[1] Berk Jonathan, DeMarzo Peter, Op. Cit, P 757.
[2] Stephen G Cecchetti, Kermit L Schoenholtz, Op. Cit, P 224.
[3] Berk Jonathan, DeMarzo Peter, Op. Cit, p757

[4] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 133.
[5] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص253.
[6] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 135.

(صاحب المركز القصير) من الانخفاض في سعر الأصل الأساسي، بينما يستفيد المشتري (صاحب المركز الطويل) من الارتفاع[1].

2. أنواع العقود المستقبلية: يتم تداول العديد من أنواع العقود المستقبلية في الأسواق العالمية وتتنوع العقود طبقا للأصل محل التعاقد، ويمكن إبرازها في الشكل التالي:

أ. **العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم Stock Index Futures:** هي عبارة عن عقود بيع أو شراء لمؤشرات أسهم بسعر وبتاريخ محددين، وأهم ما يميز هذه العقود انخفاض تكلفة الصفقة، كما أن المؤشرات محل العقد غير قابلة للتسليم بتاريخ التسوية (أي أن العقد يخضع للتسوية النقدية فقط)، وأن الربح والخسارة يتحدد بالفرق بين السعر المستقبلي الذي ثبت في بداية إنشاء المركز وقيمة العقد بتاريخ التسوية[2].

ب. **العقود المستقبلية للأسهم الفردية Single Stock Futures:** هي عقود مستقبلية أساسها هو الأسهم الفردية، هذه العقود هي عبارة عن اتفاق بين مستثمرين لشراء أو بيع كمية معينة من الأسهم أو الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ مستقبلي[3].

ت. **العقود المستقبلية على السلع Commodities Futures:** هي عقود مستقبلية في سلع حقيقية نمطية لها سوق نشطة مثل: النفط، السكر، البن والمعادن الثمينة كالذهب والفضة[4].

IV. عقود المبادلة Swaps.

1. تعريفها: هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، وهو عقد ملزم للأطراف على خلاف عقد الخيار[5].

2. أنواع عقود المبادلة: تتاح للمتعاملين في أسواق المبادلات العديد من العقود التي تتناسب ومختلف الاحتياجات.

---

[1] Stephen G Cecchetti, Kermit L Schoenholtz, Op. Cit, pp 218-219.

[2] أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية –إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص ص399-340.

[3] Russell Wasendorf, Elizabeth Thompson, The Complete Guide to Single Stock Futures: what they are and how to trade them, McGraw-Hill, New York, USA, 2003, p36.

[4] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص253.

[5] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 137

أ. **عقود مبادلات حقوق الملكية Equities Swaps**: هي اتفاق بين طرفين تنص على أن يدفع أحدهما للآخر معدل العائد لسهم ما أو عائد مؤشر سوق الأسهم أو عائد المحفظة الاستثمارية مقابل أن يدفع له الطرف الآخر معدل فائدة ثابت أو متغير أو عائد على سهم آخر أو عائد مؤشر سوق الأسهم الآخر أو عائد محفظة أخرى[1].

ب. **عقود مبادلات العملات Currencies Swaps**: هي مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عملتين عند سعر الصرف السائد (Spot) مقابل سعر الصرف الآجل (Forward) في وقت لاحق يحدد مسبقا، ويهدف هذا النوع من المبادلات إلى تجاوز مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال فترة المبادلة حيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثابتة ويكسب من استقرار هذه الأسعار، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغيير الأسعار المعنية[2].

ت. **عقود المبادلات الخيارية Swaptions**: تستخدم هذه العقود لشراء أو بيع الحق للدخول في عقد مبادلة خلال فترة زمنية معينة، يتم ذكر المبادلة الأساسية في البداية ويتم تحديدها من خلال القيمة الاسمية، وفترة الاستحقاق، والمعدلات الثابتة والمتغيرة التي يتم استخدامها كمعايير، هذه العقود هي عبارة عن خيار ضمن مبادلة، لا يتم دفع علاوة الخيار نقدا ولكن يتم احتسابها في حساب معدل المبادلة[3].

ث. **عقود مبادلات السلع Commodities Swaps**: هي عبارة عن عقود يقوم فيها أحد طرفي العقد بالشراء الحالي من الطرف الآخر لسعلة محددة الثمن والكمية ويسدد الثمن حالا على أن يبيعها وقت التعاقد بيعا آجلا للبائع الأول بسعر متفق عليه مسبقا، ويكون السداد على فترات متفق عليها، شاع استعمال هذا النوع من المبادلات في مجال الطاقة (خاصة النفط)، وغالبا لا يتم تداولها في الأسواق الرسمية (المنظمة)[4].

---

[1] مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2012 ، ص327 .

[2] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 171.

[3] Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 13éme édition, Op. Cit, P 912

[4] خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا، المشتقات المالية دراسة فقهية، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2013، ص 147.

المبحث الرابع: أسواق رأس المال بين فرضتي الكفاءة والمالية السلوكية.

تكتسي فرضية الكفاءة أهمية كبيرة للاقتصاديات نظرا للدور الفاعل الذي تقوم به من تحقيق التخصيص الكفء للموارد المتاحة، بالإضافة لأهميتها الكبيرة للمتعاملين في أسواق رأس المال لما لها من تأثير كبير في تحقيق القيمة العادلة للسهم، والذي يترتب عليه نتائج اقتصادية يتأثر بها المجتمع ككل، فبعد الأسواق عن الكفاءة يعني انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمتها الحقيقية والذي يعني إفساح المجال أمام بعض المستثمرين باستغلال معلومات معينة لتحقيق عوائد غير عادية، ولكن مع ظهور الأزمات المالية وتشوهات في أسعار الأسهم وبقاء فرضية الكفاءة عاجزة عن تفسيرها أدى إلى فتح المجال أمام الباحثين لتفسير تلك التشوهات مما أفرز تيار مالي جديد يدعى بالمالية السلوكية.

المطلب الأول: ماهية كفاءة أسواق رأس المال Efficiency Market Hypothesis.

ارتبطت فرضية كفاء السوق بالاقتصادي Eugene Fama نظرا لكونه أول من أعطى تعريفا لها سنة 1965، ولكن نشأتها كانت نتيجة تراكم أبحاث كثيرة قام بها العديد من الباحثين والمختصين في الأسواق المالية.

أولا: ظهور فرضية الكفاءة.

بداية ظهور فرضية الكفاءة كان في القرن السادس عشر في العام 1564 بعالم الرياضيات الايطالي Girolamo Cardano في كتابه The Book on Games of Chance، حيث أشار فيه إلى أن المبدأ الأساسي في أي لعبة قمار هو تساوي الظروف والشروط عند كل خصم حتى بأصغر التفاصيل[1].

بينما لاحظ سمسار الأسهم الفرنسي "Jules Regnault" في العام 1863 أنه كلما تم الاحتفاظ بالورقة المالية لمدة أطول فإن هنالك احتمال لحدوث ربح أكبر أو خسارة أكبر، وأن الانحراف في السعر يتناسب طرديا مع الجذر التربيعي للزمن[2].

[1] Sewell Martin, History of the efficient market hypothesis, Research Note RN/11/04, University College London, London, 2011, p02.

[2] Thian Cheng Lim and al, History of the Efficient Market Hypothesis, International Journal of Management Sciences and Business Research, 2012, Vol 1, No 11, 2012, p27.

وفي العام 1889 تم التطرق لمفهوم كفاءة السوق بشكل صريح من طرف الاقتصادي "George Gibson" في كتابه "The Stock Markets of London, Paris and New York"، حيث أشار إلى أن الأسهم عندما تطرح للعموم فإن قيمتها تعكس أفضل المعلومات المتعلقة بها، شكلت هذه الأفكار حجر الأساس لفرضية كفاءة السوق[1].

مع بداية القرن العشرين قام عالم الرياضيات الفرنسي "Louis Bachelier" بإجراء أول تحليل دقيق لعوائد الأسهم في عام 1900 من خلال أطروحته Théorie de la spéculation، أثبت من خلالها بأن أسعار الأسهم تسير وفق سلسلة عشوائية ناجمة في الأساس عن العدد غير المحدود للعوامل المتحكمة في تغير الأسعار، هذا ما شكل فيما بعد أساسا لفرضية السير العشوائي[2].

وقدم Karl Pearson في عام 1905 مصطلح "السير العشوائي" لأول مرة من خلال منشوره The Problem of the Random Walk، فيما خلص Holbrook Working في عام 1934 إلى أن عوائد الأسهم تتحرك مثل أرقام اليانصيب[3].

وفي استمرار لمقاله المنشور عام 1933 الذي قام فيه بتحليل أداء المستثمرين وخلص إلى أنه لا يمكنهم التنبؤ بالأسعار في سوق الأسهم، أفاد Alfred Cowles في عام 1944 مرة أخرى أن أداء المستثمرين لا يهزمون السوق، وأظهر Holbrook Working عام 1949 أنه في سوق العقود الآجلة المثالي سيكون من المستحيل على أي متنبئ محترف أن يتنبأ بتغيرات الأسعار بنجاح[4].

في عام 1953 طرح الإحصائي البريطاني Maurice Kendall بحثه المثير للجدل بعنوان The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices الذي أجراه على الأسعار الأسبوعية لمؤشر الأسهم في السوق البريطاني، حيث توقع فيه أن يجد سلوكا منتظما لحركة الأسهم، لكن نتائج بحثه فاجأته ولاحظ أن أسعار الأسهم تتبع سلوكا عشوائيا ولا يمكن التنبؤ بها في المستقبل[5]، كذلك الأمر بالنسبة للبحث الذي أجراه Harry Roberts عام 1959 والذي وجد نتائج مشابهة في مؤشر Dow Jones الصناعي.

[1] Sewell Martin, Op Cit, p02.
[2] Ibid, p02.
[3] Thian Cheng Lim and al, Op Cit, p28.
[4] Ibid, pp 29-30
[5] Elroy Dimson, Massoud Mussavian, A brief history of market efficiency, European Financial Management, Vol 4, N 1, 1998, P92.

نشر Sharpe عام 1964 عمله الحائز بعدها على جائزة نوبل في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية [1] وفي سنة 1965 قام Fama بتعريف السوق الكفؤ لأول مرة، في تحليله التجريبي التاريخي The Behavior of Stock-Market، حيث قام بدراسة معامل الارتباط لسلسلة الأسعار اليومية لأسهم مؤشر داو جونز الصناعي المكون من 30 سهم، ووجد أن التغيرات اليومية لأسعار هذه الأسهم لها ارتباط ضعيف جدا ويقترب من الصفر، مما دفعه إلى استنتاج خاصية السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية[2].

وفي نفس العام أوضح Samuelson Paul في مقاله Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly بأن الأسعار المتوقعة تسير بشكل عشوائي[3].

ويعتبر Harry Roberts أول من صاغ مصطلح EMH عام 1967، وقام بالتمييز بين اختبارات الشكل الضعيف والقوي[4].

وفي العام 1970 قام Fama ومن خلال مقاله الشهير Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work الذي شكل الإطار النظري لفرضية كفاءة السوق قام بتعديل التعريف الأول لمفهوم الكفاءة بعد الانتقادات التي وجهت له، بالإضافة إلى ذلك تم تقسيم فرضية الكفاءة إلى ثلاث صيغ (ضعيفة ومتوسطة وقوية) اعتمادا على نوعية المعلومات المتاحة في السوق للمتعاملين (كان Harry Roberts أول من اقترح التمييز بين اختبارات الصيغة الضعيفة والقوية)[5].

تطور فيما بعد مفهوم كفاءة السوق تدريجيا وواصل Fama الدفاع عن فرضيته حتى وقتنا هذا وذلك على الرغم من ظهور الكثير من المنتقدين (أصحاب نظرية المالية السلوكية) الذين رأوا بعض نقاط الضعف في الإطار النظري لهذه الفرضية، وخاصة في ظل ظهور العديد من الحالات الشاذة في الأسواق المالية والتشوهات السعرية للأصول المالية والتي مكنت الكثير من المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية لا يمكن تفسيرها عن طريق فرضية الكفاءة.

[1] William F Sharpe, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, The Journal of Finance, Vol 19, N 03, 1964, pp 425-442.
[2] Fama Eugene, The Behavior of Stock-Market Prices, The Journal of Business, Vol 38, No 1, 1965, pp 34-105.
[3] Michel Albouy, Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ?, Revue française de gestion, No 157, Lavoisier, 2005, p170.
[4] Sewell Martin, Op Cit, p04.
[5] Fama Eugene, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, Vol 25, No 2, 1970, p414.

ثانيا: تعريف كفاءة الأسواق المالية.

عرف Fama 1965 السوق المالي الكفء بأنه السوق الذي تعكس أسعاره في أي وقت وبصورة كاملة جميع المعلومات المتوفرة، وتمثل تلك القيمة السوقية أحسن تقدير للقيمة الحقيقية[1].

أعاد Fama عام 1970 تعريف السوق الكفء بعد العديد من الانتقادات على أنه ذلك السوق الذي يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين العقلانيين اقتصاديا والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية به تعكس Fully Reflect جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية بشكل كامل[2].

أما Jensen 1978 فيرى أن السوق الكفء هو السوق الذي تعكس فيه الأسعار المعلومات إلى الحد الذي تتعادل فيه الأرباح الإضافية (غير العادية) الناتجة عن استغلال المعلومات مع التكاليف الإضافية الناتجة عن استخدام هذه المعلومات، فهذا التعريف يأخذ بعين الاعتبار تكاليف المعاملات والنشاط[3].

ويرى William Beaver 1981 أنه السوق الذي تعكس أسعار الاستثمارات فيه جميع المعلومات التي تصل إلى المستثمرين خلال فترة زمنية معينة، بينما يكون السوق غير كفء حينما يلاحظ المستثمرين بأن هناك فرقا بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها الحالي في السوق[4].

ويعرف كذلك بأنه السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية بسرعة وفي أي وقت جميع المعلومات المتاحة ذات الصلة، حيث تعكس الأسعار على الفور الأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل ونظرا لكون جميع العوامل المعروفة قد تم دمجها في الأسعار الحالية فمن المستحيل التنبؤ بالتغيرات في قيمة الورقة المالية، فقط المعلومات الجديدة الواردة للسوق ستغير قيمة الورقة المالية على الفور، لذا فإن التغيرات في قيم الأوراق المالية تكون عشوائية، وهذا هو أصل السير العشوائي للعائدات في أسواق رأس المال[5].

[1] Fama Eugene, The Behavior of Stock-Market Prices, Op. Cit, p90.
[2] Fama Eugene, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Op Cit, p 384.
[3] Michel Albouy, Op Cit, p170
[4] William H Beaver, Market Efficiency, The Accounting Review, Vol 56, No 01, 1981, pp24-25
[5] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, John Wiley & Sons Inc, 5th edition, 2017, p254.

يمكننا النظر إلى الأسواق المالية ذات الكفاءة على أنها لعبة عادلة (Fair Game)، بمعنى أنه لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المستثمرين، وبما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات فإنهم يشتركون في لعبة عادلة، والنتيجة المنطقية لها هي أن سعر الأداة المالية في السوق تتساوى مع قيمتها الحقيقية Intrinsic Value [1]، بفعل قرارات المستثمرين التي تدفع الأسعار إلى مستويات تتساوى مع قيمتها الحقيقية.

ثالثا: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.

في السوق الكفء نميز بين نوعين من الكفاءة:

1. الكفاءة الكاملة.

يقصد بالكفاءة الكاملة عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف[2]، ولكي تصل السوق إلى مستوى الكفاءة الكاملة لا بد من توفر عدد من الشروط أهمها[3]:

- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع بسرعة وبحرية، وفي ضوء هذا الشرط تكون تصرفات كل المستثمرين من حملة الأسهم متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.
- لا توجد أي تكاليف للمعاملات مثل عمولة البيع، وليس للضرائب أي تأثير على سياسة الاستثمار، هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود على التعامل بالأسهم من ناحية البيع والشراء.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم[4]، كما يحق لهم بيع وشراء الكمية التي يريدونها من الأسهم دون شروط وبسهولة[5].

[1] Malkiel B, The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, Journal of Economic Perspectives, Vol 17, No 1, 2003, pp. 59–82.

[2] حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص75.

[3] حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، ط1، عمان، الأردن، 2004، ص131.

[4] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1،عمان، الأردن، 2008، ص 32.

[5] نفس المرجع، ص32.

- يتصف جميع المستثمرين بالرشد الاقتصادي، والسعي إلى تعظيم الثروة لكل واحد منهم[1].

تعتبر غالبية هذه الشروط نظرية بعيدة عن الواقع التطبيقي والتنظيمي والتشريعي للتعاملات في أسواق رأس المال، فليس هناك ما يضمن أن لا يكون لأحد المتعاملين في هذه الأسواق علاقات صداقة أو قرابة مع المؤسسة المعنية تسمح له بالحصول على معلومات قبل غيره من المتعاملين، بالإضافة لوجود شروط وقيود تفرضها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على المؤسسات التي ترغب في الدخول إلى أسواق رأس المال، وهو ما يلغي فكرة عدم وجود تكاليف وضرائب، وإذا رجعنا إلى الشرط الثالث فسوف نواجه بالحقيقة التي تشير إلى أن ما بين 70 % إلى 75 % من المعاملات التي أبرمت خلال العشر سنوات الأخيرة في بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، وأن حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسات كانت ضخمة، بحيث يترك في بعض الأحيان آثارا على سعر الورقة المالية التي تضمنتها الصفقة[2]، ويبقى الشرط الرابع في شطره الثاني هو المعقول والمعمول به في أسواق رأس المال، إذ نجد أن معظم المتعاملين يسعون إلى تحقيق أكبر عائد ممكن في ظل مستوى معين من المخاطرة، بينما شرط اتصاف جميع المستثمرين بالرشادة الاقتصادية فيبتعد عن الواقع.

2. الكفاءة الاقتصادية.

تستند الكفاءة الاقتصادية على فرضية أساسية هي الاتجاه المستمر للمستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة، وعليه يتطلب منه الدخول في سباق مع المتعاملين الآخرين نحو الحصول على البيانات والمعلومات الكافية عن الأوراق المالية التي تساعده على تحقيق هدفه، وتفترض بأنه من المنطقي وجود فترة تباطؤ زمني بين تداول المعلومات الجديدة وبين انعكاس أثرها على الأسعار في السوق، وهذا يؤدي بالنتيجة إلى اختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة عن القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت[3].

[1] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص76.

[2] بن عيشوش محمد، مرجع سابق، ص109.

[3] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص ص 76-77.

رابعا: الخصائص التنظيمية للسوق المالي الكفء.

يجب أن تتوفر مجموعة من الخصائص التنظيمية التي تساعد على جعل السوق ذا كفاءة عالية، وأهم هذه الخصائص ما يلي[1]:

- وجود إدارة مركزية في السوق ومجلس إدارة يمثل الجهات المتعاملة في السوق، وتعتمد هذه الإدارة القوانين والتعليمات النافذة وتطويرها بما يتلاءم مع التطورات المالية والاقتصادية والتقنية ومراقبة عمليات التداول.
- إيجاد نصوص قانونية وتنظيمية فعالة لعمليات التداول في الأسواق المالية، من خلال تحديد شروط إدراج الأسهم وتنظيم دخول الشركات إلى البورصة، ومتابعة تطبيق هذه الشروط مع كافة الشركات باستمرار، وإيقاف التعامل مع أسهم الشركات التي لا تلتزم بهذه الشروط.
- التأكد من دقة وسلامة البيانات والمعلومات التي تنشرها الشركات، وإيجاد آلية للإفصاح عن كافة المعلومات الخاصة والعامة لجميع الشركات، وتوفير العدالة وتكافؤ فرص الحصول على المعلومات والبيانات المالية.
- إيجاد هيئة على درجة عالية من الكفاءة ممثلة عن كافة الجهات المستفيدة والمتعاملة في الأسواق المالية كالمستثمرين والوحدات الحكومية الأساسية والوسطاء والوكلاء والرقابة المالية، لمراقبة المتعاملين في الأسواق المالية وتطبيق الأنظمة والقوانين بصدد المخالفين.
- منع المضاربة في الأسواق المالية من خلال الرقابة المستمرة على الأسعار والسوق.
- الاهتمام بصناع السوق من المتخصصين والمستثمرين المعتمدين في السوق، إذ مهمتهم الأساسية تحريك السوق عند هدوء التعاملات بغرض تنشيطه.
- تخفيض معدلات العمولة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة.
- تطوير الوسائل والأدوات التكنولوجية المستخدمة في عمليات التداول اليومية كالانترنت وأجهزة الاتصال الحديثة والمتطورة الأخرى.

[1] دريد كامل ال شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص ص 88-89.

خامسا: متطلبات كفاءة سوق رأس المال.

لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه السمات التالية:

1. كفاءة التسعير Price Efficiency: يطلق عليها الكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى كافة المتعاملين في السوق بسرعة (دون فاصل زمني كبير) بما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، بذلك يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة (Fair Game Market)، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين[1].

2. كفاءة التشغيل Operational Efficiency: ويطلق عليها الكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب وبسرعة، بحيث تعتبر تكاليف المعاملات العامل الرئيسي في تحقيق هذا التوازن، فكلما انخفضت تكاليف المعاملات زادت كفاءة السوق، وارتفاعها يؤثر على سرعة وصول السوق للتوازن[2]، لهذا ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل مجهود للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة، وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث على المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف[3].

3. سيولة السوق: كلما زادت سيولة السوق زادت كفاءته، حيث كلما تم تداول ورقة مالية ما بشكل سريع مكن ذلك من دمج المعلومات الجديدة بسرعة أكبر في سعرها، وعلى العكس من ذلك فإن الأوراق المالية منخفضة السيولة أو غير السائلة بطيئة نسبيا في عكس المعلومات المتاحة على أسعارها[4].

4. المستثمرون عقلانيون: كلما كان المستثمرون أكثر عقلانية زادت كفاءة السوق، يقال أن الأفراد عقلانيون عندما تكون أفعالهم متسقة مع المعلومات التي يتلقونها، فعندما يتم الإعلان عن أخبار جيدة وغير

[1] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص501.

[2] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, p256.

[3] منير إبراهيم هندي،الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص502.

[4] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, p256.

متوقعة يجب على المستثمرين العقلانيين شراء سهم وليس بيعه، بالإضافة لذلك فإن المستثمرين العقلانيين ومن خلال شراء وبيع الأصول المالية يهدفون إلى تعظيم مكاسبهم المحتملة إلى أقصى حد عند أي مستوى من المخاطر[1].

5. حرية انتقال المعلومات :يقتضي هذا الشرط توفر المعلومات في السوق، وحرية انتقالها، ووصولها لكل المتعاملين دون تمييز، وذلك ليكون السعر يعكس كافة المعلومات المتوفرة، ولذلك لابد من[2]:

- وصول المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين في نفس اللحظة، أي أنه لا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومات لأحد المتعاملين الاقتصاديين وبين وصولها لمتعامل آخر.
- تحليل المعلومات من طرف المتعاملين الاقتصاديين يختلف حسب خبرة وحنكة كل متعامل، إذ ليس من الضروري أن يتوصل كل المتعاملين الاقتصاديين إلى نفس النتائج واتخاذهم نفس القرارات من تحليلهم للمعلومات الواردة إلى السوق، وإنما يتوقف ذلك على كيفية تعامل كل مستثمر مع المعلومات، وكيفية تحليلها، ومدى خبرته في التعامل مع هذه المعلومات.

6. عمق السوق: تكون السوق عميقة عندما تتصف بوجود تدفق مستمر لأوامر البيع والشراء بأسعار أقل وأكبر من السعر الحالي، بعبارة أخرى يكون هناك العديد من البائعين والمشترين على استعداد للبيع والشراء بأسعار أكبر وأقل من سعر آخر عملية، مما يمنع حدوث تقلبات حادة في الأسعار[3].

7. اتساع السوق: تكون السوق متسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية ويحقق ذلك الاستقرار النسبي في سعرها، ويقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وفي السوق المتسعة لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع[4].

8. حيوية السوق: عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما ترتفع الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق في الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار سعر الطلب ضيقا، ويتم إنجاز

[1] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, p256.

[2] بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 3، العدد1، 2017، ص89.

[3] بلحمري خيرة، تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية (الكويت تونس وفلسطين خلال الفترة 2007-2014)، أطروحة دكتوراه تخصص علوم تجارية، جامعة الجزائر 3، 2016، ص124.

[4] عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005ص66.

أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيرا، ويعتبر وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق[1].

9. عدالة السوق: تعني إتاحة فرصة متساوية لجميع المتعاملين في السوق، سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة، فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرص متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها[2].

وقد يتميز سوق رأس المال بعدم الكفاءة للأسباب التالية[3]:

- عدم دقة البيانات والمعلومات المنشورة في السوق المالي وتأخير نشرها على المتعاملين مما يقلل من فوائدها للمستثمرين، وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية وعدم الإفصاح عنها مما يؤثر على اتخاذ القرارات الصائبة.
- تشجيع وتحفيز بعض الوسطاء لعملائهم على تنفيذ صفقات بيع وشراء الأوراق المالية دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، ومحاولة تفعيل المضاربات القائمة على التقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق، ويترتب عليه أيضا آثار اقتصادية واجتماعية تنعكس على سمعة السوق بل أحيانا على اقتصاد البلد ككل.
- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في السوق المالي، مما يؤدي إلى تخفيض حجم التداول بيعا وشراء والتأثير على سيولة السوق.
- انتشار ظاهرة التجارة الداخلية للمعلومات، أي استفادة الإدارة العليا والمدراء التنفيذيين في بعض المؤسسات من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات، وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية نتيجة الاستفادة من هذه المعلومات في اتخاذ قرارات البيع والشراء.

---

[1] بلحمري خيرة، مرجع سابق، ص124.

[2] بن عمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة السعودية، عمان، تونس، المغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، جامعة ورقلة، 2012، ص 237.

[3] دريد كامل آل شبيب، الاسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص87.

- قيام بعض الوسطاء بانجاز صفقات صورية (غير موجودة فعلا) والتي تنجم عنها تعاملات صورية مكثفة ونشطة، تؤثر على أسعار الأوراق المالية وتؤدي إلى أرباح غير اعتيادية.

المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لفرضية كفاءة سوق رأس المال.

تتخذ صيغ فرضية كفاءة سوق رأس المال ثلاثة أشكال في ضوء سعة المعلومات وشمولها مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، إذ صنفت معظم الأدبيات المالية فرضية كفاءة السوق إلى ثلاثة مستويات، وكل منها يعتمد فرض يقوم على وفرة المعلومات وكلفتها، ويمكن تحديد هذه المستويات كالآتي:

أولا: الصيغة الضعيفة لفرضية الكفاءة The Weak Form of Efficiency.

تقضي الصيغة الضعيفة بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي، وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم مستقبلا من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام والشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى[1].

بمعنى آخر فإن السعر يتحدد كل يوم بيومه ولا دور لعنصر التنبؤ بالأسعار، ولا يمكن للمستثمر أن يجني أرباح غير عادية اعتمادا على المعلومات التاريخية من خلال دراسة وتحليل اتجاهات الأسعار الماضية، وأن فرصة المستثمر في الحصول على الأرباح تكون بإحدى الطريقتين التاليتين[2]:

- حصوله على معلومات داخلية خاصة غير منشورة وغير متاحة للمستثمرين الآخرين.
- تحليل البيانات المالية العامة المتاحة عن المؤسسة بكفاءة وخبرة تفوق كفاءة وخبرة المستثمرين الآخرين، وهنا يفسح المجال لعمل الخبراء والمستشارين الماليين، لأنهم أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات والاستفادة منها عند اتخاذ القرار وبالتالي تحقيق أرباح أكثر من غيرهم.

ثانيا: الصيغة شبه القوية لفرضية الكفاءة The Semi-Strong Form of Efficiency .

يفترض فيها أن تعكس الأسعار جميع المعلومات المتاحة للجمهور، وقد توصل كل من (Fisher, Jensen and Roll 1969) إلى أن المعلومات المتعلقة بتوزيعات الأرباح المستقبلية للمؤسسة على الأسهم

[1] منير ابراهيم هندي، الأسواق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص503.
[2] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص84.

المجزئة تنعكس بشكل كامل في سعر السهم المجزأ (المقسم) في وقت التجزئة، وتوصل كل من (Ball and Brown 1968) و(Scholes 1969) إلى استنتاجات مماثلة فيما يتعلق بالمعلومات الواردة إلى السوق حول إعلانات الأرباح السنوية من قبل المؤسسات، وإعلانات الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية[1]، على الرغم من أنها أنواع قليلة من الأحداث المولدة للمعلومات، إلا أنها من بين الأحداث الأكثر أهمية.

ويقصد بجميع المعلومات المتاحة مثل ما هو موجود في التقارير السنوية، والنشرات الفصلية، ومقالات الصحف والمجلات، والإعلانات عن العقود الجديدة والاندماج، وزيادة الأرباح وما إلى ذلك، يمكن اختبار هذه الفرضية تجريبيا من قبل دراسة ردة فعل أسعار السوق على أحداث المؤسسة (دراسات الأحداث) في الواقع يتفاعل سعر السهم على الفور مع أي إعلان عن معلومات جديدة ذات صلة بالمؤسسة، في السوق الكفء لا يمكن ملاحظة أي تأثير قبل الإعلان ولا خلال الأيام التالية للإعلان، بمعنى آخر تستجيب الأسعار بسرعة فقط في وقت الإعلان عن أي معلومات جديدة[2].

في هذا المستوى من الكفاءة لا يستطيع المحلل المالي التنبؤ بسعر الأوراق المالية في السوق مستقبلا بقيمة أكبر أو أصغر من قيمتها الحقيقية، وكلما ارتفعت استجابة السوق لهذه المعلومات فإن ذلك دليل على ارتفاع كفاءته، بالإضافة إلى ذلك، فإن المستثمر لا يستطيع تحقيق أي عوائد غير اعتيادية نتيجة لقيامه بالتحليل الأساسي للمعلومات (الإصدارات الجديدة، تجزئة السهم، تغير أساليب إعداد القوائم المالية)، ويحدث ذلك فقط عندما يحصل على بعض المعلومات الخاصة غير المنشورة عن المؤسسة في إطار ظاهرة احتكار المعلومات والاتجار بها[3].

ثالثا: فرضية الكفاءة القوية The Strong Form of Efficiency

حسب Fama 1970، يفترض في السوق ذات الكفاءة القوية أن تعكس فيها الأسعار جميع المعلومات المتاحة بشكل كامل، إلا أنه لاحظ وجود انحرافين عن هذا التعريف، أولا من خلال دراسة (Niederhoffer and Osborne 1966)، حيث يشيران إلى أن المتخصصين Specialists في أسواق الأوراق المالية يتمتعون بحق احتكار الوصول إلى المعلومات المتعلقة بالأوامر المحددة Limit Orders غير المنفذة ويستخدمونها لتحقيق أرباح، وهذا يطرح سؤالا حول ما إذا كانت "صناعة السوق" وظيفة

[1] Eugen Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Op Cit, P415.
[2] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, p255.
[3] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص ص 85-86

المتخصصين (إذا كانت بالفعل وظيفة اقتصادية ذات هدف) لا يمكن القيام بها على نحو كفء من خلال آلية أخرى لا تنطوي على الوصول الاحتكاري إلى المعلومات، أما ثانيا فيرى (Scholes 1969) أنه غالبا ما يتمتع المطلعون Corporate Insiders (رئيس أو أعضاء مجلس الإدارة) بإمكانية الحصول على معلومات حول مؤسساتهم واحتكارها[1].

هذا ما أثبتته دراسة كل من (E.G Seyun 1988, Born 1988, Rozeff and Zaman 1988) أن كبار الموظفين (رئيس مجلس الإدارة والأعضاء) يحققون بالفعل أرباح غير عادية من وراء الاتجار بالأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات التي يعملون بها، غير أنه تغيرت تصرفاتهم بعد صدور التعديل الذي أجري على قانون عقوبة كبار العاملين الذين يستغلون المعلومات المتاحة عن المؤسسة التي يعملون بها والذي يعطي لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الحق في رفع دعوى قضائية لرد الأرباح التي يحققها من وراء تلك الصفقات، فقد كشفت دراسة (Arshadi and Eyssell 1991) أنه يوجد تغير جذري في تصرفات العاملين بعد صدور التعديل مقارنة بتصرفاتهم قبله، فقبل صدور القانون وجدت أدلة على سعي هؤلاء العاملين إلى زيادة مشترياتهم من الأسهم للاستفادة من الارتفاع المحتمل في الأسعار نتيجة المعلومات التي يمتلكونها ويحتكرونها، أما بعد صدور التعديل فلم يظهر أي استغلال من طرفهم لاغتنام الفرصة المتاحة[2].

إذا في أسواق رأس المال ذات الكفاءة القوية لا يستطيع المستثمرون الذين لديهم معلومات مميزة أو من الداخل أو يحتكرون معلومات معينة التأثير على أسعار الأسهم والحصول على عوائد غير عادية، ويحدث هذا فقط عندما يكون لدى منظمي الأسواق المالية القدرة على حظر استخدام المعلومات الداخلية والمعاقبة عليها[3].

[1] Eugen Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Op Cit, P415.

[2] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص ص512-513

[3] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, pp 255-256.

المطلب الثالث: المالية السلوكية The Behavioral Finance.

أثار ظهور الأزمات في أسواق رأس المال إلى ردود أفعال شككت بمحتوى فرضية الكفاءة، وفتحت المجال للعديد من الدراسات كان مفادها أن فرضية العقلانية التي يزعمها أنصار فرضية الكفاءة لا يتمتع بها جميع المستثمرين، بل إن تشكل الأسعار يستند أحيانا على عوامل غير عقلانية لم تستطع النظرية تفسيرها، هذا ما أدى لظهور تيار مالي جديد قائم على دراسة الجوانب المهملة في نظرية الكفاءة ألا وهي سلوكيات الأفراد في أسواق رأس المال.

أولا: ظهور المالية السلوكية.

أظهرت الأزمات المالية والتقلبات العنيفة التي شهدتها أسواق رأس المال، وجود مجموعة من الحالات الشاذة Anomalies والألغاز Puzzles الظاهرة في أسعار الأوراق المالية لم تستطع نماذج تسعير الأصول المستخدمة تفسيرها، وتمثل هذه التشوهات سلوكا يتناقض مع فرضية السوق الكفء وعقلانية المستثمرين فهناك حالات كثيرة تؤثر فيها العاطفة والحالة النفسية في اتخاذ القرارات الاستثمارية مما تؤدي إلى التصرف بطرق غير عقلانية[1]، بالإضافة لظهور هذه الأنماط بصفة منتظمة وأصبحت معروفة على نطاق واسع، مما يعني أن المستثمرين قد يتمكنون من الاستفادة منها بالتنبؤ بعوائد الأصول المالية والتغلب على السوق[2]، وهو ما أثار جدل في الأوساط الأكاديمية.

انقسم الباحثون إلى مجموعتين، تتضمن المجموعة الأولى الإصلاحيين، والذين يسعون إلى إجراء تعديلات على فرضية كفاءة السوق لتصبح ملائمة أكثر في تسعير الأصول الرأسمالية، ويجعلها قادرة على احتواء التشوهات في أسواق رأس المال، أما المجموعة الثانية فكان لها توجه مختلف تماما وسميت بالمبدعين، يقوم على فكرة الجمع بين علم النفس وعلم الاقتصاد في محاولة لتفسير التشوهات الملاحظة في أسواق رأس المال.

ومن بين الباحثين الرواد في هذا المجال نجد الاقتصاديين Richard Thaler، Andrei Shleifer، Robert Shiller، Werner De Bondt وMeir Statman، ولكن أهم مساهمة قدمت لهذا المولود

[1] عبد الرحمان بن سانية وآخرين، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 01، العدد 02، 2017، ص13.

[2] صباح محمد ديلمي، منى ممدوح المولا، التأثيرات الموسمية على عائد وتذبذب بورصة عمان :دراسة تطبيقية على المؤشرات القطاعي، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد 16، العدد01 ، ،2013 ص113

الجديد كانت من طرف علماء النفس Daniel Kahneman و Amos Tversky من خلال نظرية الاحتمالات (أفق الاحتمالات) (Prospect Theory) عام 1979، يشرحان من خلالها كيف يدمج المستثمرون أسباب ذاتية إلى أسباب موضوعية لاتخاذ قراراتهم، فسرت النظرية مجموعة من الإجراءات غير العقلانية التي يتخذها صانعو القرار، وهي تصرفات تتناقض بشكل صارخ مع فرضية الكفاءة[1]، فيما توصلت دراسة (Tversky and Thaler, 1990) إلى تميز صانع القرار بعدم استقرارية تفضيلاته[2].

ثانيا: تعريف المالية السلوكية.

المالية السلوكية هي نهج جديد لأسواق رأس المال ظهر استجابة للصعوبات التي يواجهها النموذج التقليدي في تفسير حالات التشوه الملاحظة في الأسواق[3]، حيث تهدف إلى تحليل تأثير العوامل السيكولوجية على عملية اتخاذ القرار في سوق رأس المال، بما في ذلك كيفية تفسير المستثمرين للمعلومات الجديدة، فالفكرة الرئيسية للتمويل السلوكي هي أن ردود فعل المستثمرين لا يمكن توقعها دائما ولا تكن دائما نتيجة عوامل عقلانية[4].

تعتمد المالية السلوكية على علم النفس وعلم الاجتماع والنظريات السلوكية في محاولة فهم وشرح أنماط التفكير لدى المستثمرين[5]، بما في ذلك الجوانب العاطفية والنفسية ودرجة تأثيرها على صانع القرار لإعطاء تفسيرات لحالات التشوه في أسواق رأس المال، تحدث هذه التشوهات عندما تتحدد أسعار الأصول المالية في السوق بعيدا عن افتراضات نظرية كفاءة أسواق رأس المال.

ثالثا: فرضيات المالية السلوكية.

تقوم النظرية المالية السلوكية على فرضيتين أساسيتين تتمثلان في[6]:

---

[1] Szyszka Adam, Behavioral Finance and Capital Markets How Psychology Influences Investors and Corporations, Palgrave Macmillan US, 1st edition, 2013, p46.

[2] Amos Tversky, Richard H Thaler, Anomalies: Preference Reversals, journal of Economic Perspectives, Vol 4, No 2, 1990, pp 201-211.

[3] Thaler Richard H, Advances in Behavioral Finance, Princeton University Press, Vol 02, USA, 2005, p10

[4] Nila Firdausi Nuzula and Al, The use of technical analysis, source of information and emotion and its influence on investment decisions, Journal of Behavioral and Experimental Finance, Vol 22, 2019, p52.

[5] Park H, Sohn W, Behavioral finance: A survey of the literature and recent development. Seoul Journal of Business, Vol 19, No 1, 2013, pp 3-44.

[6] مبارك بن زاير، عبد الوهاب بن زاير، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 03، العدد 01، 2017، ص ص 92-94.

1. عدم تمتع المستثمرين بالعقلانية (الرشاد): تسعى نظرية المالية السلوكية إلى تفسير وشرح الحالات الشاذة الملاحظة في أسواق رأس المال، و ذلك على أساس دراسة السلوك البشري للأفراد المتعاملين فيه، وملاحظة درجة الترابط المعقد بينهم، مما يبرز نوع من اللاعقلانية في تصرفات هؤلاء الأفراد من خلال تعاملهم مع المعلومات الواردة للسوق، هذه الخصائص الديناميكية الجماعية للأسواق المالية لم يتم معالجتها من طرف نظرية الكفاءة، التي اعتبرت أن جميع المستثمرين يتمتعون بالعقلانية والرشادة.

بذلك جاءت المالية السلوكية لتوضح التفاعل القائم بين فئتين في أسواق رأس المال، فئة المستثمرين العقلانيين (Rationals)، وفئة المستثمرين شبه العقلانيين (Quasi's)، وهم الأشخاص الذين يحاولون بأقصى ما في وسعهم اتخاذ قرارات استثمارية جيدة ولكنهم يرتكبون أخطاء يمكن التنبؤ بها[1]، وكذلك لتوضيح درجة تأثير هذه الأخيرة على الفئة الأولى، هذا التأثير ناتج عن التفاعل بين الفئتين، حيث أن ترابط سلوكيات الأفراد يجعلها تتجمع في نفس الاتجاه نتيجة التقليد والمحاكاة فيما بينهم، مكونة بذلك اتجاها سعريا، و هو ما يعرف بسلوك القطيع، بحيث وفي كثير من الأحيان يفضل بعض الأفراد تقليد الجماعة و إتباع سلوكياتها وتصرفاتها لتفادي الإقصاء والاستبعاد، إلا أنه غالبا ما يكون تفكير الجماعة غير عقلاني، و التالي فإن احتمال ظهور تصرفات وسلوكيات غير عقلانية وارد بشكل كبير جدا.

2. محدودية التحكيم :تعتبر نظرية الكفاءة أن التحكيم قادر على تصحيح الانحرافات الناتجة عن تصرفات الأفراد غير العقلانيين وإرجاع الأسعار إلى قيمها الحقيقية، غير أن ارتباط سلوكيات الأفراد وتقليد ومحاكاة تصرفات بعضهم البعض كما وضحته النظرية المالية السلوكية، يؤدي إلى تعطيل عملية التحكيم في أسواق رأس المال، وبالتالي ابتعاد السعر عن قيمته الحقيقية، كما أن استخدام نفس الاستراتيجيات من طرف الأفراد، والتوصل إلى نفس الحكم بشأن بعض الأسهم، يجعل من التحكيم عملية غير قادرة على إرجاع السوق إلى نقطة التوازن وتقدير الأصول بقيمها الحقيقية.

يشير (Shleifer 2000) إلى أن المخاطر التي تنطوي على عملية التحكيم تجعلها كذلك محدودة الأثر على غرار مخاطر السيولة، أو المخاطر المتعلقة بتجار الضوضاء، فضلا عن وجود تكاليف عالية مرتبطة بعملية تنفيذ المراجحة تجعلها عملية غير مرغوب فيها من قبل المتعاملين[2].

[1] Richard H Thaler, The End of Behavioral Finance, Financial Analysts Journal, Vol 55, No 6, 1999, p.12-17 P12.

[2] Shleifer A, Inefficient markets: an introduction to behavioral finance, Oxford: Oxford University Press, 2000, p 10.

خلاصة.

تعتبر سوق رأس المال أحد أهم أقسام الأسواق المالية، فالتطور الهائل الذي شهدته واستقطابها للعديد من المتعاملين استوجب وضع هيئة تشرف على تسييرها، من خلال مجموعة من القواعد والإجراءات التي تحكم تصرفات المتعاملين فيها، حيث يشترط أولا تسجيل الأوراق المالية أولا ليتم تداولها داخل قاعة تدعى صالة التداول، عن طريق الوسطاء المرخص لهم بالعمل فيها، وفقا لأسلوب التداول المتفق عليه، إذ يلعب الوسطاء دورا أساسيا في تنفيذ طلبات المستثمرين بشأن الصفقات عبر أوامر يتم إصدارها من طرف المستثمرين، وتمثل القيمة التي تبلغها الورقة المالية خلال جلسة التداول بتسعيرة البورصة، ويتم تحديدها بعدة طرق حسب النظام المعمول به داخل السوق.

يستهدف المستثمرون أسواق رأس المال التي تضمن لهم أسعار تداول تمثل القيمة الحقيقية للأسهم، وهي الخاصية التي توفرها الأسواق التي تتميز بالكفاءة، وقد كان الاقتصادي FAMA أول من عرفها على أنها السوق الذي تعكس فيه الأسعار جميع المعلومات المتاحة، ففي ظل السوق الكفء لن يتمكن أي متعامل من تحقيق فرص ربح غير عادية تتجاوز ما حققه غيره من المتعاملين، لأن المتعاملين لديهم نفس المعلومات وفي نفس الوقت.

تم قبول فرضية السوق الكفء لعقود من الزمن وعلى نطاق واسع بسبب سيادة الحجة الرياضية لتأسيس صحتها، غير أن هذه الثقة تزعزعت نتيجة الأزمات وظهور حالات من الشذوذ في أسواق رأس المال لم تستطع الفرضية تفسيرها، جعل الباحثين والأكاديميين يشككون في مدى تطابق فروض النظرية مع واقع عملها، حيث أن التشوهات الملاحظة ناتجة عن تصرفات وسلوكيات الأفراد، مما استوجب ضرورة إيجاد تفسير علمي ومنطقي لها، وهو ما أدى إلى ظهور تيار جديد في علم المالية يسمى بالمالية السلوكية.

ظهور هذا التيار افقد فرضية الكفاءة هيمنتها وسيطرتها، ولكن لم يطرح كنهج بديل لها، بل طرح كافتراض تكميلي يدرس كيفية تأثير علم النفس على القرارات المالية وسلوك المستثمرين الشبه عقلانيين وتأثيره اللاحق على الأسعار في الأسواق، لتفسير التشوهات التي عجزت عن تفسيرها فرضية الكفاءة.

الفصل الثاني:

العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم

تمهيد.

تعتبر دراسة حركة أسعار الأسهم وتقلب قيمتها في أسواق رأس المال أمرا مهما في عالم المال والاستثمار، فقيمة السهم تعطي تصورا لمدى قوة المؤسسة المصدرة له، وارتفاعها يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي تعظيم ثروة الملاك، لهذا فإن أي مؤسسة أصدرت أسهم تكون قلقة بشأن قيمتها السوقية، حتى المتعاملين في أسواق رأس المال يهتمون بحركة الأسعار بهدف تحقيق عائدات مستقبلية، معتمدين في ذلك على توقعاتهم بتطورات الأسعار، من خلال تحليل المعلومات التي تصل إلى السوق.

تتميز العوائد في أسواق رأس المال بخاصية عدم التأكد لارتباطها بالمخاطرة، لهذا فإن قرار الاستثمار في الأسهم يتم اتخاذه بناءا على العائد والمخاطرة معا، وعليه فإن المشكلة الكبيرة التي يصدم بها المتعاملين بالأسهم هي إيجاد التوليفة المثلى من العائد والمخاطرة، وقد كان ابتكار طرق لتحديد العائد والمخاطرة ضرورة قصوى لإيجاد حل لتلك المشكلة.

يؤدي تغير العرض والطلب على الأسهم بفعل العديد من العوامل إلى تقلب قيمتها السوقية، لهذا يستوجب على المستثمرين في أسواق رأس المال تحليل جميع المعلومات التي تصل إلى السوق والتي من شأنها التأثير على قراراتهم، هذه المعلومات تكون إما متعلقة بالمحيط الخارجي للمؤسسة، أو المحيط الداخلي، إضافة إلى عوامل نفسية وعاطفية تتحكم في سلوك المستثمر.

وللتعرف بدقة على محددات القيمة السوقية للأسهم والعوامل المؤثرة عليها، سيتم التطرق خلال هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- المعلومات وعلاقتها بأسواق رأس المال.
- محددات قيمة الأسهم.
- تحليل المعلومات في أسوق رأس المال.
- العوامل الداخلية والخارجية المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم.

المبحث الأول: المعلومات وعلاقتها بأسواق رأس المال.

تعتبر المعلومات الركيزة الأساسية التي يتم على أساسها اتخاذ القرارات الاستثمارية في أسواق رأس المال ولكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم في شأن بيع أو شراء ورقة مالية ما، ينبغي أن يتوفر لديه جميع المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على قيمتها السوقية، على اعتبار أن الأسعار في السوق الكفء تستوعب جميع المعلومات، ففي ظل غياب المعلومات أو عدم توافرها بالشكل المطلوب أو عدم وصولها لجميع المستثمرين تصبح عملية اتخاذ القرار يشوبها الغموض وعدم التأكد، ويحول سوق رأس المال من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة ويخفض من مستوى الكفاءة.

المطلب الأول: المعلومات في أسواق رأس المال.

يحتاج المستثمرون في أسواق رأس المال إلى معلومات مالية تتميز بالموثوقية والتمثيل الصادق وذلك لاتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة، وتلعب المحاسبة الدور الأكبر في ذلك، باعتبار المستثمرين يولون أهمية كبيرة للبيانات والمعلومات المحاسبية المنشورة من طرف المؤسسات المدرجة، هذه الأخيرة تكون ملزمة بالإفصاح عنها عن طريق عرض قوائمها المالية بكل وضوح وفقا للمعايير المحاسبية.

أولا: الإفصاح وعلاقته بأسواق رأس المال.

إن وظيفة المحاسبة لا تتوقف عند عملية قياس الأحداث الاقتصادية والمعاملات المالية، ووظيفة المحاسب لا يمكن أن تكون كاملة بتنفيذ هذه العملية وفقط، بل لا بد من الإفصاح على نتائج هذا القياس وتوصيلها إلى من يحتاجها وفق أسس صحيحة.

1. تعريف الإفصاح.

أكدت دراسة (Ball and Brown 1968) على أن الأرقام المحاسبية التي يتم الإعلان عنها بموجب البيانات والتقارير المالية تساعد المستثمر على اتخاذ القرار إذا ما أحسن تحليلها، لهذا فإن التقلبات في القيمة السوقية للأسهم هي دالة لمحتوى الإفصاح عن المعلومات المحاسبية، كون هذه الأخيرة بالإضافة إلى كفاءة السوق تعد المحرك الرئيسي لآلية العرض والطلب على الأسهم في أسواق رأس المال[1].

[1] Ball R, Brown P, An empirical evaluation of accounting Income, Journal of accounting research, 1968, pp 159-178.

عرفه المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA) بأنه عرض للقوائم المالية بكل وضوح وفقا للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها، التي تقضي بتوفير الإفصاح المناسب في هذه القوائم فيما يخص جميع الأمور المادية، ويرتبط عنصر الإفصاح هنا بصلة وثيقة مع شكل وترتيب ومحتوى القوائم المالية والمصطلحات المستخدمة فيها، وأيضا بالملاحظات الواردة بشأنها والمرفقة معها، وبمدى ما فيها من تفاصيل، وذلك لجعل تلك القوائم مفيدة بشكل كاف لكل مستخدميها[1].

أما مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) فقد عرفه من خلال تحديده للغرض من القوائم المالية من خلال نص المعيار (IAS1) "عرض البيانات المالية" الذي جاء فيه "إن هدف القوائم المالية ذات الغرض العام هو توفير بيانات مالية عن المركز المالي للمؤسسة وعن نتيجة أعمالها والتدفقات النقدية لديها، بحيث تكون البيانات التي تحتويها القوائم المالية مفيدة في اتخاذ القرارات الاقتصادية لشريحة عريضة من مستخدمي القوائم المالية[2].

2. الإفصاح المحاسبي في أسواق رأس المال.

تقر أسواق رأس المال قوانين وشروط ومتطلبات لإدراج الأوراق المالية بها، وهذا تحقيقا لمبدأ السوق المنظمة والفاعلة في الاقتصاد الوطني، وتمكينا للمستثمر الذي يتداول الأوراق المالية من اتخاذ قراراته العقلانية والراشدة، وتفرض على المؤسسات استمرار ذلك الإدراج بإفصاح دوري ومستمر، وبالتالي يأخذ الإفصاح في الأسواق المالية الشكلين التاليين[3]:

أ. **الإفصاح السابق لإدراج الأوراق المالية:** يرتبط الإفصاح السابق لإدراج الأوراق المالية بالدرجة الأولى بموضوع نشرة الاكتتاب في السوق الأولي أو بما يسمى سوق الإصدار، أين تنشر المؤسسة معلومات تكون متاحة للجمهور تبين فيها سبب الخوصصة أو الزيادة في رأس المال، وأية معلومات أخرى تكون مفيدة للمستثمرين لاتخاذ القرارات السليمة.

ب. **الإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية:** بعد أن يتم إدراج الأوراق المالية في البورصة وما تم الإفصاح عنه من معلومات تتعلق بالجهة المصدرة للأوراق المالية، تبدأ المرحلة الثانية أو بما يسمى الإفصاح اللاحق لإدراج الأوراق المالية، بحيث يجب أن تفصح المؤسسة بشكل دوري ومستمر

[1] Codification of auditing standards and procedures, Statement on auditing standards 001, American Institute of Certified Public Accountants, 1973, p78.

[2] محمد أبو نصار، جمعة حميدات، معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية – الجوانب النظرية والعملية، دار وائل للنشر، ط3، عمان، الأردن، 2014، ص22.

[3] جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010، ص147.

عن كل المعلومات التي تخدم المستثمرين أو المساهمين أو أي طرف آخر يكون له مصلحة في المؤسسة.

ثانيا: مفهوم المعلومات.

الأعمال الريادية التي قدمت من قبل (Modigliani & Miller) عام 1961 ومن قبل (Beaver) و(Ball & Brown) عام 1968 جعلت من المعلومات مدخلا شاملا ومتكاملا في تفسير وتحليل أداء المؤسسات وتقييم أسهمها في السوق المالي، لاسيما أن المعلومات المفصح عنها بالتقارير المالية غنية بالأحداث المفيدة وذات قيمة اقتصادية تستخدم في صياغة القرارات الاستثمارية، خاصة وأن ثقة المستثمرين بالمعلومات تكمن بقنوات تدفقها المتعددة والمتنوعة، وفي طبيعة ونوعية المعلومات المتدفقة.

I. المعلومات المحاسبية وجودتها.

تعد المعلومات من أهم الأركان الفعالة لنجاح وتطور أسواق رأس المال، لهذا وجب تميزها بدرجة عالية من الجودة لكي يستطيع المستثمر الاعتماد عليها في اتخاذ قرار التداول، من خلال هذا العنصر سنلقي الضوء على المعلومات المحاسبية كأحد أهم أنواع المعلومات التي يحتاجها سوق رأس المال.

1. تعريف المعلومات المحاسبية.

تعرف المعلومات المحاسبية بأنها كل المعلومات الكمية وغير الكمية التي تخص الأحداث الاقتصادية والتي تتم معالجتها والتقرير عنها (بواسطة نظم المعلومات المحاسبية) في القوائم المالية المقدمة للجهات الخارجية وفي خطط التشغيل والتقارير المستخدمة داخليا، وبذلك فهي تمثل ناتج العمليات التشغيلية التي تجرى على البيانات المحاسبية بما يحقق الفائدة من استخدامها[1].

2. تعريف جودة المعلومات المحاسبية.

جودة المعلومات المحاسبية هي المدى التي تكون فيه المعلومات أو المؤشرات تمثل مقاييس موثوق بها لأداء المؤسسة، وتعبر عن حقيقة أدائها ومركزها المالي وواقعها الاقتصادي[2]، فالجودة هي الوجه الشفاف للتقارير المالية والذي يعكس طبيعة أداء المؤسسة.

[1] زياد عبد الكريم القاضي، محمد خليل أبو زلطة، تصميم نظم المعلومات الإدارية والمحاسبية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 369.

[2] Ninlaphay S, Ussahawanitchakit P, Accounting professionalism, financial reporting quality and information usefulness: Evidence from exporting firms in Thailand, Journal of International Business and Economics, Vol 11, N 04, 2011, pp 155-166.

يمكن تقييم مستوى الجودة والموثوقية في التقارير والقوائم المالية عبر اختبار مجموعة من المقاييس وهي[1]:

- الدعاوى القضائية المرفوعة من حملة الأسهم ضد مجلس الإدارة بسبب وجود مخالفات وأخطاء.
- الدعاوى المرفوعة من هيئة السوق المالي بسبب مخالفة مجلس الإدارة لقواعد القيد والإفصاح.
- معدل تغيير المراجعين الخارجيين بسبب الخلاف على السياسات المحاسبية.

بالتالي فإن جودة المعلومات المحاسبية هي نتاج استمرار تطبيق مجموعة من المعايير المحاسبية أثناء إعداد التقارير المالية والرقابة عليها، مما يعطيها مصداقية وتصبح محل ثقة المستثمرين للاعتماد عليها أثناء اتخاذ قراراتهم.

II. خصائص المعلومات المحاسبية.

تعتبر المعلومات المالية من أهم المعلومات التي تساعد المستثمرين في عملية اتخاذ القرار في سوق رأس المال، وفي ما يلي نستعرض أهم الخصائص التي يجب توافرها في المعلومات المحاسبية المنشورة.

1. الخصائص الأساسية للمعلومات.

تمتاز المعلومة المحاسبية بالخصائص الأساسية التالية:

أ. الملاءمة: يقصد بالملاءمة وجود علاقة وثيقة بين المعلومات المستمدة والأغراض التي تعد من أجلها، ولكي تكون هذه المعلومات مفيدة يجب أن تكون ذات علاقة وثيقة باتخاذ قرار أو أكثر من القرارات التي يتخذها من يستخدم تلك المعلومات[2]، وحتى تكون المعلومات ملائمة وجب توفرها على الخصائص التالية:

- **التوقيت المناسب:** أي توفير المعلومات لصانعي القرار قبل أن تفقد قدرتها على التأثير في القرارات، فإذا لم تكن المعلومات متاحة عند الحاجة إليها أو أصبحت متاحة بعد فترة طويلة من الأحداث المبلغ عنها تصبح لا قيمة لها للعمل المستقبلي فهي هنا تفتقر للملاءمة[3].

[1] مجدي محمد سامي، مرجع سابق، ص 27.

[2] كسري أسماء، أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات، دراسة مقارنة لأسهم الأوراسي وصيدال (2000-2012)، أطروحة دكتوراه علوم التسيير تخصص تسيير منظمات، جامعة باجي مختار عنابة، 2015/2014، ص108.

[3] Financial Accounting Standards Boards, statements of financial accounting concepts No 2, qualitative characteristics of accounting information, 2008, P2

– **القدرة التنبؤية** :يجب أن تساعد المعلومات مستخدميها على التنبؤ بالنتائج المتوقعة في المستقبل، وهذا من خلال الإفصاح عن نتائج الأحداث الماضية بالقوائم المالية[1].

– **التغذية العكسية**: والتي يقصد بها قدرة المعلومات على مساعدة متخذ القرار في تقييم صحة توقعاته السابقة، وبالتالي تقييم نتائج القرارات التي سبق وأن اتخذها بناء على هذه التوقعات[2].

ب. الموثوقية: أي أن تكون خالية من الخطأ والتحيز وتمثل بأمانة المعلومات، حيث يمكن الاعتماد عليها، وتتفرع إلى ثلاثة خصائص فرعية[3]:

– **الحياد**: يعني عدم التحيز في إظهار الحقائق بالصورة التي تحقق رغبة فئة معينة، مثل إدارة المؤسسة أو مساهميها، وهي بذلك ذات صلة وثيقة بمبدأ الشفافية.

– **التمثيل الصادق**: وتعني أن تعبر المعلومات بإخلاص وأمانة عن الواقع الفعلي للعمليات المالية والأحداث.

– **قابلية التحقق**: يقصد بقابلية التحقق أن تكون المعلومات مثبتة بمستندات قانونية توصل إلى نتيجة واحدة مهما اختلفت طرق القياس المحاسبي، وبالتالي فقابلية المعلومات للتحقق تؤدي إلى زيادة منفعتها[4].

2. الخصائص الثانوية للمعلومات: بالإضافة إلى الخصائص الأساسية المذكورة سابقا، هناك خصائص ثانوية لا تقل عنها أهمية يمكن ذكرها في ما يلي:

أ. قابلية المعلومات للمقارنة وتماثلها: تمكن هذه الخاصية مستخدمي معلومات المحاسبة المالية من التعرف على الأوجه الحقيقية للتشابه والاختلاف بين أداء المؤسسة وأداء المؤسسات الأخرى خلال فترة زمنية معينة، كما تمكنهم من مقارنة أداء المؤسسة نفسها بين فترات زمنية مختلفة[5].

---

[1] حنان رضوان حلوه، مدخل النظرية المحاسبية الإطار الفكري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، الأردن، ط2، 2009، ص72.

[2] مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، دار المسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009، ص ص 18-19.

[3] Financial Accounting Standards Boards, statements of financial accounting concepts No 2, qualitative characteristics of accounting information, 2008, P2.

[4] محمد يوسف الحفناوي، نظم المعلومات المحاسبية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص56.

[5] كسري أسماء، مرجع سابق، ص109.

ب. الثبات: يقصد بهاأن تكون السياسات والطرق المحاسبية المستخدمة لا تتغير من فترة إلى أخرى، وهذا لا يعني أن المؤسسة لا يمكنها تغيير إحدى الطرق المستعملة إن كان هناك مبرر وعلى المؤسسة الإفصاح عن أسباب وتأثير مثل هذا التغير[1].

حدد مجلس المعايير المحاسبية المالية (FASB) الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في البيان رقم 1980/2 في: الملاءمة، الموثوقية والمصداقية، أما مجلس المعايير المحاسبية الدولية (IASB) فقد حدده في أربع وهي: القابلية للفهم، الملاءمة، الموثوقية والقابلية للمقارنة[2]، أما النظام المحاسبي المالي (SCF) فقد حدد الخصائص النوعية للمعلومة الواردة في الكشوف المالية في: الملاءمة، الدقة،وقابلية المقارنة والوضوح[3].

III. أهمية المعلومات.

تتمثل أهمية المعلومات في كونها العامل الأساسي الذي يحدد اتجاه أسعار الأسهم المتداولة في أسواق رأس المال، ففي الأسواق ذات الكفاءة تعكس أسعار الأسهم على الفور جميع المعلومات المتاحة ذات الصلة، فالإفصاح عن المعلومات يجنب المتعاملين في السوق التسعير الخاطئ للسهم، مع إيضاح مستقبل أدائها، وبالتالي فإن هذه المعلومات سواء كانت جيدة أو سيئة تستجيب لها الأسعار بطريقة تتناسب مع نوعية وطبيعة هذه المعلومات، ويمكن ذكر أهميتها في ما يلي:

- إمداد المستثمرين الحاليين والمرتقبين والدائنين وكافة الأطراف المهتمة بالمؤسسة بالمعلومات المفيدة ذات الصلة حتى يتمكن صاحب القرار باتخاذ القرار المناسب[4].
- تحقيق الكفاءة في الأسواق المالية، بحيث تصبح أسعار الأسهم المتداولة تخضع فقط لقانون السوق، وبالتالي تكون الأسعار عادلة وحقيقية[5].
- الإمداد بالمعلومات عن الموارد الاقتصادية للمؤسسة[6].

---

[1] Ahmed Obaidat, Accounting Information Qualitative characteristics Gap: Evidence from Jordan, International management review, Vol 03 No 02, 2007, P28.

[2] نوي الحاج، مقاربة جودة المعلومات المحاسبية في النظام المحاسبي المالي الجزائري، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 09، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2013، ص 35.

[3] المرسوم التنفيذي رقم 156/08، المادة رقم08، المؤرخ في 26 ماي 2008، المتضمن تطبيق أحكام القانون رقم 11/07

[4] العربي لعروسي، فعالية التنبؤ باستخدام القوائم المالية – دراسة حالة الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة (2010-2014)، مجلة الباحث، المجلد 16، العدد16، 2016، ص185.

[5] مُحَّد عبد الله المهندي، أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، غير منشورة، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2004، ص 26

[6] العربي لعروسي، مرجع سابق، ص185.

المطلب الثاني: مصادر الحصول على المعلومات.

توجد العديد من المصادر التي يمكن للمستثمر أن يحصل منها على معلومات تفيده في اتخاذ قرار الاستثمار في ورقة مالية ما، ويمكن تقسيمها إلى مصادر داخلية ومصادر خارجية.

أولا: المصادر الداخلية.

تمثل هذه المصادر الصورة التي بدت عليها المؤسسة خلال فترة سابقة قد تكون سنوية، نصف أو ربع سنوية، ويستخدمها المساهمون الحاليون أو المرتقبون وغيرهم من ذوي المصلحة المباشرة وغير المباشرة، فهي تتمثل في مختلف البيانات والتقارير والمعلومات والاجتماعات الداخلية التي تنشرها المؤسسة، والتي يمكن ذكرها فيما يلي[1]:

1. **تقارير مجلس الإدارة:** من أبرز التقارير المنشورة والتي تهم المتعاملين في أسواق رأس المال تلك التي توجه إلى حملة الأسهم العادية، والتقارير التي ترسل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة[2]:

- **تقارير إلى حملة الأسهم:** تصدر وتنشر المؤسسات نوعين من التقارير لحملة الأسهم، وتتمثل هذه التقارير في الميزانية وجدول حسابات، ويصاحب التقارير السنوية بيان المدير التنفيذي، وتوضيح للنتائج المحققة، والاحتمالات المستقبلية والخطط المتوقعة للمؤسسة.
- **تقارير إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة:** وهي تقارير تتضمن الكثير من المعلومات، وهي لا تقتصر على النواحي المالية فقط، إذ تتضمن كذلك معلومات غير مالية تهم المستثمرين، ويأتي في مقدمة هذه التقارير بيان التسجيل الذي تقدمه المؤسسة إلى اللجنة عندما تقرر إصدار أوراق مالية تباع للجمهور.

2. **القوائم المالية الأساسية:** حيث يعتبر التقرير السنوي والحسابات الختامية المصدر الرئيسي للمعلومات المحاسبية عن المؤسسات، وهذه عادة ما تتضمن الميزانية وجدول حسابات النتائج وقائمة تغيرات حقوق الملكية وقائمة التدفقات النقدية[3].

[1] منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006، ص236.
[2] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، 2012، ص236.
[3] فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط3، عمان، الأردن، 2010، ص56

3. الملحق المرفقة بالقوائم المالية (الإيضاحات): تعتبر الملاحق أو الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية جزء لا يتجزأ منها، والتي تهدف إلى الإفصاح عن المعلومات التي يتعذر عرضها بشكل كافي في صلب القوائم المالية الأساسية، دون الحد من وضوح تلك القوائم، و يجب ألا تتعارض تلك الإيضاحات أو تكون تكرارا للمعلومات الواردة في القوائم المالية الأساسية، حيث يعتبر استعمال الملاحق تحسناً في عملية الإبلاغ، كونها عززت من الاتجاه نحو الإفصاح الكامل للأحداث المالية وعرض البيانات المالية الملائمة[1].

4. إصدارات النتائج الأساسية: تحتوي هذه القوائم النصف السنوية على بعض المعلومات عن المبيعات، الأرباح، الضرائب، ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة[2].

5. منشورات المساهمين: ويتم نشرها وتوزيعها من قبل المؤسسات على المساهمين الحاليين والمتوقعين، حيث تحتوي هذه المنشورات على معلومات معينة خاصة عندما تنوي المؤسسة طرح أسهم جديدة وتريد تسويقها[3].

6. دليل المساهم: هو كتيب بيداغوجي، يحتوي تعاريف لكلمات مالية وتقنيات البورصة وطريقة عملها، والخدمات التي تقدمها المؤسسة لمساهميها[4].

7. تقارير مراقبي الحسابات والاجتماعات المالية: يحتوي التقرير على ملاحظات أو تحفظات خاصة بالقوائم المالية التي تم مراجعتها، بالإضافة إلى منشورات عن المؤسسة المدرجة، يمكن للاجتماعات التي تنعقد من أجل الخبراء والمساهمين أن تكون مصدر هام وصريح للمعلومات التي تهم المساهمين والمتعاملين الآخرين مع المؤسسة المسعرة[5].

ثانيا: المصادر الخارجية.

يقصد بها كل المعلومات التي يتم الحصول عليها من خارج المؤسسة صاحبة الإصدار، والتي تؤثر هي الأخرى على القرار الاستثماري للمتعاملين في سوق الأوراق المالية، ونذكر منها:

[1] جمعة فلح محمّد حميدات، مدى التزام الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان بمعايير الإفصاح الواردة في معايير المحاسبة الدولية وتعليمات هيئة الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة عمان العربية للدراسات العليا ،الأردن، 2004، ص89.

[2] فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص57.

[3] منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، مرجع سابق، ص236

[4] نفس المرجع، ص236.

[5] نفس المرجع، ص236

1. **هيئة الأوراق والأسواق المالية:** الإفصاح والشفافية أكبر تحد يواجه هيئات الأوراق المالية في العالم، لأن الإفصاح عن المعلومات وتنظيمه يكفل الحد من الإشاعات وتسريب المعلومات، لوجود مستفيدين من ترويج الإشاعات[1].

2. **الصحف:** تساهم الصحف المتخصصة بأسواق المال في نشر أهم المعلومات عن الشؤون المالية العالمية والمحلية، كما تزود المستثمر بمعلومات عن المؤسسات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، وتحليل الخبراء لهذه المعلومات[2].

3. **المجلات المالية المتخصصة:** هناك العديد من المحلات المتخصصة في مجال المال والأعمال والتي تهم المستثمرين، إذ توفر لهم معلومات حركة سوق رأس المال، وبالتالي على المستثمر الاعتماد على المحلات الأكثر عمقا وتحليلا للأوراق المالية المراد الاستثمار فيها، ومن أبرز المجلات هناك مجلة بارون، وأخبار التجارة والمال، مجلة فورشن، ومجلة المحللين الماليين وغيرها.

4. **مطبوعات بيوت السمسرة:** عادة ما يوجد في بيوت السمسرة الكبيرة أقسام متخصصة للبحوث والدراسات من شأنها أن تحقق لها مركزا تنافسيا بين منافسيها، إذ تسعى إلى اكتساب ميزة تنافسية بهدف تسويق خدماتها، ويتيح قسم البحوث للعملاء الحاليين والمحتملين معلومات مجانية مفيدة عن حالة سوق رأس المال، والأوراق المالية التي ينصح ببيعها أو بشرائها بما يناسب كل فئة من فئات المستثمرين[3].

5. **بنوك المعلومات أو قواعد البيانات:** تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم "دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر" التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة[4].

6. **المطبوعات الحكومية:** تعتبر المطبوعات الحكومية من أهم مصادر المعلومات عن الأحوال الاقتصادية بصفة عامة والجوانب المالية لها بصفة خاصة، وتتضمن بيانات إحصائية عن الأسعار والأجور

---

[1] جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية –دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص ص 70-71.

[2] منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة توزيع المعارف، مصر، 1999، ص218.

[3] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص237.

[4] معارفي فريدة، مفتاح صالح، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، المجلد 07، العدد07، 2009، ص184.

والإنتاج وحجم الناتج الوطني، والدورات الاقتصادية وظروف سوق رأس المال، كما تصدر تقرير حول مستقبل القطاعات ومقالات تحليلية عن الشؤون الاقتصادية[1].

المطلب الثالث: دور المعلومات في أسواق رأس المال.

تتوقف كفاءة أسواق رأس المال على مدى توفر المعلومات والبيانات وشفافيتها للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، حيث يساعد توفر المعلومات المستثمرين في اتخاذ قراراتهم بشأن بيع أو شراء مختلف الأوراق المالية، على اعتبار أن الأسعار في السوق الكفء تستوعب جميع المعلومات.

أولا: دراسة أدبية لأثر المعلومات على سوق رأس المال.

يحاول عدد كبير من الباحثين فهم محددات التحركات أسعار البورصة من خلال مراقبة تقلبات أسعار الأسهم المصحوبة بنشر المعلومات والأخبار، حيث كرس الباحثون اهتماما كبيرا لاكتشاف مكانة المعلومات في سوق رأس المال.

لعل أهم دراسة ربطت المعلومات بالأسواق المالية هي دراسة (Fama 1965)، حيث استنتج من خلالها أن السوق الذي تعكس أسعاره في أي وقت وبصورة كاملة جميع المعلومات المتوفرة هو السوق المالي الكفء[2].

وتعتبر دراسة (Ball & Brown 1968) من الدراسات الرائدة في هذا المجال، حيث هدفت إلى اختبار العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم، وتوصلت إلى أن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية من خلال القوائم المالية لها ردود فعل لدى المستثمرين والذي ينعكس على أداء السوق من خلال أسعار الأسهم وأحجام التداول[3]، فيما كانت أول دراسة تفيد بأن تحركات سوق الأسهم تتأثر بالأخبار المتعلقة بالأحداث العالمية الصادرة عن نيويورك تايمز لـ(Niederhoffer 1971)[4]، وخلص(Keown,

[1] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص237.
[2] Fama Eugene F, The Behavior of Stock-Market Prices, Op. Cit, pp 34-105.
[3] Ball R, Brown P, Op Cit, pp 159-178.
[4] Niederhoffer V, The analysis of world events and stock prices, The Journal of Finance, Vol 44, No 2, 1971, pp. 193-219.

(Pinkerton 1981)[1] على أن إصدار معلومات متعلقة بحدوث عمليات اندماج وشيكة للمؤسسة يؤثر في عوائد أسهمها وهي بمثابة أخبار سيئة، ويشير (Mitchell & Mulherin 1994)[2] إلى أن عدد إعلانات داو جونز له تأثير مباشر على عدة أنواع من أنشطة سوق الأوراق المالية بما في ذلك حجم التداول وعوائد السوق، تكشف هذه النتائج السابقة عن العلاقة بين المعلومات وأسواق رأس المال.

في وقت لاحق، تم تكريس المزيد من المساعي لاكتشاف الأنماط المؤثرة للمعلومات في سوق الأسهم فمن خلال دراسة (Cutler & al 1998)[3] اكتشفوا أن التباين في عوائد الأسهم يأتي بسبب المقالات الإخبارية، وفي دراسة (Chan 2003)[4] قام باختبار أثر عناوين الأخبار التي تحتوي معلومات حول مؤسسة ما على عوائد أسهمها الشهرية، أظهرت هذه الدراسة أن التقارير الإخبارية السيئة تؤثر سلبيا على سلوك الأسعار في السوق، ودرس (Tetlock 2007)[5] أثر المعلومات الصادرة عن وسائل الإعلام وسوق الأسهم، حيث اختبر أثر المعلومات اليومية من عمود شهير في وول ستريت جورنال على حجم التداول وأسعار الأسهم على كل من NYSE و AMEX وOTC، وخلص إلى أن التشاؤم الإعلامي الكبير يؤدي بهبوط أسعار الأسهم في السوق، والتفاؤل المرتفع يؤدي إلى ارتفاع حجم التداول في السوق.

ثانيا: علاقة المعلومات بكفاءة سوق رأس المال.

ترتبط كفاءة سوق رأس المال بمدى توافر المعلومات وتماثلها بالنسبة لجميع المستثمرين، فتوفر المعلومات يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات تداول الأوراق المالية المختلفة، لأنه من خلالها يستطيع تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، على اعتبار أن السوق الكفء هو السوق الذي تعكس فيه الأسعار جميع المعلومات وفي أي وقت، وهي الأسعار التي تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به.

لذلك يمكن القول بأن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في سوق رأس المال على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها، لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية

[1] Keown A J, Pinkerton J M, Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation, The Journal of Finance, Vol 36, No 4, 1981, pp 855-869
[2] Mitchell M L, Mulherin J H, The impact of public information on the stock market, The Journal of Finance, Vol 49, No 3,1994, pp 923-950
[3] Cutler D M and Al, What moves stock prices?, The Journal of Portfolio Management, 1998, pp 56.
[4] Chan W S, Stock price reaction to news and no-news: drift and reversal after headlines, Journal of Financial Economics, Vol 70, No 2, 2003, pp 223-260.
[5] Tetlock P C, Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market, The Journal of Finance, Vol 62, No 3, 2007, pp. 1139-1168

من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المنشورة، أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق المالي من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وزيادة المتعاملين وحجم التداول، ويؤدي ذلك في النهاية إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، حيث أن الأسواق المالية التي تتميز بالكفاءة تساعد على رفع كفاءة المشاريع وتنشيط الاقتصاد والتنمية[1] .

خلاصة لما سبق فإن تحقق كفاءة سوق رأس المال يتوقف على ما يلي[2]:

- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام، الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية ويمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- توافر المعلومات التي تعكس المركز المالي للمؤسسات التي تتداول أسهمها في سوق رأس المال، بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم المؤسسات وتقييم الوضعية المالية لها.
- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة الخطر المرتبطة بها لكي تلبي احتياجات المستثمرين.
- كما يحتاج المستثمرين في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية والمالية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلا، والمتمثلة في توزيعات الأرباح أو الأرباح الرأسمالية وأيضا تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأسهم وبتكوين محافظ الاستثمارية الملائمة.

[1] De Frutos Angels, Carolina Manzano, Trade disclosure and price dispersion, Journal of financial Markets, Vol 08, Iss 02, May 2005, p 203.

[2] محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص90.

ثالثا: أثر عدم تماثل المعلومات على سوق رأس المال.

عدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال هو الحالة التي تكون فيها بعض المعلومات المهمة معروضة لبعض المستثمرين فقط وليس لجميعهم، فعدم تكافؤ الفرص في الحصول على المعلومات يؤثر تأثيرا سلبا على قرارات المستثمرين من ناحية، وعلى كفاءة السوق من ناحية أخرى، كامتلاك كبار المسؤولين في المؤسسات لمعلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي قبل نشرها في التقارير المالية.

فحسب دراسة (De Frutos & Manzano 2005) أنه إذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة سوف يحجمون عن التعامل بها، لهذا يؤدي عدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال إلى ما يلي[1]:

- انخفاض حجم التداول في السوق، وهذا لتناقص عدد الأوراق المالية المباعة والمشتراة في فترة زمنية معينة نتيجة فقدان الثقة من طرف المتعاملين في تلك الورقة المالية.
- تزايد تقلبات أسعار الورقة المالية.
- ضعف كفاءة السوق، لأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس جميع المعلومات المتاحة.

يمكن القول أن توفر المعلومات بشكل غير عادل سوف يحول سوق رأس المال إلى سوق للمضاربة الغوغائية مما يؤدي إلى تسعير غير كفء للأوراق المالية، وهو ما يعني مقدرة بعض المستثمرين على الحصول على أرباح غير عادية لامتلاكهم معلومات غير متاحة لكافة المتعاملين، ومن هنا يتبين أن عدم إتاحة كافة المعلومات المتعلقة بسهم ما للمستثمرين يؤدي بهم للامتناع عن تداول تلك الورقة المالية وهذا ما يفقد السوق دوره الأساسي في الاقتصاد.

[1] De Frutos Angels, Carolina Manzano, Op. Cit, p .186

المبحث الثاني: محددات قيمة الأسهم.

يلقى مفهوم القيمة منذ القديم اهتماما كبيرا لدى مختلف الباحثين من مفكري المدارس الاقتصادية بالإضافة للمفكرين الماليين، وتزايد الاهتمام بها بعد أن تبين أن هدف تعظيم الأرباح هو هدف قصير الأجل، لهذا اتجهت النظرية المالية لهدف آخر يستوعب جميع العوامل وهو تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم قيمة المؤسسة، يتحقق هذا الهدف من خلال تعظيم قيمة الأسهم في سوق رأس المال، للإشارة فإن المدير المالي لا يملك أي تأثير مباشر على القيمة السوقية لأسهم مؤسسته كونها تخضع لعاملي العرض والطلب، ويتأثر هذان العاملان بمحددين أساسيين هما العائد والمخاطرة.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة الأسهم.

عرفت القيمة عدة مفاهيم بتعاقب مختلف المدارس الاقتصادية، أما في الفكر المالي فيرجع الفضل في ظهور مفهوم القيمة الذي يعد أساس النظرية المالية إلى الاقتصادي John Bur Williams في سنة 1938، حيث بين بأن قيمة أي أصل مادي أو مالي تتحدد انطلاقا من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرة التي يدرها هذا الأصل، ومن خلال هذا العنصر سنستهدف دراسة قيمة السهم التي تكتسي أهمية كبيرة للمؤسسة والأطراف التي لها علاقة بها.

أولا: تعريف القيمة.

تعرف القيمة على أنها ذلك المبلغ المالي الذي يستعد المستثمر أن يدفعه مقابل الحصول على أصل ما في سوق تنافسية حرة[1].

أما بالنسبة لقيمة السهم فقد كان ظهورها تاريخيا عام 1572 في المرسوم الذي صدر من شارل التاسع، المنظم للواجبات الملقاة على عاتق الوسطاء الماليين، فالسعر ينتج عن مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع، إذا هو ناتج عن التداولات والمعاملات التي تتم في البورصة، والذي تقوم شركات البورصة أو الوسطاء الماليون بتسجيله، ومع تطور النظرية المالية أصبح للسهم العديد من القيم تختلف من حيث استخدامها والغاية منها.

[1] Robert Merton Zvi Bodie, Finance, 3 Edition ،Nouveaux Horizon, Pearson, 2011, p19.

ثانيا: أنواع قيم السهم.

تتعدد القيم التي يمكن أن يحملها السهم، سنتطرق لها في ما يلي:

1. القيمة الاسمية Par Value: هي القيمة المثبتة في شهادة السهم، والتي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني، لذلك يمكن أن يطلق عليها بالقيمة القانونية، وهي قيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة والتي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر برأس مال المؤسسة[1]، يتم استخدامها لتقييم مدى المسؤولية القانونية للمساهم، وبالتالي فإن هذه القيمة لها أهمية محدودة للغاية بالنسبة للمستثمرين[2].

2. قيمة الإصدار Issued Value: هو السعر الذي يصدر به السهم عند الرفع في رأس المال، وهذا السعر قد يتساوى مع القيمة الاسمية أو يزيد عنها، وتسمى الزيادة بعلاوة الإصدار[3].

يعتبر سعر الإصدار (بالنسبة للطرح العام الأول Initial Public Offering) من الصعوبات الكبيرة التي تعترض المؤسسات في العالم الحديث، لأنه يصعب تقييم المؤسسات نظرا لكون أصولها الرئيسية غير ملموسة (العلامات التجارية، براءات الاختراع، مهارات القوى العاملة، علاقات العملاء وما إلى ذلك)، فتميل العديد من الاكتتابات إلى إجراء تعديل على عرض السعر الثابت، حيث يقوم البنك الاستثماري الذي ينصح الجهة المصدرة بتقدير العمل وتحديد مجال السعر، ثم يتم تحديد سعر الإصدار الفعلي بعد معرفة آراء المستثمرين وتحديد مستوى الطلب على الأسهم[4].

أما بالنسبة للإصدار الجديد لمؤسسات لها أسهم تتداول في البورصة Secondary Offering، يتوقع أن يكون سعر إصدار السهم الجديد قريبا من القيمة السوقية للسهم القديم، ذلك لأن سعر الإصدار يتحدد بعد إعلان سعر الإغلاق في اليوم السابق للإصدار[5].

3. القيمة الدفترية Book Value: هي القيمة المثبتة في السجلات المحاسبية المؤسسة، وتمثل حق الملكية في الميزانية، وتعتبر هذه القيمة مؤشرا لقوة حقوق الملاك، لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر لتدل على قدرة المؤسسة في التوسع والاستمرار[6].

---

[1] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص160

[2] Gitman Lawrence et Al, Op. Cit, P 242.

[3] محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص41.

[4] Andrew Chisholm, Op. Cit, P 120.

[5] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 89.

[6] أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية –إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سابق، ص160.

4. القيمة السوقية Market Value: وهي القيمة التي تمثل محور دراستنا، فإذا كانت المؤسسة مدرجة في البورصة فالقيمة السوقية تعتبر أسهل قيم الأسهم تحديدا، فهي تمثل السعر الذي يتداول به السهم في وقت معين في سوق رأس المال[1]، تخضع هذه القيمة لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة (الاقتصادية والسياسية والاجتماعية) المحيطة، فضلا عن واقع المؤسسة المعنية من حيث مستويات ربحيتها وسياسات توزيع الأرباح على المساهمين ...[2]، لذلك فإن قيمها تتصف بعدم الاستقرار والثبات، وينظر لها بأنها سلسلة من التقلبات حول القيمة الحقيقية للسهم[3].

5. القيمة الحقيقية Intrinsic Value: هي تلك القيمة التي تبررها حقائق مالية واقتصادية، تتمثل بقيمة موجودات المؤسسة (الحجم) ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعه ومعدلات النمو المتوقعة في الأرباح، فهي القيمة المخصومة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين، وبطلق عليها في بعض الأحيان بالقيمة العادلة Fair Value[4]، إذا ما تحققت هذه القيمة فإنها تعكس حالة توازن السوق المالية لتؤشر مدى مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية.

6. القيمة الإحلالية Replacement Value: تمثل التكلفة المطلوبة للحصول على السهم بميزاته نفسها، فهي لا تمثل القيمة البيعية للأصل بل القيمة المطلوبة لإحلال أصل محله يحمل نفس مواصفاته[5].

7. القيمة التصفوية Liquidation Value: هي نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات المؤسسة عند إفلاسها، وبعد تسديد كل التزاماتها اتجاه الدائنين وحملة الأسهم الممتازة[6].

[1] Gitman Lawrence et Al, Op. Cit, PP 242-243.

[2] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص96

[3] أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية –إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سابق، ص161.

[4] نفس المرجع، ص161.

[5] محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 165

[6] رمضان زياد، شموط مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008 ، ص100 .

المطلب الثاني: عائد السهم العادي.

يعتبر العائد المحدد الرئيسي الأول لقرار الاستثمار بالأسهم، فهو مقياس مناسب لترتيبها والمفاضلة بينها، فالمستثمر يستهدف الأسهم التي تحقق له أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر، أو تلك التي تحقق أقل مستوى من الخطر في ظل مستوى معين من العائد، ووفقا لذلك فإن المستثمرين غالبا ما يواجهون هدفين متناقضين يصعب تحقيقهما في آن واحد، وفي ما يلي سنستعرض أهم الجوانب المتعلقة بعائد السهم.

I. تعريف العائد Return.

يعرف العائد على أنه التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة[1]، وتتميز الأسهم بإعطائها الفرصة لحاملها على تحقيق نوعين من العوائد هما العائد الجاري الناجم عن توزيعات الأرباح لحاملي الأسهم، والعائد الرأسمالي المتمثل في الفرق بين سعر شراء السهم وسعر بيعه[2].

II. أنواع العوائد.

يميز حملة الأسهم والمستثمرون في أسواق رأس المال بين ثلاث أنواع من العوائد، هي العائد المحقق، العائد المتوقع والعائد المطلوب.

1. العائد المحقق أو الفعلي Actual Return.

يطلق عليه عائد فترة الاحتفاظ، وهو إجمالي التدفقات النقدية للسهم، أي العائد الجاري في شكل توزيعات أرباح، والعائد الرأسمالي متمثلا في المكاسب أو الخسائر الرأسمالية الناتجة عن بيع السهم، ويكون مزيجا بينهما[3]، يمكن التعبير عنه بالصيغة الرياضية التالية[4]:

$$R_i = \frac{(V_1 - V_0)}{V_0} + \frac{D_1}{V_0}$$

حيث أن:

R_i: معدل عائد السهم i خلال الفترة.

D_1 : الأرباح الموزعة خلال الفترة.

[1] فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص128

[2] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص167

[3] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, p304

[4] Grandin Pascal et autres, performance de portefeuille, Edition Pearson, 2eme édition, 2010, P02.

V_1 : سعر السهم في نهاية الفترة.

V_0 : سعر السهم في بداية الفترة.

يتبين من المعادلة السابقة أن النموذج يتكون من جزئين هما:

العائد الجاري ($\frac{D_1}{V_0}$) ويمثل الأرباح الموزعة.

العائد الرأسمالي ($\frac{(V_1-V_0)}{V_0}$) ويمثل العائد المتأتي من خلال تغير قيمة السهم.

2. العائد المتوقع Expected Return.

في أسواق رأس المال لا يمكن للمستثمرين تحديد عوائدهم مسبقا بدقة في ظل ظروف عدم التأكد التي تسودها، حيث أن قيمة السهم غير معروفة في نهاية الفترة، وينطبق الشيء نفسه على الأرباح التي سيتم استلامها خلال الفترة، لذلك يستخدم المستثمرون مفهوم العائد المتوقع، وهو متوسط العوائد المحتملة المرجحة باحتمالية حدوثها[1].

ويتم حساب العائد المتوقع للاستثمار في الأسهم من خلال ضرب كل عائد محتمل لسهم ما في احتمال حدوثه ويعبر عنه بالعلاقة التالية[2]:

$$\text{Expected rate of return} = r$$
$$= P_1 r_1 + P_2 r_2 + \quad + P_n r_n$$
$$= \sum_{i=1}^{n} P_i r_i$$

P_i: يمثل احتمال حدوث عائد السهم i.

r_i: يمثل العائد المحتمل للسهم i.

3. العائد المطلوب Required Return .

هو العائد الذي يطلبه المستثمرون في سوق رأس المال على الأصول ذات المخاطر، حيث يعكس معدل العائد المبادلة بين العائد والمخاطرة[3]، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد

[1] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, p304

[2] Eugene F Brigham, Michael C Ehrhardt, Financial Management "Theory and Practice", Thomson South-Western, 11th Edition, United States of America, 2005, p131.

[3] أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية-إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سابق ص166.

على الأموال المستثمرة، وسوف يقبل المستثمر توظيف أمواله في الأسهم المقترحة إذا كان معدل العائد المتحقق أعلى من العائد المطلوب[1].

يشار هنا إلى إمكانية حساب هذا العائد باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، الذي يعرف بأنه نظرية للموازنة بين العائد والمخاطرة، حيث يؤكد على أن معدل العائد المتوقع على أي استثمار (سهم) يعتمد على مستوى مخاطرته النظامية، وهذا النموذج يوضح العلاقة بين المخاطرة والعائد على ورقة مالية معينة (سهم معين) ليستعمل بعدها في تحديد السعر الملائم للورقة المالية (السهم).

حسب هذا النموذج فإن معدل العائد المطلوب هو المعدل الخالي من المخاطر مضافا له علاوة المخاطرة للمخاطر غير القابلة للتنويع، أي مخاطر السوق، ويمكن التعبير عن هذا على النحو التالي[2]:

$$\text{Required Rate of Return} = \text{Risk Free Rate} + (\beta \times \text{Market Risk Premium})$$

أو:

$$K = r_f + (r_m \quad r_f)\beta_i$$

حيث أن:

K: يمثل العائد المطلوب من الاستثمار.

r_f: يمثل العائد الخالي من المخاطر.

r_m: يمثل عائد السوق.

$(r_m \quad r_f)$: علاوة مخاطر السوق.

β: معامل بيتا.

تبرز أهمية هذا النموذج في أنه قدم الأساس الكمي لقياس المخاطرة بدلا من التقديرات الشخصية للمستثمرين اتجاه المخاطرة، وبالتالي جعل أساس اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق رأس المال أكثر موضوعية.

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 185.

[2] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, p328.

المطلب الثالث: مخاطر السهم العادي.

تعتبر المخاطر من السمات الأساسية المتعلقة بالاستثمار في أسواق رأس المال، حيث يتعرض المستثمرون للمخاطر لأنهم غير متأكدين من السعر المستقبلي لأسهمهم ولا من التدفقات النقدية التي سيتلقونها في هذه الفترة، وقد ازدادت تنوعا نتيجة زيادة الأنشطة الاقتصادية واتساع دائرة الاستثمار المالي، ويعد تحديد مخاطر السهم وتحليل أسبابه العامل الثاني بعد العائد لتحديد القيمة السوقية للسهم، وفيما يلي عرض لأهم الجوانب المتعلقة بمخاطر الأسهم.

I. تعريف المخاطرة Risk.

تعرف على أنها احتمال تحقيق خسارة مالية، وفي إطار الاستثمار بالأوراق المالية فالمخاطرة هي احتمال اختلاف العائد المتحقق عن العائد المتوقع[1]، وهذا نتيجة لتأثير عناصر متعددة تساهم في الابتعاد عن تحقق قيمة التدفقات[2].

تتجسد المخاطر في أسواق رأس المال من خلال تقلب القيمة السوقية للورقة المالية (السهم)، بما يعني تقلب عوائدها، ويرجع سبب التقلبات إلى[3]:

- تقلبات في السوق بالكامل، وكمثال يمكن أن ترتفع القيمة السوقية لجميع الأوراق المالية بعد خفض غير متوقع في أسعار الفائدة، كما يمكن أن يتحرك السوق بأكمله نحو الأسفل إذا كان هناك ارتفاع في أسعار الفائدة، للإشارة فإن تحرك بعض قيم الأسهم يكون أكثر من الآخر.
- العوامل الخاصة بالمؤسسة التي لا تؤثر على السوق ككل، كإفلاس أحد المنافسين، أو قوانين جديدة تؤثر على منتجات المؤسسات، أو فضيحة بشأن الاحتيال في اختبارات المنتجات... الخ.

II. أنواع المخاطر ومصادرها.

يمكن للسهم أن يتعرض لعدة مخاطر يتم جمعها فيما يسمى بالمخاطر الكلية، هذه الأخيرة التي تنقسم دورها إلى مخاطر نظامية وغير نظامية، وقد استمد هذا التقسيم من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM .

[1] أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية-إطار في التنظيم وتقيم الأدوات، مرجع سابق، ص166

[2] دريد آل كامل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص160.

[3] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, pp 305-306.

1. المخاطر النظامية Systematic Risks.

أ. **تعريفها:** تدعى أيضا بالمخاطر السوقية، وهي تلك المخاطر الناجمة عن تذبذب السوق نتيجة التغيرات التي تطرأ على البيئة السياسية (تغير في النظام السياسي، أخبار وإشاعات متشائمة..) والاقتصادية (السياسة الضريبية، التضخم، التغير في سعر الفائدة..)، تؤثر مخاطر السوق بدرجات متفاوتة على عوائد كافة الأوراق المالية المتعامل بها في السوق، مما يصعب على المستثمر تجنبها أو التقليل منها، وعلى هذا فهي غير قابلة للتنويع[1].

ب. **مصادر المخاطر النظامية.**

– **مخاطر التضخم:** هي المخاطر الناجمة عن احتمال عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن الاستثمار في اقتناء السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، أي تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية بسبب التضخم[2]، أي أن المستثمر يحصل على عائد أقل من معدل التضخم[3]، ومن أكثر أدوات الاستثمار تعرضا لهذا النوع من المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الأجل والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عند استحقاقها مثل السندات طويلة الأجل[4].

– **مخاطر سعر الفائدة:** يتعرض حامل الأوراق المالية لمخاطر تقلبات أسعار الفائدة، حتى في حالة وفاء المصدر بالتزاماته كاملة فيبقى هناك خطر خسارة رأس المال أو على الأقل خسارة الفرصة الضائعة[5]، يحدث هذا نتيجة تحركات في أسعار الفائدة في السوق.

– **مخاطر السوق:** هي إحدى المخاطر التي تتعلق بالأحداث التي تؤثر على جميع الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق، وتكون هذه الأحداث غير متوقعة وعادة تنشأ نتيجة للاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على سوق رأس المال لأسباب اقتصادية، سياسية أو اجتماعية في بلد ما أو في البلدان التي ترتبط مع بعضها بعلاقات اقتصادية، وهذا النوع من الخطر لا يمكن السيطرة عليه[6].

---

[1] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, p306.

[2] مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2010، ص206.

[3] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, p300.

[4] محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص45.

[5] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, p299.

[6] دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص163.

- **مخاطر السيولة:** هي احتمال مواجهة صعوبات في بيع والأوراق المالية في الأسواق الثانوية[1]، وبعبارة أخرى هي عدم قدرة بيع الأصل المالي بقيمته العادلة، إما نتيجة لخصم السيولة (يتم تقييم السهم بأقل من قيمته من قبل المستثمرين) أو للغياب التام للسوق أو المشترين[2].
- **مخاطر سعر الصرف:** هي المخاطر الناجمة عن التقلبات في أسعار الصرف، حيث يمكن أن يؤدي انخفاض سعر الصرف إلى فقدان قيمة الأصول المقومة بالعملات الأجنبية، كما يمكن لأسعار الصرف المرتفعة أن تزيد من قيمة الأصول المقومة بالعملات الأجنبية[3]، حيث تظهر هذه المخاطر على امتداد فترة انجاز الصفقة وفترة التسوية، وبالتالي يجب أخذها بعين الاعتبار عند الاستثمار في الأسواق المالية، فارتفاع عملة الاورو مقابل الدولار يؤدي إلى فقدان قيمة الأصول المالية المقومة بالدولار[4].

2. المخاطر غير النظامية Unsystematic Risks.

أ. تعريف المخاطر غير النظامية.

هي مخاطر ناتجة عن عوامل تتعلق بالمؤسسة المصدرة للسهم أو قطاع معين، أي أنها مخاطر فردية لا تشترك فيها جميع المؤسسات، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة على النشاط الاقتصادي ككل، ترجع هذه المخاطر لسوء التسيير، ظهور اختراعات جديدة منافسة لهذه المؤسسة بالإضافة للأخطاء الإدارية، والتنويع في هذه الحالة من شأنه التقليل منها[5].

ب. مصادر المخاطر غير النظامية.

- **مخاطر إدارية:** يقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف إدارة مؤسسات معينة نظرا للأخطاء التي يرتكبها بعض أفراد الجهاز الإداري، وكذا اتخاذ قرارات خاطئة في مجال الإنتاج والتسويق، إذ من شأن هذه المخاطر التأثير بشكل سلبي على قيمة الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية[6].

---

[1] طارق عبد العال حماد ، إدارة المخاطر، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003، ، ص20.
[2] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, P299.
[3] Ibid, p300
[4] Pierre Vernimmen and Al, Finance d'entreprise, 13éme édition, 2015, Op. Cit, P411.
[5] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, P306.
[6] مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص206.

- **مخاطر القطاع:** هي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع معين بشكل واضح دون أن يكون لها تأثير هام خارج نطاق هذا القطاع، وقد تنتج هذه مخاطر عن عوامل عديدة كعدم توفر المواد الخام أو عدم توفر قوانين تمس قطاعات معنية، أو التوقف في استخدام منتج معين نتيجة لظهور اختراعات جديدة، ويختلف تأثير هذه المخاطر من قطاع لآخر ومن وقت لآخر، فقد يظهر في وقت معين تأثير عالي المخاطر ولكنه يكون قليل أو معدوم في أوقات أخرى[1].
- **مخاطر التشغيل:** هي مخاطر الخسائر لأحداث خارجية، ويتضمن هذا التعريف المخاطر القانونية، والمخاطر الناتجة عن الاختلاسات والسرقة والتزوير والأخطاء المقصودة وغير المقصودة.

III. قياس المخاطرة.

نظرا لكون المخاطر المنتظمة مستقلة عن المخاطر غير المنتظمة، فإنه يمكن قياسهما بشكل مستقل، ومجموعهما المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة يمثل المخاطر الكلية للسهم.

1. قياس المخاطر النظامية.

يتم التعبير عن المخاطر المنتظمة للسهم عن طريق قياس حساسية عائده لتقلبات عائد السوق، ومعامل بيتا هو المقياس الإحصائي لهذه الحساسية، ويحسب هذا النوع من المخاطر وفق العلاقة التالية[2]:

$$\text{Systematic Risk} = \beta_j \times \sigma(R_m)$$

حيث:

β_j: هي معلمة خاصة بكل سهم (j)، حيث تعبر عن العلاقة بين التغير في قيمة السهم (j) والسوق، بمعنى هو درجة حساسية التغير في عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق.

$\sigma(R_m)$: الانحراف المعياري لعائد السوق.

ويحسب معامل β كما يلي:

$$\beta = \frac{COV(R_j, R_m)}{\sigma^2(R_m)}$$

حيث:

$COV(R_j, R_m)$: التباين المشترك لمعدل عائد السهم مع معدل عائد السوق.

$\sigma^2(R_m)$: تباين معدل عائد السوق.

[1] وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2012، ص176.

[2] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, PP 306-307.

تشير المعادلة إلى أن المخاطر النظامية للسهم تتأثر بقيمة معامل **β** الذي يعتبر مؤشرا لدرجة المخاطرة، فكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع هذا النوع من المخاطر الذي يتحمله السهم، والعكس صحيح، بمعنى أنه كلما اقترب **β** من الصفر تقل معه حساسية عائد السهم للتغيرات في عائد السوق، أي تنخفض مخاطر السوق التي يتحملها السهم، وتزداد حساسية عائد السهم للتغيرات في عائد السوق (ترتفع المخاطر) كلما ابتعد عن الصفر إلى غاية تحمله جميع المخاطر عند مساواته للواحد.

وعليه فإن السهم الذي فيه $(\beta > 1)$ يكون أكثر حساسية لتقلبات عوائد السوق مقارنة بالسهم الذي فيه $(\beta < 1)$.

2. قياس المخاطر غير النظامية.

المخاطر غير النظامية للسهم (j) هي الانحراف المعياري للبواقي ε_j، بمعنى أن هذا النوع من المخاطر يتمثل في تقلبات عائد السهم (j) غير المرتبطة بتغيرات عائد السوق[1]، ويمثل معامل التباين المقياس الإحصائي لها، وتقاس حسب المعادلة التالية[2]:

$$CV(R_j) = \frac{\sigma\,(R_j)}{\overline{R_J}}$$

حيث:

$CV(R_j)$: معامل تباين المخاطر غير المنتظمة

$\sigma\,(R_j)$: الانحراف المعياري لعائد السهم (J)

$\overline{R_J}$: متوسط معدل عائد السهم (J).

3. قياس المخاطر الكلية.

المخاطر الكلية لسهم ما هي مجموع المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، ويمكن قياسها إحصائيا عن طريق تباين عائد السهم، أو عن طريق العلاقة التالية[3]:

$$\text{Overall risk}^2 = \text{Market (systematic) risk}^2 + \text{Specific (un}systematic\text{) risk}^2$$

أو كما يلي:

$$\sigma^2(R_j) = \beta_j^2 \times \sigma^2\,(R_m) + \sigma^2(\varepsilon_j)$$

[1] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, p306.

[2] محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2013، ص287.

[3] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, 5th edition, Op Cit, pp306-307

المبحث الثالث: تحليل المعلومات في أسواق رأس المال.

يحتاج المستثمر في سوق رأس المال إلى تحليل عميق للمعلومات التي يتحصل عليها لاستخلاص نتائج تساعده في معرفة اتجاه أسعار الأسهم مستقبلا، وبالتالي تساعده على اتخاذ قرارات استثمارية ملائمة، وفي هذا الصدد نميز بين نوعين من أساليب التحليل هما التحليل الفني والتحليل الأساسي.

المطلب الأول: التحليل الفني Technical Analysis.

يعتبر التحليل الفني من بين الأدوات التي تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في أسواق رأس المال، إذ يقوم على تتبع حركة الأسعار التي سبق تسجيلها في السوق بهدف اكتشاف سلوك تتبعه حركة الأسعار يمكن من خلاله تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري.

أولا: مفهوم التحليل الفني.

1. تعريف التحليل الفني.

هو علم رصد وتسجيل جميع المعلومات الخاصة بالتداول لسهم معين أو مجموعة من الأسهم (عادة في شكل بياني)، ثم استنتاج الاتجاه المستقبلي للأسعار من الصورة التاريخية المرسومة[1]، حيث يقوم المحلل الفني (Chartist) بتحديد اتجاه السوق من خلال رسم خطوط تمثل السلاسل الزمنية للبيانات التاريخية للأسعار وأحجام التداول، تعرض هذه الخطوط نقاط الارتفاع أو الانخفاض لأسعار الأسهم، وتبين الاتجاه الصاعد نحو الأعلى والاتجاه النازل نحو الأسفل، لتمكنه من التنبؤ بأي اتجاه ستكون عليها في المستقبل[2].

2. افتراضات التحليل الفني.

حدد كل من Edwards & Magee في دراستهما بعنوان Technical analysis of stock trends عام 1958 الافتراضات الأساسية للتحليل الفني، وهي كما يلي[3]:

- تتحدد القيمة السوقية بناءا على تفاعل قوى العرض والطلب، والتي يتحكم بها عوامل منطقية (معلومات مالية ذات علاقة بالمؤسسة) وغير منطقية (تعكس ميول ورغبات المستثمرين).

[1] Robert Edwards, John Magi, Technical Analysis of Stock Trends, 8th edition, San Francisco, USA, 2001, p3.

[2] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص266.

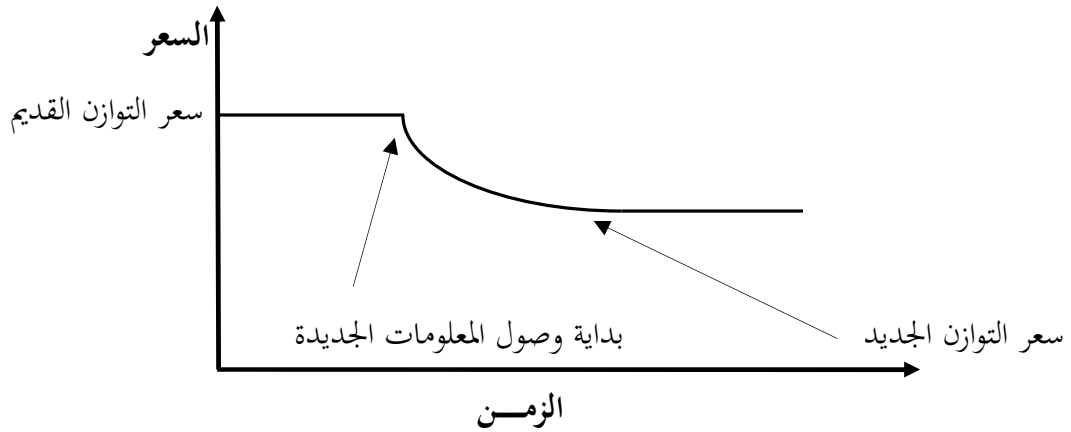
[3] أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية –إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سابق، ص220.

- على الرغم من وجود التقلبات الصغيرة (الثانوية) في السوق والتي تستمر لفترة قصيرة من الزمن إلا أن سعر الورقة المالية تميل للتحرك باتجاه محدد ولفترة زمنية طويلة.
- التحول في العرض والطلب يسبب تغيير في اتجاه السوق مما يكتشف لاحقا من خلال تحرك السوق.
- بعض أنماط الاتجاهات السابقة تميل إلى أن تكرر نفسها في المستقبل.

من خلال هذه الافتراضات، يتبين لنا أن التحليل الفني لا يعترف بمفهوم كفاءة، ولكن لا ينكر أن سعر السهم يتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب[1]، ويتعارض التحليل الفني مع فرضية الكفاءة فيما يتعلق بمدى سرعة استجابة أسعار الأسهم لما يطرأ على قوى العرض والطلب من تغيير، فافتراض أن الأسعار تستمر في اتجاه معين لفترة طويلة من الزمن تقوم على اعتقاد أن المعلومات الجديدة التي من شأنها أن تؤثر على العرض والطلب لا تصل للسوق في لحظة معينة ولكنها تصل خلال فترة زمنية، وهذا بسبب وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات أولا ويجرون عليها التحليل ويتخذون على أساسها قراراتهم قبل غيرهم.

يعني هذا أن أسعار الأسهم تستغرق فترة زمنية من أجل أن تصل إلى سعر التوازن الجديد (أي بعد وصول المعلومات الجديدة إلى باقي المستثمرين) وهو ما يتعارض مع فرضية الكفاءة، والشكل التالي يبين كيفية تغير الأسعار حسب وجهة نظر المحللين الفنيين.

الشكل رقم (2-1): وجه نظر الفنيين في الكيفية التي تتغير بها الأسعار في السوق.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص424.

حسب الشكل السابق فإن الفنيين يعترفون بأن أسعار الأسهم تستجيب للمعلومات الجديدة التي تحدث تغييرا في قوى العرض والطلب وبالتالي على السعر، غير أنها تستغرق وقتا طويلا نسبيا مقارنة بما تفترضه الكفاءة من انعكاس فوري للمعلومات على الأسعار.

[1] منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 423.

3. خصائص التحليل الفني.

تتمثل أهم خصائص التحليل الفني فيما يلي[1]:

- يهتم بتتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي للوصول إلى مؤشرات يتم من خلالها تحديد الوقت المناسب لشراء أو بيع الأسهم.
- يهتم بدراسة العرض والطلب على الأسهم في أسواق رأس المال.
- يعتمد على البيانات التاريخية التي يوفرها في أسواق رأس المال.
- يهتم بتحليل المتغيرات التي تكون قد أثرت في دوافع المستثمرين وميولهم.
- يهتم بتحليل المتغيرات التي تؤدي إلى الوصول لمؤشرات عن هيكل السوق، وتدفقات الأموال المستثمرة فيه.
- لا يعتمد التحليل الفني على البيانات المحاسبة المالية وتقدير مخاطر الصناعات والأوراق المالية.

4. أركان التحليل الفني.

هناك أربعة أركان رئيسية للتحليل الفني، وهي كالتالي[2]:

أ. **الأسعار** :كلما كان هناك تغيير في أسعار الأوراق المالية، ينعكس ذلك على توجهات المستثمرين والعرض والطلب على الأوراق المالية.

ب. **الوقت** :درجة الحركة في السعر هو وظيفة الزمنية، وكلما تأخر انعكاس الاتجاه كلما كان تغيير السعر الذي يتبعه أعظم.

ت. **الحجم** :تنعكس شدة تغيرات الأسعار على حجم المعاملات التي تصاحب التغيير، إذا رافق زيادة في السعر تغيير طفيف في المعاملات، فإنه يعني أن التغيير ليس قوي بما فيه الكفاية.

ث. **العرض** :يتم قياس جودة تغير الأسعار من خلال تحديد ما إذا كان التغير في الاتجاه ينتشر في معظم القطاعات والصناعات أو يتركز على عدد قليل من الأوراق المالية فقط، دراسة عرض السوق تشير إلى أي مدى حدثت تغيرات السعر في السوق وفقا لبعض الاتجاهات العامة.

[1] حامد العربي الحضيري، تقييم الإستثمارات، دار الكتب العلمية، القاهرة، مصر، 2000، ص 194.

[2] Michael N Kahn, Technical analysis plain and simple, 3rd edition, New jersey, USA, 2010, p10.

المطلب الثاني: اتجاهات القيمة السوقية للأسهم حسب التحليل الفني.

لا تتحرك الأسعار في سوق رأس المال في خط مستقيم بل تتحرك في اتجاهات، حيث تتميز بسلسلة من الخطوط المتعرجة، وتتمثل هذه الأخيرة في سلسلة من التموجات مع قمم وقيعان[1]، تشكل هذه الأخيرة حاجزي المقاومة والدعم، حيث يعتبران من الأدوات المهمة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري، لأن الأسعار ترتد عند ملامستها لهما.

أولا: خطوط اتجاه القيمة السوقية للأسهم.

نفرق بين ثلاث أنواع لاتجاه القيمة السوقية للأسهم، الاتجاه الصاعد والهابط والجانبي:

1. خط الاتجاه الصاعد Up-Trend .

لخط الاتجاه الصاعد للسوق ميل موجب، ويتشكل هذا الخط من خلال وصل نقطتين أو أكثر من النقاط المنخفضة في المخطط البياني، ويجب أن تكون النقطة المنخفضة الثانية أعلى من الأولى، ليكون ميل الخط المتشكل بالتالي ميلا موجبا[2]، ويمكن تبيان خط الاتجاه الصاعد من خلال الرسم البياني الآتي:

الشكل رقم (2-2): خط الاتجاه الصاعد.



Source: Steven B. Achelis, Technical Analysis from A to Z, P29, Available on: https://cdn.preterhuman.net/texts/finance_and_marketing/stock_market/Achelis,%20Steven%20-%20Technical%20Analysis%20From%20A%20To%20Z.pdf viewed on: 06/02/2021.

[1] John Murphy, Technical Analysis of The Financial Markets, A comprehensive Guide to Trading Methods and Applications, New York Institute of Finance, 1999, p43.
[2] Patrick Perfettim, Analyse Technique Approche Pragmatique, Economica, Paris, 1997, p39.

يتبين لنا من الشكل رقم (2-2) أنه من خلال وصل النقاط المنخفضة في المخطط البياني يتشكل لنا خط الاتجاه الصاعد، ويمثل هذا الاتجاه صراع بين بائعي السهم ومشتريه، أي صراع بين قوى العرض والطلب، وفيه تكون الغلبة للمشترين، أي أن الطلب أكبر من العرض مما يعمل على استمرار ارتفاع الأسعار.

2. خط الاتجاه الهابط Down-Trend.

لخط الاتجاه الهابط للسوق ميل سالب، ويتشكل هذا الخط من خلال وصل نقطتين أو أكثر من النقاط المرتفعة في المخطط البياني، ويجب أن تكون النقطة المرتفعة الثانية أكثر انخفاضا من الأولى، ليكون ميل الخط المتشكل بالتالي ميلا سالبا[1]، ويمكن تبيان الاتجاه الهابط للأسعار من خلال الرسم البياني الآتي:

الشكل رقم (2-3): خط الاتجاه الهابط.



Source: Steven B Achelis, Technical Analysis from A to Z, P30, Available on: https://cdn.preterhuman.net/texts/finance_and_marketing/stock_market/Achelis,%20Steven%20-%20Technical%20Analysis%20From%20A%20To%20Z.pdf, viewed on: 06/02/2021.

يتبين لنا من الشكل رقم (2-3) أنه من خلال وصل النقاط المرتفعة في المخطط البياني يتشكل لنا خط الاتجاه الهابط، هذا الاتجاه هو صراع بين بائعي السهم ومشتريه، أي صراع بين قوى العرض والطلب، وفيه تكون الغلبة للبائعين، أي أن العرض أكبر من الطلب مما يعمل على استمرار انخفاض الأسعار.

3. خط الاتجاه الجانبي الأفقي Sideways .

يتشكل هذا الخط من مرتفعات الأسعار التي تكون في مستوى واحد تقريبا، كما أن المنخفضات السعرية تقف عند خط شبه أفقي بمستوى أقل، فأعمدة الأسعار تكون شبه متراصة جنبا إلى جنب، ويعكس

[1] Patrick Perfettim, Op.Cit, p39

هذا النوع من الحركة الجانبية فترة من التوازن في مستوى السعر، حيث تكون قوى العرض والطلب في حالة من التوازن النسبي وهو يمثل سوق بدون اتجاه، وعليه يلجأ الفنيين إلى الوقوف جانبا في السوق دون اتخاذ أي قرار[1]، ويمكن تفسير التوازن بين العرض بالطلب أن البائع لا يرغب في البيع عند مستوى أقل من القاع، والمشتري لا يرغب في الشراء عند مستوى أعلى من القمم الموجودة[2].

الشكل رقم (2-4): خط الاتجاه الجانبي الأفقي.



Source: Leigh Stevens, Essential Technical Analysis tools and Techniques to spot market trends, USA, 2009, P22.

الشكل رقم (2-4) يبين خط الاتجاه الجانبي الأفقي، حيث مرتفعات سعر هذا السهم هي في مستوى واحد، كما أن منخفضاته كذلك في مستوى واحد تقريبا، ويعكس هذا الاتجاه حالة التوازن في سعر السهم.

ثانيا: الدعم والمقاومة Support & Resistance .

يعتبر الدعم والمقاومة من الأدوات المهمة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري، فكثيرا ما يستخدم في أسواق رأس المال الدعم كبديل لكلمة الطلب والمقاومة كبديل لكلمة العرض، فهما يعتبران حاجزا يواجه الأسعار، فالدعم عبارة عن حاجز سفلي والمقاومة عبارة عن حاجز علوي، وعليه فإن الأسعار ترتد عند ملامستها كلا من الدعم والمقاومة.

[1] ليندة آيت بشير، التحليل الفني ودوره في التنبؤ بحركة بورصة الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه شعبة العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2018/2017، ص148.

[2] محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص266.

يتكون حاجز الدعم عند انخفاض مستوى الأسعار إلى نقطة معينة مرتين على الأقل على أن ترتفع الأسعار بعدها من نفس النقطة في الحالتين، وينطبق نفس الوصف على حاجز المقاومة إذ تصل الأسعار إلى نفس المستوى مرتين على الأقل وتبدأ بالانخفاض من هذا المستوى بعد وصولها إليه في كل مرة[1].

1. نقاط الدعم.

نقاط الدعم هي مستوى الأسعار الذي يكون الطلب عنده كبيرا 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]، وعليه فإنه عندما ينخفض السعر ويقترب من خط الدعم فمن المتوقع أن تعاود الأسعار ارتفاعها من جديد مما يجعل من نقاط الدعم وقت جيد للشراء[3].

2. نقاط المقاومة.

هي مستوى السعر الذي يكون عنده العرض مرتفع إلى الحد الذي يدفع بالسعر إلى تغيير اتجاهه من الصعود إلى الهبوط، مما يدفع البائعين على التنازل عن أوراقهم المالية مما يؤدي إلى زيادة العرض عن الطلب مما يعمل على اتجاه السعر إلى الهبوط، وعليه فإنه عندما يرتفع السعر ويقترب من نقطة المقاومة فمن المتوقع أن تعاود الأسعار هبوطها من جديد مما يجعل من نقاط المقاومة وقت جيد للبيع[4].

3. الاختراق وتبادل الأدوار.

تقوم نقاط الدعم والمقاومة بتبديل مواقعها عبر الزمن، فنقاط الدعم قد تتحول إلى نقاط مقاومة، ونقاط المقاومة قد تتحول إلى نقاط دعم بعد أن يخترق السعر إحداهما[5].

---

[1] ليندة آيت بشير، مرجع سابق، ص152.

[2] ماجد فهد العمري، التحليل الفني الأداة الأكثر فاعلية لتحليل الأسواق المالية، ماجد فهد يحي العمري للنشر، الرياض، ط2،جدة، السعودية، 2014 ص 74.

[3] محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص281.

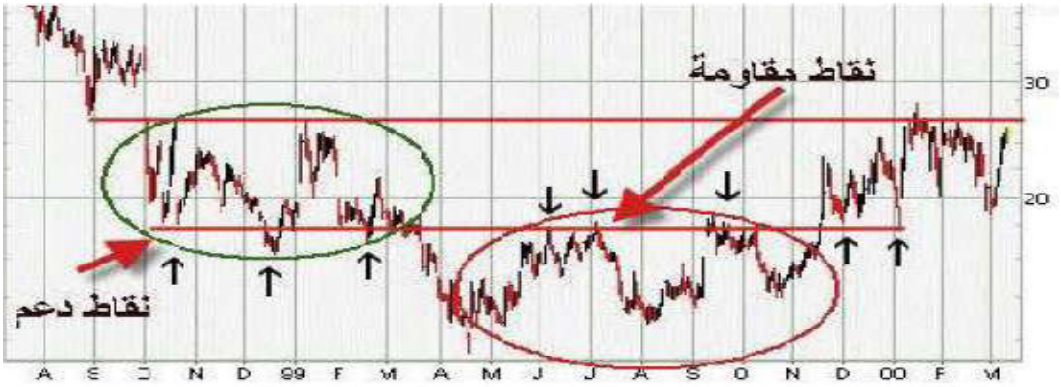
[4] محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص ص 281-282.

[5] غنيم حسين عطا، دخلان عبد الله صادق، دراسات في التمويل: أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، مجموعة نايف، ط1،جدة المملكة العربية السعودية، 2004 ، ص65.

أ. **تحول الدعم إلى مقاومة:** يحدث هذا عندما تخترق الأسعار خط الدعم، أي عندما تستطيع الأسعار الإغلاق أسفل خط الدعم لحصتين على الأقل فإن مستوى الدعم يتحول إلى المقاومة.

ب. **تحول المقاومة إلى دعم:** يحدث هذا عندما تخترق الأسعار خط المقاومة، أي عندما تستطيع الأسعار الإغلاق فوق خط المقاومة لحصتين على الأقل فإن مستوى المقاومة يتحول إلى مستوى الدعم.

الشكل رقم (2-5): نموذج يوضح اختراق المقاومة والدعم.



Source: National Stock Exchange of India limited, Technical Analysis Module, P49, Available on: http://fxborssa.com/forums/showthread.php?64, Viewed on: 04/02/2021.

المطلب الثالث: التحليل الأساسي Fundamental Analysis .

يهتم التحليل الأساسي بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية المتعلقة بالمؤسسة أو المحيطة بها بهدف التنبؤ بما سيكون عليه الأداء المالي للمؤسسة، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها حيث تمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المؤسسة يطلق على أصحاب التحليل الأساسي بالأساسين.

أولا: تعريف التحليل الأساسي.

هو ذلك التحليل الذي يقوم به رجال متخصصون يطلق عليهم اسم الأساسيين، يعملون على تحليل البيانات والمعلومات الخاصة بالظروف الاقتصادية والصناعية والمالية، بهدف التنبؤ بما سيكون عليه ربحية المؤسسة، لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري السليم[1].

[1] عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية مصر، 2003، ص 215.

إن الهدف الرئيسي للمحللين الأساسين هو إيجاد معلومات حول الأسهم والتي لم تنعكس بعد على قيمتها السوقية، بمعنى وجود إمكانية التنبؤ بسعر السهم من خلال التحليلات والتقارير التي ترد للمستثمر يوميا من مصادر مختلفة وهو ما يتنافى مع الصيغة متوسطة القوة للكفاءة.

ثانيا: مداخل التحليل الأساسي.

يوجد مدخلان أساسيان للتحليل الأساسي هما، التحليل الكلي ثم الجزئي Macro-Micro Approach أو ما يسمى التحليل من أعلى إلى أسفل Top-Down Approach، أما المدخل الثاني يطلق عليه التحليل الجزئي ثم الكلي Micro-Macro Approach، أو ما يسمى التحليل من أعلى إلى أسفل Bottom-Up Approach .

1. التحليل الكلي ثم الجزئي Macro-Micro Approach.

يقوم المحلل بالبدء بدراسة الظروف الاقتصادية العامة من حيث معدلات الناتج الوطني والتضخم، السياسات المالية والنقدية، وأسعار الفائدة وذلك بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية بوجه عام، والخطوة التالية للتحليل هي تحليل ظروف الصناعة والنظر إلى أداء القطاعات التي تتألف منها السوق واختيار أفضلها من حيث معدلات النمو، وتتمثل الخطوة الأخيرة من التحليل في دراسة ظروف المؤسسة نفسها وذلك للتعرف على أفضل المؤسسات داخل السوق مما يتيح للمستثمر اختيار أفضل فرصة استثمارية[1]، الذين يعتمدون على هذا المدخل ويعتقدون أنه أكثر ملائمة، يستندون على انه بمجرد معرفة القطاع أو الصناعة الواعدة (أفضل معدل نمو) يتبقى لهم فقط البحث عن أفضل مؤسسة تنتمي لهذا القطاع، فالبحث عن مؤسسة جيدة من داخل قطاع له أفضل معدل نمو أسهل من محاولة البحث عن مؤسسة جيدة من بين قطاعات عديدة لا يعلم عنها شيئا[2].

2. التحليل الجزئي ثم الكلي Micro-Macro Approach .

يبدأ هذا التحليل من أسفل إلى أعلى، حيث تكون نقطة البداية فيه هي تحليل ظروف المؤسسة، يتبعه تحليل الصناعة أو القطاع الذي تنتمي إليه، وتكون المحطة الأخيرة تحليل الظروف الاقتصادية التي في ظلها تمارس الصناعات المختلفة نشاطها.

[1] محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 114.

[2] منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص285.

يرى أنصار هذا المدخل أن إتباع المدخل الأول قد يؤدي إلى تجاوز مؤسسة ما يكون الاستثمار في أسهمها مربحا، يحدث هذا عندما تكون للمؤسسة ظروفها الخاصة متميزة عن المؤسسات الأخرى التي تنتمي لنفس القطاع ويكون هذا القطاع قد استبعد في المرحلة الثانية من التحليل[1].

حسب French فإنه لا يوجد مدخل مفضل على الثاني، بل الواقع العملي يشير أن كل منهما يكمل للآخر، ويقترح أن يجرى كل من التحليلين بمعزل عن الآخر ثم يتم المقارنة بينهما للوقوف على مدى انسجامهما ومصدر الاختلاف[2].

ثالثا: مراحل التحليل الأساسي.

يمر التحليل الأساسي سواء بالاعتماد على التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل الجزئي فالكلي بثلاث مراحل رئيسية، وهي تحليل الظروف الاقتصادية، تحليل ظروف القطاع، وتحليل ظروف المؤسسة، وفي ما يلي سنتطرق لكل مرحلة.

1. تحليل الظروف الاقتصادية.

يهتم التحليل الخاص بالظروف الاقتصادية بتحليل تطورات الاقتصاد العالمي، حيث تؤثر حالة الانتعاش أو الركود العالمية على الأسواق، كما يهتم بتحليل التطورات الاقتصادية للدولة التي يستثمر فيها المستثمر من خلال متابعة وتحليل مؤشرات الاقتصاد الكلي (الناتج الوطني الخام، معدل التضخم، معدل البطالة ..) والسياسة النقدية (المعروض النقدي، معدل الفائدة..) والسياسة المالية (السياسة الضريبية، الإنفاق العام)، ليتم بعدها تحديد المؤشرات التي لها تأثير على اتجاه سوق رأس المال.

يتضح مما سبق أن تحليل الظروف الاقتصادية يساعد على التنبؤ باتجاه الاقتصاد مستقبلا وهو ما يساعد على معرفة اتجاه سوق رأس المال ككل هل هو صعودي أم هبوطي.

2. تحليل الظروف القطاعية.

تعد عملية تشخيص وضعية القطاعات المختلفة للاقتصاد مرحلة أساسية لاختيار القطاع أو القطاعات الواعدة، فعملية اختيار الأسهم تتأثر بالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة المصدرة بشكل

[1] منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص285.

[2]French Daniel, Security and Portfolio Analysis, Concept and Management, Longman Higher Education, 1989, P231.

عام، فتحليل القطاع يوفر للمستثمر معلومات هامة كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع، حالة المنافسين، بالإضافة إلى معرفة السياسات الاقتصادية للدولة اتجاه القطاعات، فقد تكون بعض القطاعات تتلقى تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمار، فعند تحليل القطاع يجب التركيز على عدة جوانب، نذكر منها[1]:

- طبيعة ونوع النشاط الذي يمارسه القطاع.
- معرفة القيود المفروضة على القطاع من طرف الحكومة، اتجاهاتها، حدودها ودرجة تأثيرها على النشاط الممارس في هذا القطاع.
- معرفة درجة التقدم التكنولوجي، وآفاق الاستمرار والتطور لهذا القطاع.
- معدلات الأداء المختلفة للقطاع وتأثير العوامل الاقتصادية المختلفة عليه، مثل العرض والطلب.
- تتبع تطور حجم المبيعات (الطلب) ومتوسط الأسعار المتعلقة بها وهيكل أسعار المنتجات الخاصة بالقطاع.
- ظروف العمل داخل القطاع ومتوسط تكاليفه.

3. التحليل على مستوى المؤسسة.

الفرضية الرئيسة لهذه المرحلة من التحليل الأساسي هي أن سعر سهم المؤسسة يتأثر بأدائها، إذ تعكس القيمة السوقية للسهم عوامل الضعف أو القوة للمؤسسة، لهذا يقوم المحلل الأساسي بدراسة المركز المالي للمؤسسة من خلال تحليل أدائها المالي معتمدا على مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية، بهدف تحديد ربحيتها ومدى نموها وصلابتها المالية، وهو ما يساعد على معرفة نقاط القوة الضعف ذات الطبيعة المالية للمؤسسة، ومعرفة قدرتها على منافسة غيرها من المؤسسات المنتمية لنفس القطاع، مما يساعده على اتخاذ القرار، حيث تعتبر التقارير المالية قاعدة أساسية للتحليل وذلك بصفتها مصدر المعلومات الرئيسي للمحلل، ومن أهم أدوات تحليل المركز المالي للمؤسسة نجد المؤشرات (النسب) المالية.

[1] هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص ص 167-168.

المبحث الرابع: العوامل الداخلية والخارجية المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم.

ترتبط قيمة الأسهم بالعرض والطلب عليها من طرف المتعاملين في أسواق رأس المال، حيث يؤدي تغير العرض والطلب على الأسهم بفعل العديد من العوامل إلى تقلب قيمتها السوقية، لهذا يستوجب على المستثمرين في أسواق رأس المال تحليل جميع المعلومات التي تصل إلى السوق، سواء كانت متعلقة بالمحيط الخارجي للمؤسسة، أو المحيط الداخلي، أو بعوامل نفسية وعاطفية تؤثر على سلوك المستثمر.

المطلب الأول: عوامل متعلقة بالمحيط الخارجي للمؤسسة.

تعتبر المؤسسة نظام مفتوح يؤثر في المحيط ويتأثر به، هذا المحيط قد يوفر فرص للمؤسسة تستغلها لتحقيق ميزة تنافسية ترتفع من خلالها قيمة سهمها في سوق رأس المال، كما قد يتسبب في مخاطر تهدد المؤسسة وبالتالي تؤدي إلى انخفاض قيمة سهمها، هذه المخاطر قد تشمل جميع المؤسسات إذا كانت متمثلة في متغيرات الاقتصاد الكلي، أما إذا كانت متعلقة بالقطاع الصناعي فهنا تشمل بعض المؤسسات التي تنتمي إلى ذلك القطاع، ومن خلال هذا العنصر سيتم تقديم أهم العوامل المتعلقة بالمحيط الخارجي للمؤسسة وكيفية تأثيرها على القيمة السوقية للسهم.

أولا: تأثير المؤشرات الاقتصادية الكلية على القيمة السوقية للأسهم.

تتفاعل أسعار الأسهم بحساسية مع الكم الهائل للمعلومات الاقتصادية الواردة إلى السوق، ويختلف تأثير هذه المعلومات باختلاف الأسهم ومنطقة النشاط، ومن خلال هذا العنصر سوف نتطرق لأهم المؤشرات الاقتصادية التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم.

1. الناتج المحلي الإجمالي.

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي أحد أهم مؤشرات الحالة الاقتصادية الكلية للبلد، حيث يستخدم لقياس النشاط الاقتصادي، لهذا تتبعه الدول بانتظام كمؤشر على نموها الاقتصادي[1]، بحيث يمكن أن يؤثر إيجابيا كما يمكن أن يؤثر سلبيا على أسواق رأس المال وبالتالي على القيمة السوقية للأسهم، حيث تتجه مؤشرات الأسواق المالية صعودا في فترات الازدهار الاقتصادي ونزولا في فترات الركود والانكماش الاقتصادي، لهذا ينبغي أن يوليه المحللين والمستثمرين في سوق رأس المال اهتماما لمعرفة التأثير الناجم أو المحتمل لاتجاهات تغيره.

[1] Pereira Leo Rajan, Implications of Non-Tangible Assets and Macroeconomic Parameters on Long-term Stock Performance, The Doctoral Dissertation, College of Management and Technology, Walden University, Minnesota, USA, 2019, P101.

الإعلان عن زيادة حجم النشاط الاقتصادي يزيد من التفاؤل بشأن مستقبل الاقتصاد الوطني مما يزيد في حجم تداول الأسهم ويؤدي بالتبعية إلى ارتفاع أسعارها، بشكل عام يؤدي زيادة الناتج المحلي الإجمالي إلى زيادة مستوى الدخل الفردي وهو الأمر الذي يرفع من مستوى المدخرات التي يتوقع أن توجه نحو المزيد من الاستثمار في سوق رأس المال وبالتالي ترتفع القيمة السوقية للأسهم، فنتائج تحليل نمو الناتج المحلي الإجمالي تساعد المستثمرين على اختيار الوقت المناسب للدخول أو الخروج من السوق حسب الحالة الاقتصادية للبلد[1]

2. معدل التضخم.

تعتمد الدراسات الاقتصادية لتحليل العلاقة بين التضخم والقيمة السوقية للأسهم على اتجاهين:

أ. الاتجاه الأول: ظهرت عام 1930 فكرة مفادها أن سوق الأسهم هو مكان آمن يلجأ إليه المستثمرون للتحوط ضد التضخم[2]، فهذا باعتبار الأسهم على عكس باقي الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة تمكن حاملها من التحوط من مخاطر تآكل القيمة الحقيقة للدخل الناتجة عن ارتفاع معدلات التضخم، استمدت هذه الفكرة أصولها من المعادلة التي جاء بها الاقتصادي الأمريكي "Fisher" في كتابه "The Theory of Interest 1930"، حيث بين أن معدل الفائدة الحقيقي ينخفض في حال ارتفاع معدل التضخم مع بقاء معدل الفائدة الاسمي في المستوى نفسه، ذلك لأن معدل الفائدة الحقيقي مكون من معدل الفائدة الاسمي مطروحا منه معدل التضخم، وتعرف هذه العلاقة باسم "معادلة فيشر"[3].

فحسب هذه الفرضية فإنه يتم تعويض المستثمرين بالكامل عن الزيادات في المستوى العام للأسعار من خلال الزيادات المقابلة في القيمة الاسمية للأسهم، وبذلك لا تتغير القيمة الحقيقية[4]، إذا مؤيدو هذا الاتجاه يعتبرون أن معدل التضخم يؤثر ايجابيا على القيمة السوقية للسهم.

ب. الاتجاه الثاني: أدت الحقبة التضخمية في السبعينيات إلى التساؤل عن كيفية التحوط ضد مخاطر التضخم، وكذا إعادة التحقق من العلاقة بين التضخم والقيمة السوقية للأسهم بشكل خاص، ففي دراسة قام بها الباحثان Fama and Schwert عام 1977 لتحديد الأصول التي يمكن استخدامها بهدف التحوط من مخاطر التضخم، أظهرت النتائج أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة عكسية مع معدلات التضخم وهو ما

[1] Lawrence Gitmane et autre, Investissement Et Marchés Financiers, France Pearson Education, 9ème édition, Paris, France, 2005, P290.
[2] Shanmugam K R, Misra B S, Stock Returns-Inflation Relation In India (1980-2004), Applied Econometrics and International Development, Vol 09, N 01, 2009, P 187.
[3] Barsky R, The Fisher hypothesis and The forecastability and persistence on inflation. Journal of Monetary Economics , Vol 19, N 01, 1987, P 03.
[4] Shanmugam K R, Misra B S, Op Cit, P 187.

يتنافى مع الاتجاه الأول[1]، كما ظهرت العديد من الدراسات التي رفضت فرضية فيشر كدراسة كل من (Lintner 1975) و(Geske and Roll 1983) في الولايات المتحدة، ودراسة (Asprem 1989) على عشرة دول أوروبية، على الرغم من أن هذه الدراسات أظهرت أن التضخم أثر سلبا على القيمة السوقية للأسهم، إلا أنها فشلت في تقديم أي تفسير لهذه الحالة الشاذة آنذاك والمعروف اقتصاديا باسم "لغز تضخم عائد الأسهم"A Stock Return-Inflation Puzzle".

ظهر نهجان مهمان لتقديم تفسيرات لهذا التأثير العكسي، النهج الأول هو فرضية التأثير الضريبي (Tax effect hypothesis)، حيث لاحظ Feldstein Martin في دراسته عام 1980 أن هناك علاقة عكسية بين التضخم وأسعار الأسهم، فالتضخم يولد مكاسب رأسمالية، هذه المكاسب تخضع للضرائب، وبالتالي تواجه المؤسسات والمستثمرون التزامات ضريبية متزايدة في الحالة التضخمية، يؤدي تأثير الالتزامات الضريبية المرتفعة الناجمة عن ارتفاع معدلات التضخم إلى انخفاض الأرباح الصافية بعد خصم الضرائب[2]، وبالتالي يتسبب التضخم في انخفاض أسعار الأسهم بسبب التأثير الضريبي، على الرغم من جاذبية هذا التفسير إلا أنه يعاب عليه ارتباطه بالنظام الضريبي الأمريكي.

وفي نفس السياق قدم Modigliani and Cohn سنة 1979تفسيرا للعلاقة العكسية من خلال فرضية وهم التضخم "Inflation Illusion Hypothesis"، حيث تؤدي توقعات التضخم المتزايدة إلى انخفاض الأرباح المتوقعة مما يؤدي إلى تراجع أسعار الأسهم[3].

أما النهج الثاني هو فرضية تأثير الوكيل "Proxy Effect Hypothesis"، حيث خلصت دراسة (Fama 1981) إلى العلاقة العكسية بين القيمة السوقية للأسهم والتضخم[4]، حيث أشار إلى أن أسعار الأسهم ترتبط طرديا مع المتغيرات الحقيقية، بينما يرتبط معدل التضخم عكسيا مع هذه المتغيرات، فعندما يزداد النشاط الحقيقي تزداد عوائد الأسهم، حيث أنه كل زيادة في النشاط الحقيقي تؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، لكن سياسة البنك المركزي لتخفيض معدل التضخم ستحد من نمو المعروض النقدي، ومنه تصبح العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم عكسية، أما عندما ينخفض مستوى النشاط الحقيقي ينخفض معه

[1] Fama E F, Schwert G W, Asset Returns and Inflation, Journal of Financial Economics, Vol 05, N 02, 1977, p p 115-146.
[2] Feldstein Martin, Inflation tax rules and the stock market, Journal of Monetary Economics, VoL 06, No 03, 1980, P328.
[3] Celebi K, Hönig M,The Impact of Macroeconomic Factors on the German Stock Market: Evidence for the Crisis, Pre-and Post-Crisis Periods. International Journal of Financial Studies , VoL 7, No 2, 2019, P 05.
[4] Fama E F, Stock Returns Real Activity Inflation and Money, The American Economic Review, Vol 71, No 4, 1981, pp. 545-565 .

الطلب على النقود، وعندها تؤدي سياسة البنك المركزي بزيادة المعروض النقدي عن طريق إجراءات السياسة النقدية إلى ارتفاع معدل التضخم، وهو ما يبرر العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم[1].

مما سبق يظهر تباين تأثير التضخم على أسواق رأس المال حسب الاقتصاد محل الدراسة والفترة الزمنية، لهذا لا يمكننا الجزم أن التضخم له تأثير إيجابي أو سلبي على القيمة السوقية للأسهم.

3. سعر الفائدة.

تؤثر أسعار الفائدة سلبيا على القيمة السوقية للأسهم[2]، ويعود هذا التأثير السلبي إلى كون سعر الفائدة يمثل كلفة الفرصة البديلة التي يتم التضحية بها مقابل الاستثمار في سوق الأسهم، حيث يفضل أصحاب المدخرات المالية الاستثمار في الأصول التي لها عائد أكبر، ومع ارتفاع أسعار الفائدة يصبح الاستثمار في الأصول ذات العائد الثابت أكثر جاذبية من الاستثمار في الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها وبالتالي تنخفض قيمتها السوقية، أما إذا كان معدل الفائدة منخفضا، فسيقوم المستثمرون بتقليل مدخراتهم في البنوك واستثمارها في الأسهم، تؤدي الزيادة في سعر الفائدة إلى زيادة تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الأموال وسيستبدل المستثمرون الحيازات بالأوراق المالية التي تحمل فائدة مقابل الأسهم وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم.

إن تأثير سعر الفائدة على قيمة السهم ينبع مباشرة من نموذج القيمة الحالية للتدفقات النقدية من خلال تأثير سعر الفائدة على معدل الخصم[3]، فيؤدي الانخفاض في أسعار الفائدة والذي يتزامن في كثير من الأحيان مع حالة الركود، إلى تعويض الانخفاض في التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، مما يؤدي إلى ارتفاع تقييم الأسهم[4]، أما ارتفاعها يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب مما يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية للأسهم[5].

4. عرض النقود.

يتمثل المعروض النقدي في الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية والنقود التي يحتفظ بها الجمهور، في هذا الصدد أكدت العديد من الدراسات كدراسة (Fama 1990) و(Schwert 1990) على وجود علاقة بين عرض النقود والقيمة السوقية للأسهم، يمكن أن يكون للمعروض النقدي تأثير ايجابي

[1] Kaul G, Stock Returns and Inflation The Role of Monetary Sector, Journal of financial Economics, Vol 18 No 2, 1987, P 254.
[2] Chen and al, Economic forces and stock market, Journal of Business, Vol 59, N03, 1986, P383
[3] Alam M, Gazi M S, Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries, International Journal of Business and Management, Vol 4, No 3, 2009, P 45.
[4] Siegel jeremey, does it pay stock investors to forecast the business cycle, the journal of portifolio management, 1991, Vol 18, No 1, p27.
[5] دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص248.

على الأسعار كما يمكن أن يكون له تأثير سلبي، حيث أشار KERAN في دراسته عام 1971 على أن المعروض النقدي له تأثير مباشر ضعيف على القيمة السوقية للأسهم، ولكنه يؤثر بشكل كبير غير مباشر على القيمة السوقية للأسهم، فيؤثر إيجابا لأن له تأثير ايجابي على أرباح المؤسسات، وله تأثير سلبي يتمثل في احتمال حدوث تضخم يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب[1].

كشفت دراسة Friedman & Schwartz عام 1963 عن وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى أن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، الأمر الذي يشجع على الاستثمار ويؤدي إلى زيادة الإنتاج وانخفاض البطالة وهو ما يؤدي إلى تحسن الأداء الاقتصادي، ونظرا للتأثير الإيجابي لهاته الأحداث على أرباح المؤسسات فإن ارتفاع القيمة السوقية للأسهم هي المحصلة النهائية لزيادة المعروض النقدي[2].

5. سعر الصرف.

إن تزايد تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود بسبب النمو الكبير الذي شهدته التجارة الدولية وتشابك العلاقات التجارية بين مختلف الدول بفعل الانفتاح الاقتصادي أعطى أهمية كبيرة لأسعار صرف العملات، وهذا التحرك في قيمة الصرف أصبح له تأثير على أسواق رأس المال وعلى حركة أسعار الأسهم، هذا ما أدى بالعديد من الاقتصاديين إلى دراسة العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وسعر الصرف.

حسب نظرية النهج التقليدي، فإن سعر الصرف يؤثر سلبيا على القيمة السوقية للأسهم، لأن انخفاض قيمة العملة سيؤدي إلى ارتفاع الصادرات وبالتالي إلى ارتفاع أرباح المؤسسات وهو ما يؤدي إلى ارتفاع قيمة أسهمها، وأما ارتفاع قيمة العملة سيقلل من القدرة التنافسية للمؤسسة على التصدير، مما يؤدي إلى انخفاض عوائد صادراتها وهو ما يؤثر على أرباحها وبالتالي يؤدي إلى انخفاض قيمة أسهمها[3].

من جهة أخرى يؤثر سعر الصرف إيجابيا على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات التي تعتمد على الاستيراد، فارتفاع سعر الصرف يؤدي إلى زيادة هامش الربح، حيث تنخفض تكلفة الإنتاج بسبب انخفاض أسعار الشراء من الخارج وبالتالي ترتفع الأرباح وهو ما يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم[4].

---

[1] Keran M W, Expectation, Money and the Stock Market, Federal Reserve Bank of St Louis Review, No 53, 1971, p31.

[2] منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص291.

[3] Kitati E and Al, Effect of Macro-Economic Variables on Stock Market Prices for the Companies Quoted on the Nairobi Securities Exchange in Kenya, International Journal of Sciences: Basic and Applied Research , Vol 21, No 2, 2015, P 240.

[4] Celebi K, Hönig M,Op. Cit, P 05

ويتسبب انخفاض سعر الصرف في عدم رغبة المستثمرين الأجانب في الاحتفاظ بأسهم بالعملة التي تنخفض قيمتها، لأنه يؤدي إلى انخفاض عوائدهم، ونتيجة لتخوف المستثمرين الأجانب من استمرار انخفاض قيمة العملة، فإنهم يتوجهون إلى أسواق مالية أخرى لاستثمار أموالهم بعد تنازلهم عن استثماراتهم، وبالتالي يزيد العرض من الأسهم في السوق المحلي وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم[1]، وكذلك انخفاض سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض قيمة السهم نظرا لتوقع المستثمرين أن سبب انخفاض العملة هو التضخم[2].

من خلال الدراسات تم التأكيد على أن سعر صرف له تأثير على القيمة السوقية للأسهم، لكن يصعب معرفة نوع التأثير، لكونه مرتبط بخصائص المؤسسة المصدرة للسهم والدولة التي يتداول فيها.

ثانيا: تأثير أسعار النفط.

أدى الدور الحاسم للنفط في الاقتصاد العالمي والتقلبات الهائلة لأسعاره إلى توجه الأبحاث نحو دراسة تأثيره على أسواق رأس المال، أهمها العلاقة بين أسعار النفط والتدفقات النقدية للمؤسسات ومعدل الخصم المستخدم في نماذج تقييم الأسهم، حيث يمكن الملاحظة بسهولة أن العاملين الأخيرين يعتمدان على الظروف الاقتصادية (التغيرات في معدلات النمو الاقتصادي، مؤشر التضخم، أسعار الفائدة وما إلى ذلك) التي تتأثر بشكل كبير بالتغيرات في سعر النفط (Jones and Kaul 1996, Sadorsky 1999, Park and Ratti 2008, Apergis and Miller 2009,) وبالتالي فمن الواضح أن أي تغيير في أسعار النفط سواء كانت إشارة (إيجابية أو سلبية) قد يحرك أسعار الأسهم[3].

أشارت دراسة (Arouri and al, 2010) إلى وجود ارتباط قوي بين التغير في أسعار البترول وأسعار الأسهم في معظم الأسواق المالية الأوروبية، ولكن رد فعل أسعار الأسهم على التقلبات في أسعار البترول يختلف اختلافا كبيرا بين القطاعات[4]، يفسر هذا الاختلاف في الأثر على اقتصاديات الدول باختلافها من حيث كونها مصدرة أو مستوردة، ويفسر اختلاف أثره على قيمة الأسهم بحسب المؤسسة المصدرة للسهم إذا ما كانت منتجة للنفط أو مستهلكة له بالإضافة لمنطقة نشاط المؤسسة (في دولة مصدرة أو مستهلكة للنفط).

[1] محمد يعقوبي، دراسة مقارنة لتأثير تغيرات سعر الصرف على المؤشرات المالية الإسلامية والتقليدية على مستوى الأسواق المالية الناشئة، مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد 18، 2018، ص251.

[2] Kitati E and Al, Op. Cit, P 240.

[3] Arouri M and al, Volatility spillovers between oil prices and stock sector returns: Implications for portfolio management. Journal of International Money and Finance, Vol 30, No 7, 2011, p1388.

[4] Ibid, pp 1387–1405

بالنسبة للدول المستهلكة فإن ارتفاع سعر النفط يؤدي إلى انخفاض معدل النمو وارتفاع معدل التضخم وانخفاض حجم الصادرات مما يخلق فجوة في الميزان التجاري لهذه الدول، كما يؤثر هذا التذبذب على استقرار أسعار الفائدة التي ترتبط بشكل وطيد مع حجم التضخم والاستثمار، وبالتالي فأن أثر التقلب يمتد على مستوى الاقتصاد الكلى بشكل عام[1].

أما بالنسبة للدول المصدرة فإن تقلبات أسعار النفط تؤثر إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي كون أغلب الدول المنتجة للنفط هي دول أحادية الاقتصاد مما يجعل هذا التغير ظاهرا وبوضوح في ميزانها التجاري[2].

أما أسهم المؤسسات المنتجة للنفط، فإن سعر النفط يؤثر إيجابيا على قيمة سهمها، لأن ارتفاعه يؤدي إلى ارتفاع إيرادات المؤسسة وبالتالي ارتفاع أرباحها ما يؤدي إلى ارتفاع قيمة سهمها في السوق، أما القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المستهلكة للنفط فهي تتأثر سلبيا بتقلبات الأسعار، لأن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج وبالتالي انخفاض أرباحها وهو ما يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية لأسهمها.

ثالثا: تأثير القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة.

كشفت دراسة كل من king 1966[3] وMyers 1973[4] أن لظروف القطاع وظروف المؤسسة تأثير على أرباحها وبالتالي على القيمة السوقية لأسهمها، فالمؤسسات التي تنتمي لقطاع يتمتع بدرجة عالية من النمو وعائد مرتفع يكون أداؤها المالي متميز، غير أن درجة التميز تختلف من مؤسسة لأخرى داخل نفس القطاع، وذلك بسبب الظروف الخاصة بكل مؤسسة[5].

[1] Svensson, Monetary policy challenges: Monetary policy responses to oil price changes, 2006, p10.
[2] Mork Anton knut, Oil and Macroeconomy When Prices Go Up and Down: An Extension of Hamilton's Results, Journal of Political Economy, Vol 97, No 3, pp 740-744
[3] King B F, Market and industry Factors in Stock Price Behavior, Journal of Business, Vol 39, No 1, 1966, pp 139-190.
[4] Myers S L, Re-Examination of Market and Industry Factors in Stock Price Behavior, Journal of Finance, Vol 28, No 3, 1973, pp 695-705.
[5] French, Security and Portfolio Analysis: Concept and Management, Longman Higher Education, 1989, p 238.

المطلب الثاني: عوامل متعلقة بالمالية السلوكية.

وجد أنصار المالية السلوكية عدة عوامل نفسية وعاطفية تؤثر وبشكل كبير على القيمة السوقية للأسهم، هذه العوامل تفسر انحراف الأسعار عن نظرية الكفاءة، وهي واسعة الانتشار بحيث لا يمكن تجاهلها، ومنتظمة جدا بحيث لا يمكن وصفها بأنها خطأ عشوائي، وفي ما يلي نذكر أهم هذه العوامل.

1. أثر جانفي January Effect.

كانت نتائج دراسة (Wachtel 1942) قد خدشت سطح موضوع لم يتم اكتشافه بعد، حين لاحظ التحركات الموسمية في أسعار الأسهم، لكن في ظل عدم تقديمه لتفسيرات مقنعة اعتبرت هذه الظاهرة مجرد صدفة[1]، وأعطت دراسة (Roll 1981) أكثر تخصيص لهذه الظاهرة، حينما استنتجت أن هذه الأخيرة تخص فقط عوائد أسهم المؤسسات الصغيرة في الولايات المتحدة الأمريكية[2]، وبالتالي يرتبط تأثير جانفي بتأثير حجم المؤسسة، في المقابل أشارت دراسة لاحقة (Gu 2003) إلى أن تأثير جانفي يؤثر أيضا على المؤسسات الكبرى[3]، وهو ما يؤكد التأثير الإيجابي لشهر جانفي على القيمة السوقية للأسهم.

التفسير الأكثر شهرة لتأثير جانفي هو فرضية بيع الخسارة الضريبية، ففي نهاية العام يبيع المستثمرون الأسهم التي انخفضت أسعارها خلال الـ 12 شهرا الماضية من أجل خصم الخسارة المحققة من وعائهم الضريبي، يؤدي ضغط العرض إلى انخفاض الأسعار في أواخر ديسمبر، أما في أوائل شهر جانفي يبدأ المستثمرون في شراء الأسهم التي هي الآن أقل من قيمتها الحقيقية بسبب عمليات البيع في ديسمبر، هذا النشاط يسبب ارتفاع الأسعار في السوق[4].

شككت العديد من الدراسات في هذا التفسير، مثل دراسة (Reinganum 1983)، ودعمت دراسة (Ritter 1988) شكوك Reinganum حينما استنتجت أن الأسعار ترتفع في الأيام الأولى من شهر جانفي ليس فقط بسبب إعادة شراء الأسهم المباعة سابقا، ولكن أيضا بسبب شراء الأسهم الأخرى التي لم تسبب خسارة في العام السابق[5].

---

[1] Wachtel Sidney, Certain Observations on Seasonal Movements in Stock Prices, The Journal of Business of the University of Chicago, Vol. 15, No. 2, 1942, p 193.

[2] Roll Richard, A Possible Explanation of the Small Firm Effect, The Journal of Finance, Vol 36, No 4, 1981, pp 879-888.

[3] Gu AY, The Declining January Effect: Evidences from the U.S. Equity Markets, Quarterly Review of Economics and Finance , Vol. 43, No 2, 2003, pp. 395–404.

[4] Szyszka Adam, Op. Cit, pp97-98

[5] Ritter Jay R , The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year, Journal of Finance, Vol 43, No 3, 1988, PP 701-717.

ويعود هذا لعدة أسباب نذكر منها[1]:

- تأجيل قرارات الاستثمار حتى بداية شهر جانفي سببه ظاهرة نفسية للمحاسبة الذهنية، ففي ديسمبر لا يفكر الناس في استثمارات جديدة ولكنهم يفكرون في أرباح وخسائر العام الماضي.
- وفقا لمؤشر ثقة المستهلك لجامعة ميشيغان فإن معنويات المستثمرين تبلغ ذروتها في جانفي.
- في معظم الدول تصرف المكافآت والتعويضات في نهاية ديسمبر أو بداية جانفي، وتبعا لمفهوم المحاسبة الذهنية فإن هذه المكافآت تعامل معاملة مختلفة عن الراتب الاعتيادي، مما يشجع المستثمر على توسيع المحفظة المالية ويقبل المزيد من المخاطرة[2].

2. أثر نهاية الأسبوع The Weekend Effect.

توصل الباحثان (Smirlock and Starks 1986) في دراستهما إلى أن أسعار الأسهم في جلسة يوم الاثنين تتأثر سلبيا بعطلة نهاية الأسبوع[3]، وقدم Damodaran 1989 فرضية مفادها أن انخفاض الأسعار يوم الاثنين يمكن تفسيرها من خلال العوامل المتعلقة بتوقيت نشر المعلومات، فالوقت المعتاد التي تعلن فيه المؤسسات عن أخبار سلبية يكون بعد منتصف يوم الجمعة، ويوم الاثنين يتفاعل صغار المستثمرين بعصبية كبيرة ومتأخرة قليلا اتجاه المعلومات السلبية فتنخفض الأسعار[4].

3. أثر رمضان Ramadan Effect.

بحث كل من Bialkowski, Etebari, Wisniewski عام 2010 إذا ما كانت ممارسة الشعائر الدينية يمكنها التأثير على نفسية المستثمرين والتأثير على سلوك الأسعار في أسواق رأس المال، تم استخدام بيانات أسعار الأسهم لـ 14 دولة ذات غالبية مسلمة خلال الفترة 1989-2007، استنتجت الدراسة دليلا على تأثير شهر رمضان القوي، فخلال هذا الشهر الكريم، كان متوسط العائد السنوي أعلى بكثير من متوسط العائد خلال بقية العام[5].

---

[1] Szyszka Adam, Op Cit, PP 98-99.

[2] عبد الرحمان بن سانية وآخرون، مرجع سابق، ص26.

[3] Smirlock Michael , Starks Laura, Day-of-the-week and intraday effects in stock returns, Journal of Financial Economics, 1986, Vol. 17, No 1, p p 197-210

[4] Szyszka Adam, Op Cit, P 100

[5] Bialkowski Jedrzej and al, Piety and Profits: Stock Market Anomaly during the Muslim Holy Month, Finance and Corporate Governance Conference Journal, 2010.

تشير هذه النتائج إلى تحول حاد في تفاؤل المستثمرين خلال هذا الشهر، تم التحقق مما إذا كان التأثير ناتجا عن سيولة السوق، أو تقلبات العملة أو بعض العوامل المعروفة، لا سيما تأثيرات نهاية الأسبوع وشهر جانفي، لا أحد من هذه العوامل يفسر النتائج، ومن ثم نجد أنها غير طبيعية وغير متوافقة مع نظرية الكفاءة.

قدمت الدراسة تفسير مفصل حول التأثير الإيجابي لشهر رمضان على القيمة السوقية للأسهم من خلال تأثيره الإيجابي على نفسية المستثمر، رمضان شهر ديني يؤثر على كل جوانب حياة المسلمين تقريبا، يعزز شهر رمضان من الوعي الاجتماعي المتزايد وتوثيق العلاقة مع الله، التضامن بين المسلمين، ويعزز رضاهم عن الحياة، يؤثر هذا التفاؤل على معنويات المستثمرين وقراراتهم التي تؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم.

4. أثر الحجم Size Effect

كشفت دراسة (Banz 1981) أن حجم المؤسسة يؤثر سلبيا على القيمة السوقية لسهمها، حيث قام بتحليل عائدات الأسهم المدرجة في بورصة نيويورك وقسم المؤسسات حسب الحجم إلى خمس محافظ، بلغ الفرق بين متوسط العوائد السنوية للمحافظ التي تحتوي على أسهم المؤسسات الصغيرة والكبيرة 20 في المائة[1].

فسرت المالية السلوكية ارتفاع عوائد أسهم المؤسسات الصغيرة بسبب متداولي الضوضاء وارتباط أفعال صغار المستثمرين الذين يمثلون نسبة كبيرة من المساهمين في المؤسسات الصغيرة بالمضاربة والعواطف أكثر من التحليل العقلاني للمعلومات.

5. أثر الزخم Momentum Effect.

يؤثر الزخم إيجابيا على أسعار الأسهم التي عرفت ارتفاعا كبيرا مؤخرا، فيما تأثيره يكون سلبيا على أسعار الأسهم التي انخفضت كثيرا، توصل كل من (Jegadeesh and Titman 1993) في دراستهما إلى أن الأسهم التي حققت أعلى (أدنى) عوائد خلال الأشهر الثلاثة إلى 12 الماضية واصلت أداءها الجيد (السيئ) أيضا في الأشهر 3-12 التالية[2].

تم تفسير هذه الظاهرة بالتجنب أو النفور من الخسارة، حيث تستمر الأسهم الرابحة في الماضي بمواجهة ضغط شراء زائد على عكس ما تواجهه الأسهم الخاسرة سابقا من ضغط بيع زائد، وهذا بسبب ردة الفعل الخاطئة مع المعلومات الجديدة المتوفرة التي تخلق حالة من الزخم تعكس حالة سوء التقدير من قبل المستثمرين[3].

[1] Banz Rolf, The relationship between return and market value of common stocks, Journal of Financial Economics, Vol 9, No 1, 1981, pp 3-18.
[2] Jegadeesh Narasimhan, Titman Sheridan, Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, The Journal of Finance, Vol 48, No 1, 1993, pp. 65-91
[3] عبد الرحمان بن سانية وآخرون، مرجع سابق، ص26

6. أثر الطقس Weather Effect.

بحث كل من (Hirshleifer and Shumway 2003) في العلاقة بين ما إذا كان اليوم مشمسا وعوائد الأسهم لذلك اليوم في 26 بورصة عالمية من 1982 إلى 1997، توصلت الدراسة إلى أن سطوع الشمس يرتبط ارتباطا إيجابيا وقويا بعائدات الأسهم اليومية، تم تفسير الظاهرة بأن الطقس المشمس يؤثر على الحالة المزاجية للمستثمر بالإيجاب وهو ما ينعكس على تصرفاته وقراراته الاستثمارية بما يجعله يقبل المخاطر وبالتالي ترتفع أسعار الأسهم[1].

المطلب الثالث: عوامل متعلقة بالمحيط الداخلي للمؤسسة.

ترتبط القيمة السوقية للأسهم العادية بأداء المؤسسة المصدرة لها بعلاقة ذات دلالة اقتصادية، إذ تعكس عوامل الضعف أو القوة لدى المؤسسة، سواء ما ارتبط بموقعها الحالي أو بأدائها التاريخي أو بربحيتها أو بتوازن مركزها المالي، ومن أهم أدوات تحليل المركز المالي للمؤسسة نجد المؤشرات المالية، حيث تعددت الدراسات التي أثبتت تأثيرها على القيمة السوقية للسهم، ويختلف هذا التأثير من سوق لآخر ومن فترة لأخرى، لهذا يستوجب على المحلل أو المستثمر أن يقوم بتحليل جميع أنواع المؤشرات ودراسة تأثيرها، ومن خلال هذا المطلب سوف نتعرف على أنواع المؤشرات المالية وطبيعة تأثيرها على القيمة السوقية للسهم.

أولا: المؤشرات التقليدية.

تعتبر المؤشرات المالية التقليدية من أساليب التحليل المالي، حيث تستخدمه عدة أطراف لتقييم وتفسير الأداء المالي للمؤسسة خلال فترة معينة، ويستند ذلك على مجموعة من المعلومات المختلفة والتي يقدمها النظام المحاسبي للمؤسسة، ومصادر أخرى حول محيطها المالي كسوق رأس المال وكل الأطراف التي تتعامل معهم.

1. مؤشرات السيولة Liquidity Ratios.

تقيس مؤشرات السيولة الملاءة المالية للمؤسسة في المدى القصير، أي قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل اتجاه الدائنين عند استحقاقها، يهتم حملة الأسهم والمستثمرون والمدينون بمؤشرات السيولة لأنه كلما كانت المؤسسة تعاني من نقص في السيولة زادت مخاطر إفلاسها كون التزامات الديون تدفع

[1] Hirshleifer David, Shumway Tyler, Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather, The Journal of Finance, Vol 58, No 3, 2003, pp. 1009-1032

نقدا[1]، بالإضافة لعدم إمكانيتها الحصول على القروض إلا بشروط قاسية، بالمقابل فإن الاحتفاظ بسيولة عالية يفوت عليها فرصة الحصول على عوائد من جراء توظيف تلك السيولة الفائضة[2].

أ. مؤشر السيولة الجارية Current ratio.

هي مقياس لقدرة المؤسسة على سداد ديونها قصيرة الأجل عند استحقاقها، يتم حسابه كما يلي[3]:

مؤشر السيولة الجارية = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة

يرغب الدائنون في رؤية نسبة السيولة الجارية مرتفعة، لأن انخفاضها يعني أنه إذا عانت المؤسسة من صعوبات مالية فإنها ستتباطأ في سداد ديونها، تعتبر أفضل مؤشر فردي يقيس مدى قدرة الأصول المتداولة على تغطية الخصوم المتداولة، فهو المؤشر الأكثر استخداما لقياس الملاءة المالية في المدى القصير.

أما من منظور حملة الأسهم، قد تشير النسبة المرتفعة إلى أن المؤسسة تجمد الكثير من الأموال في أصول غير منتجة، مثل النقد الزائد أو الأوراق المالية القابلة للتداول، أو إلى أن أموال لا يتم توظيفها بشكل كفء داخل المؤسسة، أو راجع لامتلاكها مخزون كبير وبالتالي قد لا يرغب المساهمون في نسبة عالية.

إن الإدارة الجيدة هي التي تستطيع إيجاد توازن بين حاجات المؤسسة إلى النقدية في الأجل القصير، وفي نفس الوقت المحافظة على بقاء الاستثمارات في الأصول المتداولة ضمن حاجات المؤسسة في الأجل القصير[4].

ب. مؤشر السيولة السريعة Quick ratio.

نظرا لأن مؤشر التداول لا يفرق بين السيولة الجاهزة وغير الجاهزة، يستعين المحللون والمستثمرون بمؤشر السيولة السريعة، يتم حساب النسبة كمايلي[5]:

مؤشر السيولة السريعة = الأصول المتداولة – المخزونات / الخصوم المتداولة

تعد قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل دون الاعتماد على المخزون أمرا له أهمية كبيرة، كون هذا الأخير يعتبر من أقل فئات الأصول المتداولة سيولة، ويكون احتمال تحقق خسائر عند بيعه في حالة الإفلاس أو التصفية كبيرا جدا.

---

[1] Melicher Ronald, Norton Edgar, Op. Cit, P427.

[2] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص78.

[3] Melicher Ronald, Norton Edgar, Op Cit, P427.

[4] فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص67.

[5] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Financial management: theory and practice, Cengage Learning, 13th edition, 2010, P91

ت. طبيعة تأثير مؤشرات السيولة على القيمة السوقية للأسهم.

توصلت دراسة (Thomas Arkan 2016) إلى وجود تأثير إيجابي لمؤشر السيولة الجارية على أسعار أسهم المؤسسات التي تنتمي إلى القطاع الاستثماري المدرجة في السوق المالي الكويتي، فيما كان تأثير هذه النسبة غير معنوي في كل من القطاع الصناعي والخدماتي[1]، أما دراسة (كسري أسماء 2015) فقد توصلت لوجود تأثير إيجابي ومعنوي لمؤشر السيولة السريعة على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال[2].

فيما أثبتت دراسة (Ligocká M, Stavárek D 2019) أنه لا توجد علاقة بين مؤشرات السيولة والقيمة السوقية للأسهم في كل من بورصة النمسا وسويسرا وبولندا[3]، ونفس النتيجة توصلت لها دراسة (Razak and al 2020)[4].

2. مؤشرات النشاط Activity Ratios.

يطلق عليها أيضا مؤشرات إدارة الأصول Assets Management Ratios، وتقيس هذه المؤشرات مدى كفاءة إدارة المؤسسة في توزيع مواردها المالية توزيعا مناسبا على مختلف أنواع الأصول، كما تقيس مدى كفاءتها في استخدام أصولها لإنتاج أكبر قدر ممكن من السلع والخدمات وتحقيق أكبر حجم ممكن من المبيعات وبالتالي أعلى ربح ممكن[5].

فإذا كانت الأموال التي تستثمرها المؤسسة في أصولها تزيد عن الحاجة فسيكون رأس مالها التشغيلي مرتفع بشكل غير ملائم مما سيقلل من التدفق النقدي وبالتالي قيمة سهمها السوقية، أما إذا لم يكن لدى المؤسسة أصول كافية فإنها لن تتمكن من تلبية الطلب ما يضيع لها مبيعات ممكنة وبالتالي ينخفض التدفق النقدي والقيمة السوقية للسهم[6].

[1] Thomas Arkan, The Importance of Financial Ratios in Predicting Stock Price Trends: A Case Study in Emerging Markets, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, N 79, 2016, pp13-26.

[2] كسري أسماء، أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات، مرجع سابق، ص162.

[3] Marie Ligocká, Daniel Stavárek, The Relationship Between Financial Ratios and the Stock Prices of Selected European Food Companies Listed on Stock Exchanges, Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis, Mendel University Press, vol 67, No 1, 2019, pp 299-307.

[4] Razak A and al, The Effects of Financial Performance on Stock Returns: Evidence of Machine and Heavy Equipment Companies in Indonesia, Research in World Economy, Vol 11, No 6, 2020, pp 131-138.

[5] مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2010، ص217

[6] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, p92.

أ. معدل دوران المخزون Inventory Turnover Ratio.

يستخدم هذا المؤشر لحساب عدد المرات التي يتم فيها تحويل المخزون إلى مبيعات خلال السنة المالية الواحدة[1]، ويتم حسابه كما يلي:

معدل دوران المخزون = تكلفة المبيعات / متوسط المخزون.

يفضل ارتفاع هذا المؤشر، لأنه يدل على توفر السيولة في المؤسسة من وجهه نظر المقرضين، أما من وجهة نظر الإدارة فإنه يدل على كفاءة إدارة المخزون، أما من وجهة نظر المساهمين والمستثمرين فإنه يدل على تزايد الأرباح، ويدل انخفاضه على تعطيل موارد المؤسسة خاصة أن لهذا المخزون تكلفة احتفاظ مع إمكانية تقادمه، أما المعدل المرتفع بشكل كبير فإنه ينذر باحتمال نفاذ المخزون وتعطيل الخطوط الإنتاجية[2].

ب. متوسط فترة التحصيل Average Collection Period.

يستخدم هذا المؤشر لتقييم استثمارات حسابات المدينين، فهو يمثل المدة الزمنية التي يجب على المؤسسة انتظارها ما بعد البيع للحصول على السيولة النقدية[3].

متوسط فترة التحصيل = حسابات المدينين / متوسط المبيعات (المبيعات السنوية / 360)

يستخدم هذا المؤشر لتقييم سياسة الائتمان والتحصيل للمؤسسة، فإذا كان متوسط فترة التحصيل يزيد عن شروط الائتمان، فهذا يشير لعدم كفاءة المؤسسة في تحصيل حساباتها المدينة أو التساهل في سياساتها الائتمانية لعملاء غير قادرين على السداد[4]، للإشارة فإنه قد يكون للمؤسسة سياسة متساهلة للغاية تتعلق فقط بجودة العميل[5]، طول فترة السداد يخفض السيولة ويؤثر على قدرة المؤسسة في مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل، أما قصر المدة فهي تشير إلى سياسة الائتمان والتحصيل المتشددة[6]، بالمقابل قد تؤدي سياسات الائتمان الصارمة للغاية بشكل غير ضروري إلى انخفاض المبيعات، لأن المؤسسة قد تختار فقط أفضل العملاء[7].

---

[1] علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008، ص84

[2] فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص70.

[3] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, p93.

[4] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص84.

[5] Melicher Ronald, Norton Edgar, Op Cit, P430

[6] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص84.

[7] Melicher Ronald, Norton Edgar, Op Cit, P430

ت. معدل دوران الأصول الثابتة Fixed Assets Turnover Ratio.

يقيس هذا المؤشر مدى كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها الثابتة، ويحسب كما يلي[1]:

معدل دوران الأصول الثابتة = المبيعات / صافي الأصول الثابتة

إن ارتفاع هذا المؤشر يدل على الاستخدام الفعال للطاقة الإنتاجية المتاحة، أما انخفاضه فإنه يدل على عدم وجود توازن بين المبيعات وحجم الاستثمارات في الأصول الثابتة، وبالتالي فإن المؤسسة تعاني إما من طاقة إنتاجية فائضة أو تكدس الإنتاج في المخازن بدل تصريفه في الأسواق[2].

ث. معدل دوران إجمالي الأصول Total Assets Turnover Ratio.

تشير هذه النسبة إلى مدى كفاءة المؤسسة في إدارة إجمالي الأصول لتوليد المبيعات، حيث تقدم كم تولد كل وحدة نقدية مستثمرة في إجمالي الأصول من مبيعات، وتحسب كمايلي[3]:

معدل دوران الأصول = المبيعات / إجمالي الأصول

إن ارتفاع هذا المؤشر يدل على الاستخدام الكفء للأصول في توليد المبيعات، أما انخفاضه فإنه يدل على أن المؤسسة لا تحقق مبيعات كافية بالمقارنة مع حجم الاستثمار، وبالتالي فإنه يستوجب عليها إتباع السياسات التي تؤدي إلى زيادة المبيعات والعمل على تخفيض حجم الاستثمارات[4].

تتضمن جميع مؤشرات النشاط المقارنة بين صافي المبيعات وجميع الاستثمارات في مختلف أنواع الأصول، حيث تقوم على افتراض وجود توازن بينها وتعمل إدارة المؤسسة والمساهمون والمستثمرون في أسواق رأس المال على الكشف عن الأسباب التي تخل بهذا التوازن.

ج. طبيعة تأثير مؤشرات النشاط على القيمة السوقية للأسهم.

توصلت دراسة (Razak A and al 2020) إلى عدم تأثير مؤشر دوران إجمالي الأصول على أسعار الأسهم[5]، فيما خلصت دراسة (2016 Herawati A, Putra S) إلى وجود تأثير إيجابي لهذا المؤشر

[1] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, p94.

[2] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص ص 85-86.

[3] Fabozzi Frank J, Pamela Peterson Drake, Finance Capital Markets, Financial Management, and Investment Management, 2009, P77

[4] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص87

[5] Razak A and al, Op Cit, pp 131-138.

على القيمة السوقية للأسهم في بورصة اندونيسيا[1]، أما دراسة (كسري أسماء 2015) فقد توصلت إلى وجود تأثير سلبي لمؤشر دوران إجمالي الأصول على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال[2].

أثبتت دراسة (Thomas Arkan 2016) وجود تأثير إيجابي لمؤشر دوران الأصول الثابتة على أسعار أسهم المؤسسات التي تنتمي إلى القطاع الصناعي، فيما كان تأثيره غير معنوي في كل من القطاع الاستثماري والخدماتي[3].

3. مؤشرات الرافعة المالية Leverage Ratios.

وتسمى أيضا بمؤشرات إدارة المديونية Debt Management Ratios، تشير هذه المؤشرات إلى مدى استخدام المؤسسة أموال الغير لتمويل أصولها، فضلا عن قدرتها على الوفاء بالتزامات سداد الديون[4]، حيث كلما زاد حجم التمويل بالدين يواجه الملاك مخاطر أكبر، بالمقابل فإن الرافعة المالية المرتفعة عادة ما ترتبط بالعوائد المرتفعة[5].

أ. مؤشر الدين Debt Ratio.

يقيس هذا المؤشر نسبة اعتماد المؤسسة على أموال الغير لتمويل أصولها، وتحسب كما يلي[6]:

مؤشر الدين = إجمالي الديون / إجمالي الأصول

يفضل الدائنون النسبة المنخفضة لأنها تزيد درجة الأمان التي يتمتعون بها، فيما تحرم حملة الأسهم من زيادات ممكنة في معدل العائد على حقوق الملكية، بالمقابل يفضل حملة الأسهم ارتفاع النسبة إلى حد ما، لأن ذلك يعني ارتفاع العوائد ولكنه يعرض المؤسسة لتحمل مخاطر مالية إضافية مما قد يصعب عليها الحصول على أموال جديدة بسبب تردد الدائنين، كما تكون إدارة المؤسسة مترددة في استخدام الدين لأن ذلك قد يعرض المؤسسة لخطر الإفلاس مما يجبرها على فتح رأسمالها وإصدار أسهم جديدة وهو ما لا يحبذه المساهمون لأنه يتسبب لهم في فقدان السيطرة على قرارات المؤسسة.

---

[1] Herawati Aty, Putra Angger Setiadi, The Influence of Fundamental Analysis on Stock Prices: The Case of Food and Beverage Industries European Research Studies Journal, Vol 21, No 3, 2018, pp. 316 - 326

[2] كسري أسماء، أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات، مرجع سابق، ص162.

[3] Thomas Arkan, Op Cit, pp13-26.

[4] Melicher Ronald, Norton Edgar, Op Cit, p432

[5] Thomas Arkan, Op Cit, p17.

[6] فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص75.

ب. مؤشر مضاعف الملكية Equity Multipliers Ratio.

يقيس هذا المؤشر مدى مساهمة الملاك في أصول المؤسسة بالمقارنة مع الدائنين، ويحسب كما يلي[1]:

مضاعف الملكية = مجموع الأصول / حقوق الملكية

نتيجة هذه النسبة تعني مقدار الأصول الذي يقابل كل وحدة نقدية يساهم بها الملاك، فكلما انخفضت هذه القيمة أعطت الاطمئنان للدائنين على قدرة المؤسسة بتسديد التزاماتها، فيما يفضل حملة الأسهم ارتفاعها ليرتفع معها العائد على حقوق الملكية.

إن المدى الذي تستخدم فيه المؤسسة الرافعة المالية له آثار مهمة:

- يمكن المساهمين من الحفاظ على السيطرة في المؤسسة دون زيادة استثماراتهم من خلال زيادة اعتمادها على القروض.
- إذا حققت المؤسسة عائدا على الأموال المقترضة أكبر من الفوائد التي تدفعها عليها فهذا يؤدي إلى زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم، لكن في الوقت نفسه ستزداد درجة المخاطرة التي يجب عليهم تحملها.
- يتطلع الدائنون إلى ارتفاع حقوق الملكية من خلال الأموال التي يوفرها الملاك أو ارتفاع القيمة السوقية للأسهم لتوفير هامش أمان، لذلك كلما ارتفعت نسبة التمويل المقدم من المساهمين قلت المخاطر التي يواجهها الدائنون[2].
- تعتبر أسهم المؤسسات ذات الرافعة المالية العالية استثمارا مرتفع المخاطر، حيث تكون فيه العوائد أكثر تغيرا[3].
- الاعتماد على الديون يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين لتعويضهم عن تحمل مخاطر إضافية، علاوة على ذلك فإن مدفوعات الفائدة معفاة من الضرائب في حين أن توزيعات الأرباح ليست كذلك وهو ما يؤدي إلى انخفاض الضرائب المستحقة.
- إذا استخدمت مؤسسة ذات رافعة مالية عالية قروضها استخداما جيدا، فإنها ستحقق تدفقات نقدية كافية ليس فقط لدفع الفائدة على الدين ولكن أيضا لزيادة الأرباح، بالمقابل

[1] محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 81

[2] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, p95.

[3] Chisholm Andrew, An Introduction to Capital Markets- Products- Strategies- Participants, 1st edition, JOHN WILEY & SONS, USA, 2002, P148

إذا واجهت المؤسسة صعوبات وتراجعت الأرباح فيتعين عليها سداد مدفوعات الفائدة أولا مما قد يتسبب في عدم تبقي توزيعات للمساهمين.

ت. طبيعة تأثير مؤشرات الرافعة المالية على القيمة السوقية للأسهم.

أشار Fama & French في دراستهما عام 1992 إلى أن مؤشر الرافعة المالية المتمثل في مؤشر مضاعف الملكية له تأثير على عوائد الأسهم، وتم اختبار الأثر باستخدام نسبيتن مختلفتين لهذا المؤشر، النسبة الأولى استعملا فيها القيمة السوقية لحقوق الملكية وكانت تؤثر إيجابيا على عوائد الأسهم، فيما كانت النسبة الثانية التي استعملا فيها القيمة الاسمية لحقوق الملكية لها تأثير سلبي على عوائد الأسهم[1].

توصلت دراسة (كسري أسماء 2015) إلى أن مؤشر حقوق الملكية يؤثر إيجابيا على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال[2]، فيما توصلت دراسة (Ligocká M, Stavárek D 2019) إلى أنه لا يوجد أثر لهذا المؤشر على القيمة السوقية للأسهم في كل من بورصة النمسا وسويسرا وبولندا[3].

أما دراسة (Teppo Martikainen 1989) فقد توصلت إلى أن مؤشرات الرافعة المالية لها تأثير سلبي قوي على القيمة السوقية للأسهم في بورصة هلسنكي (فنلندا)[4].

4. مؤشرات الربحية Profitability Ratios.

يهتم حملة الأسهم والمستثمرون والمقرضون بمؤشرات الربحية كونها محصلة لمختلف السياسات المتخذة في إدارة المؤسسة لمختلف شؤونها[5]، فبينما توفر المؤشرات السابقة معلومات معبرة حول الطريقة التي تدار بها المؤسسة، فإن مؤشرات الربحية هي المقياس لفعالية سياسات إدارة المؤسسة الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية، والقرارات المتخذة المتعلقة بهذه السياسات، فهي تقيس قدرة المؤسسة في توليد الأرباح من المبيعات ومن الأصول ومن حقوق الملكية[6]، وتعطي المستثمر فكرة عن العوامل التي تشكل إيرادات المؤسسة، وعادة ما يتم التعبير عنها كنسبة من كل وحدة نقدية من المبيعات[7].

1 Fama E F, French R F, The Cross-Section of Expected Stock Returns, Journal of Finance, Vol 47, N 02, 1992, pp 472-465.

[2] كسري أسماء، أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات، مرجع سابق، ص162.

[3] Marie Ligocká, Daniel Stavárek, Op. Cit, pp 299-307.

[4] Martikainen Teppo, Modelling stock price behaviour by financial ratios, Rivista di matematica per le scienze economiche e sociali, Vol 12, N 01, 1989, pp 119-138.

[5] مفلح عقل، مرجع سابق، ص 230.

[6] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص ص87-88.

[7] Fabozzi Frank J, Drake Pamela Peterson, Op. Cit, p74.

أ. هامش الربح الصافي Net Profit Margin.

يقيس حجم الأرباح الصافية بعد دفع الفوائد والضرائب عن كل وحدة نقدية من صافي المبيعات، ويعتبر كمقياس عام لكفاءة الإدارة في الإنتاج والتوزيع والتمويل[1]، ويحسب كما يلي:

هامش الربح الصافي = الربح الصافي / المبيعات.

يفضل المساهمون والمستثمرون النسبة المرتفعة، لأن انخفاضها يشير لعدم قدرة إدارة المؤسسة على تحقيق أرباح كافية مما يؤدي إلى انخفاض عوائد حملة الأسهم، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للسهم[2]، وقد لا تشير النسبة إلى وجود مشكلة تشغيلية في المؤسسة إذا كانت منخفضة مقارنة بمتوسط القطاع، لأنه قد يعود هذا الانخفاض إلى التباين في سياسة التمويل واعتمادها على الديون أكثر التي تتسبب في ارتفاع الفوائد السنوية[3].

ب. مؤشر العائد التشغيلي على الأصول Operating Return on Assets

يركز هذه المؤشر على الأداء التشغيلي للمؤسسة ويتجاهل كيفية تمويلها وفرض الضرائب عليها[4]، ويعد هذا المؤشر مفيدا للمقارنة بين المؤسسات التي تختلف فيما بينها من حيث المعاملة الضريبية ودرجة الرفع المالي، ويحسب كما يلي[5]:

العائد التشغيلي على الأصول = الربح التشغيلي / إجمالي الأصول.

يدل ارتفاع أو انخفاض المؤشر بالمقارنة مع متوسط القطاع على أن قدرة المؤسسة في تحقيق الأرباح أكبر أو أقل مقارنة بالمؤسسات الأخرى التي تنشط في نفس القطاع.

ت. مؤشر العائد على الأصول Return on Assets.

يقيس هذا المؤشر العائد على الاستثمار في الأصول بعد أن تغطي المؤسسة نفقات التشغيل ومصاريف الفائدة والالتزامات الضريبية[6]، أي مدى قدرة كل وحدة نقدية مستثمرة في الأصول على توليد أرباح، ويحسب ويحسب كما يلي:

العائد على الأصول = الربح الصافي المتاح لحملة الأسهم / إجمالي الأصول.

---

[1] فايز سلم حداد، مرجع سابق، ص81.

[2] علي عباس، مرجع سابق، ص 76

[3] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, p98.

[4] Melicher Ronald, Norton Edgar, Op Cit, P436.

[5] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, pp98-99

[6] Melicher Ronald, Norton Edgar, Op Cit, P436

تبحث إدارة المؤسسة وحملة الأسهم عن الزيادة في العائد على الأصول، لأنه مقياس لربحية الاستثمارات الطويلة والقصيرة الأجل، ويدل كذلك على كفاءة سياسات الإدارة الاستثمارية[1]، بينما المؤشر المنخفض قد يرجع إلى فشل المؤسسة في تحقيق أرباح عالية نتيجة لزيادة التكاليف أو بسبب الزيادة في إجمالي الأصول نتيجة لشراء أصول جديدة[2].

ومن أجل تقديم تفسير أكثر دقة لهذا المؤشر، نقوم بحسابه بطريقة أكثر تفصيلا وفق المعادلة التالية[3]:

العائد على الأصول = (الربح الصافي المتاح لحملة الأسهم/ المبيعات) * (المبيعات/ إجمالي الأصول).

يتضح من هذه المعادلة أن مؤشر العائد على الأصول يمكن تفكيكه بطريقة رياضية إلى مؤشرين: مؤشر هامش الربح ومؤشر دوران الأصول، وهذا من أجل إبراز أسباب ارتفاع الربحية أو انخفاضها في المؤسسة، هذه الأسباب قد تكون:

- هامش ربح ضعيف بسبب عدم كفاية الربح الإجمالي أو تزايد النفقات.
- انخفاض معدل دوران الأصول بسبب الاستخدام غير الفعال للأصول الثابتة أو الأصول المتداولة.

ث. مؤشر العائد على حقوق الملكية Return on Equity.

يقدم حملة الأسهم أموالهم للمؤسسة آملين بأن تحقق لهم عائدا مناسبا على استثماراتهم، وهنا يبرز دور هذا المؤشر الذي يبين مدى تحقيق تطلعات حملة الأسهم من وجهة نظر محاسبية[4]، أي يقيس العائد على كل وحدة نقدية مستثمرة من قبل حملة الأسهم، ويحسب كما يلي:

العائد على حقوق الملكية = الربح الصافي المتاح لحملة الأسهم / حقوق الملكية.

يكشف هذا المؤشر على الأداء الكلي المؤسسة، فارتفاعه هو دليل على كفاءة الإدارة وهو ما يهدف إليه حملة الأسهم، لكن قد يكون سبب هذا الارتفاع هو المخاطر العالية الناجمة عن زيادة الرافعة المالية، بينما قد يشير انخفاضه لفشل سياسات المؤسسة الاستثمارية، التشغيلية والتمويلية، أو لتحفظ المؤسسة بشأن

[1] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص88

[2] صخر مرعي حسن، أيوب وائل موسى، النسب المالية وعلاقتها بالعائد على السهم للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان- دراسة تحليلية للفترة من عام 2005 -2015، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 05، العدد 02، 2019، ص258.

[3] Robert Alan Hill, Working Capital Management Theory and Strategy, 1st edition, Robert Alan Hill & bookboon.com, 2013, p 24.

[4] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, pp 98-99

الاعتماد على القروض[1]، ومن أجل تقديم تفسير دقيق لهذا المؤشر نقوم بحسابه بطريقة أكثر تفصيلا تجمع بين هامش الربح ومعدل دوران الأصول و نسبة المديونية وفق معادلة Dupont[2]:

العائد على حقوق الملكية = (الربح / المبيعات)* (المبيعات /إجمالي الأصول) * (إجمالي الخصوم/حقوق الملكية)

حسب هذه المعادلة، فإن العائد على حقوق الملكية يعتمد على ثلاث مؤشرات أساسية، النسبة الأولى تمثل هامش الربح، النسبة الثانية تمثل معدل دوران الأصول، النسبة الأولى والثانية تمثلان مؤشر العائد على الأصول، أما النسبة الثالثة فهي تعبر عن مؤشر مديونية المؤسسة، فينخفض ويرتفع العائد على حقوق الملكية بسبب انخفاض أو ارتفاع هامش الربح واستخدام أقل أو بكثرة للرافعة المالية ومعدل دوران الأصول، وبالتالي كلما زادت مديونية المؤسسة كلما تضاعفت ربحية المساهمين، لكن لا بد من المقارنة بين العائد على الأصول وتكلفة رأس المال من أجل وضع حد للمديونية، حيث يمكن زيادة مستوى المديونية ما دام معدل العائد على الأصول أكبر من تكلفة رأس المال.

ج. طبيعة تأثير مؤشرات الربحية على القيمة السوقية للأسهم.

توصلت دراسة (Thomas Arkan 2016) إلى وجود تأثير إيجابي لكل من (NPM، ROA، ROE) على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات التي تنتمي إلى القطاع الصناعي، فيما كان تأثيرها غير معنوي في كل من القطاع الاستثماري والخدماتي[3].

أما دراسة (كسري أسماء 2016) فقد توصلت لوجود تأثير إيجابي لـ(ROA) وسلبي لـ(ROE) على القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي[4]، فيما خلصت دراسة (صالحي وقتال 2020) إلى وجود علاقة ضعيفة بين المؤشر (ROE) والقيمة السوقية لسهم مؤسسة أليانس[5].

وتوصلت دراسة (Ligocká M, Stavárek D 2019) أن (ROE) يؤثر إيجابيا على قيمة الأسهم في كل من بورصة النمسا وبولندا فيما لا تتأثر به أسعار الأسهم في بورصة سويسرا[6].

---

[1] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص89.

[2] Marie-Noëlle, et Al, Le grand livre du contrôle de gestion, Paris: EYROLLES, 2013, PP 181-182.

[3] Thomas Arkan, Op Cit, pp 13-26.

[4] كسري أسماء، دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمة السوقية للأسهم: دراسة العلاقة السببية لأسهم الأوارسي للفترة (2004-2011)، مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، العدد 48، 2016، ص ص 204-218.

[5] محمد يزيد صالحي، عبد العزيز قتال، تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات خلال الفترة (2012-2018)، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 07، العدد 02، 2020، ص ص 710-725.

[6] Marie Ligocká, Daniel Stavárek, Op Cit, pp 299-307.

أثبتت دراسة (Razak and al 2020) عدم تأثير مؤشر (ROA) على أسعار الأسهم[1]، فيما توصلت دراسة (Herawati A, Putra S 2016) إلى وجود تأثير إيجابي لـ(ROA) على القيمة السوقية للأسهم في بورصة اندونيسيا[2] .

5. مؤشرات السوق Market Ratios.

تعتبر هذه المؤشرات ذات أهمية لإدارة المؤسسة، المساهمين، المستثمرين المحتملين، محللي الأوراق المالية، بنوك الاستثمار والدائنين، فحملة الأسهم والمستثمرين يهمهم معرفة تأثير أداء المؤسسة على العوائد المحققة من استثماراتهم في أسهم المؤسسة، أما محللو الأوراق المالية فيهمهم من أجل تقديم توصيات الاستثمار المناسبة لعملائهم وتحديد قيمة الإصدار المناسبة لإصدارات الأسهم الجديدة، وتهم كذلك الدائنين كونهم يرغبون بأن تكون القيمة السوقية للأسهم أكبر ما يمكن لأنهم يعتبرون حقوق الملكية هامش أمان لتغطية ديون المؤسسة، وأهميتها للمدير المالي الذي يسعى لتعظيم القيمة السوقية لثروة أصحاب المشروع[3].

أ. مؤشر ربحية السهم الواحد Earnings per Share (EPS).

يعطي هذا المؤشر مقدار الربح الصافي الذي تحققه المؤسسة على كل سهم من الأسهم التي يحتفظ بها المساهمون[4]، وقد حدد المعيار المحاسبي الدولي (IAS 33) مفهوم وكيفية حساب هذا المؤشر، حيث يشترط عند حسابه طرح توزيعات الأسهم الممتازة من الأرباح الصافية، وفي حال تغير عدد الأسهم خلال العام نتيجة التخفيض أو الزيادة فيتم حساب المتوسط المرجح، كما يجبر المؤسسات المطبقة للمعايير سواء كانت مدرجة أو غير مدرجة الإعلان عن ربحية السهم، وتحسب كما يلي:

ربحية السهم = الربح الصافي المتاح لحملة الأسهم / عدد الأسهم العادية

يلعب هذا المؤشر دورا مهما في التحليل الاستثماري لأنه يساعد على ما يلي[5]:

- التنبؤ بالأرباح المتوقعة وتوزيعها.
- معدلات النمو المتوقع تحقيقها.

[1] Razak A and al, Op Cit, pp 131-138.
[2] Herawati Aty, Putra Angger Setiadi, Op Cit, pp. 316 - 326
[3] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص89.
[4] علي عباس، مرجع سابق، ص 79
[5] مفلح عقل، مرجع سابق، ص244.

- وضع السياسات الخاصة بالأرباح حيث تحدد المؤسسة هدفها بتحديد عائد معين.

ب. مؤشر سعر السهم إلى ربحيته Price Earnings Ratio (PER) .

يبين هذا المؤشر المبلغ الذي يكون المستثمرون على استعداد لدفعه لقاء الحصول على وحدة نقدية واحدة من أرباح سهم معين، ويحسب كما يلي[1]:

سعر السهم إلى ربحيته = القيمة السوقية للسهم / ربحية السهم

تدل النسبة المرتفعة إلى أن المستثمرين يدفعون أكثر مقابل الأرباح[2]، لأنهم يتوقعون أن للمؤسسة مستقبل واعد وملامح النمو لديها كبيرة[3]، والسبب في ذلك هو توقعاتهم لنمو سريع في الأرباح المستقبلية للمؤسسة وفي الأرباح الموزعة وهو ما يؤدي إلى تزايد الطلب على السهم مما يرفع قيمته السوقية، وتنخفض النسبة لدى المؤسسات ذات المخاطر المرتفعة والمؤسسات ذات النمو العادي بسبب توقعات معدلات نمو مستقبلية صغيرة[4].

ت. مؤشر سعر السهم إلى تدفقه النقدي Price Cash Flow Ratio.

ترتبط القيمة السوقية للسهم في بعض القطاعات بالتدفق النقدي المتاح لسهم أكثر من ارتباطه بربحيته، وفي مثل هذه الحالات يتتبع المتعاملون في أسواق رأس المال مؤشر سعر السهم إلى تدفقه النقدي، والذي يحسب كما يلي[5]:

مؤشر سعر السهم إلى تدفقه النقدي= القيمة السوقية للسهم/ التدفق النقدي المتاح للسهم

يشير انخفاض المؤشر إلى أن المؤسسة تولد نقودا وفيرة لم يمتصها سعر السهم الحالي والعكس صحيح[6]، يعني أن هذا المؤشر له تأثير إيجابي على القيمة السوقية للسهم.

تتم متابعة هذا المؤشر خلال سنوات نشاط المؤسسة ومقارنته مع متوسط القطاع من أجل معرفة درجة المخاطرة لديها وملامح النمو مقارنة مع بالمؤسسات الناشطة في نفس القطاع، للإشارة فان التدفق النقدي يمثل الربح المتاح لحملة الأسهم مضافا إليه أعباء التدني والاهتلاك.

---

[1] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, p100.
[2] De Bondt.W F M, Thaler R H, Does the stock market overreact?, The Journal of Finance, Vol 40, No 3, 1985, pp793-805.
[3] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, p100.
[4] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص91
[5] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, p101.
[6] Akhtar Tahir, Market multiples and stock returns among emerging and developed financial markets, Borsa Istanbul Review, Vol 21, No 1, 2021, Pages 44-56, p48.

ث. مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية Market Book Ratio.

مؤشر MV/BV لـ (William Fruhan 1980) يقارن بين الرسملة الخاصة بسوق رأس المال والأموال الخاصة من خلال قيمتها الدفترية[1]، ويحسب كما يلي[2]:

مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية = القيمة السوقية للسهم / القيمة الدفترية للسهم

يعد من أهم المؤشرات، لأن المؤسسات ذات الأداء الجيد التي يكون فيها مؤشر العائد على حقوق الملكية مرتفع تتداول أسهمها بقيم مرتفعة بالمقارنة مع قيمتها الدفترية[3]، ما يعني أن تقديرات المساهمين والمستثمرين تكون متفائلة بالنسبة لقدرة المؤسسة على خلق القيمة[4]، على عكس أسهم المؤسسات التي يكون يكون فيها العائد على حقوق الملكية متدني[5] الذي يعني تقديرات المساهمين والمستثمرين تكون متشائمة ويتوقعون تراجع القيمة[6].

ج. طبيعة تأثير مؤشرات السوق على القيمة السوقية للأسهم.

توصل (Fama, French 1992) إلى أن المؤشر PER ومؤشر MV/BV لهما تأثير كبير على عوائد الأسهم في بورصة نيويورك[7]، واختبر (Rousseau, Rensburg 2003) العوائد الشهرية للأسهم المدرجة في بورصة جوهانسبرج للفترة من يناير 1982 إلى أغسطس 1998، ووجدوا أن أفضل مؤشر للتنبؤ بعوائد الأسهم هو PER[8]، ووجد كل من (Lakonishok and al 1994)[9]، (White 2000)[10]، (Funda 2010)[11] تأثيرا إيجابيا للمؤشر PER على عوائد الأسهم.

[1] William Fruhan, Levitz Furniture, A Case History in the Creation and Destruction of Shareholder Value, Financial Analysts Journal, Vol 36, No 2, 1980, PP 25-45.
[2] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, p101.
[3] Ibid, p101.
[4] Gregory Denglos , La création de valeur, Dunod, Paris, 2003, P 15.
[5] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, p101.
[6] Gregory Denglos, Op. Cit, P 15.
[7] Fama E F, French R F, The Cross-Section of Expected Stock Returns, Op. Cit, pp 472-465.
[8] Rousseau R, Rensburg P V, Time and the payoff to value investing, Journal of Asset Management, Vol 4, No 5, 2003, pp 318-325.
[9] Lakonishok J, Shleifer A, Vishny R W, Contrarian investment extrapolation and risk, The Journal of Finance, Vol 49, No 5, 1994, pp 1541-1578.
[10] White, C. B, What PER will the U.S. stock market support? Financial Analysts Journal, Vol 56, No 6, 2000, pp 30-38.
[11] Funda H, An empirical investigation of the relationship among PER ratio, stock return and dividend yields for Istanbul stock exchange. International Journal of Economics and Finance Studies, Vol 2, No 1, 2010, pp 15-23.

وبالنسبة لبورصة الجزائر فقد توصلت دراسة (كسري أسماء 2015) إلى وجود تأثير إيجابي لكل من (PER،EPS) على القيمة السوقية لأسهم مؤسسة الأوراسي[1]، وقد أكدت هذه النتيجة في دراسة (كسري أسماء 2016)[2]، أما دراسة (صالحي وقتال 2020) فقد توصلت إلى وجود علاقة ضعيفة بين المؤشر (EPS) والقيمة السوقية لسهم مؤسسة أليانس[3].

وقد أكدت دراسة (Ozturk and Karabulut 2020) هذه النتائج من خلال توصلها إلى أن المؤشر (PER) له تأثير إيجابي على عائدات أسهم مؤسسات التي تنتمي إلى قطاع التكنولوجيا والاتصالات المدرجة في بورصة اسطنبول[4]، فيما توصلت دراسة (Agirman, Yilma 2018) إلى عدم وجود تأثير للمؤشر PER على مؤشر بورصة اسطنبول (BIST100)[5].

توصلت دراسة (Lakonishok and al 1994) إلى وجود أثر إيجابي لمؤشر التدفق النقدي على عوائد أسهم المؤسسات غير المالية المدرجة في بورصة نيويورك[6]، ونفس الشيء بالنسبة لدراسة (Chan, Chen 1991) التي أجريت على بورصة اليابان[7]، فيما توصلت دراسة (Barbee and al 2008) إلى وجود تأثير سلبي[8].

أما المؤشرMV/BV فقد توصلت دراسة (Agirman, Yilma 2018) إلى تأثيره الإيجابي على المؤشر BIST100[9]، نفس النتيجة توصلت لها دراسة (Thomas Arkan 2016) بتأثيره الإيجابي على القيمة السوقية للأسهم في القطاعات الثلاث محل الدراسة (الصناعي، الاستثماري، الخدماتي)، فيما كان تأثير مؤشر EPS إيجابي على أسعار أسهم المؤسسات التابعة للقطاع الخدماتي فقط [10].

---

[1] كسري أسماء، أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات، مرجع سابق، ص170.

[2] كسري أسماء، دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمة السوقية للأسهم، مرجع سابق، ص ص 204-218.

[3] محمد يزيد صالحي، عبد العزيز قتال، تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات خلال الفترة (2012-2018)، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 07، العدد 02، 2020، ص ص 710-725.

[4] Ozturk Hakki, Karabulut Tolun A, Impact of financial ratios on technology and telecommunication stock returns: evidence from an emerging market, Investment Management and Financial Innovations, Vol 17, No 2, 2020, pp 76-87.

[5] Ensar Agirman, Omer Yilma, Value of Financial Ratios in Predicting Stock Returns: A Study On Borsa Istanbul (BIST), Business, Economics and Finance -JBEF, Vol 7, N 2, 2018, p.191-199.

[6] Lakonishok J, Shleifer A, Vishny R W, Op. Cit, pp 1541-1578.

[7] Chan L K C, Chen N F, Structural and return characteristics of small and large firms, The Journal of Finance, Vol 46,No 4, 1991, pp1476-1484.

[8] Barbee W, Jeong J G, Mukherji S, Relations between portfolio returns and market multiples, Global Finance Journal, Vol 19, No 1, 2008, pp 1-10.

[9] Ensar Agirman, Omer Yilma, Op Cit, pp 191-199.

[10] Thomas Arkan, Op Cit, pp 13-26.

ثانيا: المؤشرات الحديثة.

تعرضت المؤشرات التقليدية للعديد من الانتقادات نظرا لكون البيانات المحاسبية التي يتم الاعتماد عليها في حسابها قد تكون مشوهة، كما أنها قد يتم التلاعب بها من طرف المديرين وبالتالي قد لا تعكس هذه المؤشرات الأداء الحقيقي للمؤسسة، وهو ما فتح المجال لظهور مؤشرات حديثة من أجل التغلب على العيوب التي ظهرت في المؤشرات التقليدية، وقد تصدرت مؤسسة "Stern Stewart & Co" الاستشارية (أصبحت مؤسسة Stern Value Management بعد 2013) المشهد وقامت بحملة تسويقية كبيرة لشرح المؤشرات EVA و MVA التي ابتكرهما كل من Joel Stern and Bennett Stewart.

1. القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added (EVA).

يعتبر هذا المؤشر معيارا لقياس الأداء من خلال تحديد الأساليب التي تساهم في رفع قيمة المؤسسة أو القضاء عليها، بمعنى أنه مؤشر يقوم بقياس أداء المسيرين أمام المساهمين، حيث يعبر الهامش الناتج عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة وتكلفة الموارد التي استخدمتها[1].

وقد قامت مؤسسة Stern Stewart بتحديد EVA كما يلي[2]:

القيمة الاقتصادية المضافة = نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضريبة– (التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال * الأموال المستثمرة)

من المعادلة يتبين لنا أن EVA لكي تتزايد من سنة لأخرى يجب أن يكون العائد على الأموال المستثمرة في الاستغلال أكبر من تكلفتها في كل سنة، لهذا تعتبر EVA تقدير حقيقي للأرباح الاقتصادية السنوية للمؤسسة، وتختلف عن الربح المحاسبي، لأنها تمثل الدخل المتبقي بعد خصم تكلفة رأس المال بالكامل، بما في ذلك تكلفة الأموال الخاصة، بينما الربح المحاسبي يتم حسابه دون فرض تكلفة على الأموال الخاصة، هذه التكلفة هي تكلفة الفرصة البديلة ولا تعتبر تكلفة محاسبية، مع ذلك هي حقيقية[3].

مؤشر EVA يقيس مدى زيادة المؤسسة لقيمة المساهمين، لذلك إذا ركز المديرون على هذا المؤشر فسيساعدهم على ضمان عملهم بطريقة تتماشى مع زيادة ثروة المساهمين وهذا من خلال ثلاث طرق[4]:

[1] هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس الأداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، المجلد 07، العدد 07، 2010، ص 61.

[2] Joel M Stern, G. Bennett Stewart, Donald H Chew, Eva®*: An Integrated Financial Management System, European Financial Management, Vol 2, No 2, 1996, p 236.

[3] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, P69.

[4] Joel M Stern, G Bennett Stewart, Donald H Chew, Op Cit, p 236.

- القيام بزيادة العائد على الأصول المستغلة فعلا عن طريق تشغيلها بأكثر كفاءة دون استثمار أي رأس مال إضافي.
- استثمار رأس مال إضافي طالما أن العائد المحقق يتجاوز تكلفة رأس المال الجديد.
- التوقف عن الاستثمار في الأنشطة التي تحقق عوائد دون المستوى، والبحث عن طرق لتحرير رأس المال منها.

قد تميل المؤسسة إلى تعظيم قيمة EVA قصيرة الأجل عن طريق تخفيض حجم الاستثمار والتخفيض المصطنع لرأس المال العامل، ولكن هذه الإستراتيجية قد تكون ضارة لمستقبل المؤسسة[1]، لأنه قد يفقدها عوائد على الاستثمارات التي ضيعتها أكبر من تكلفة الأموال التي قد تستثمرها.

- **طبيعة تأثير EVA على القيمة السوقية للأسهم.**

أثبت العديد من الدراسات الأثر الايجابي للقيمة الاقتصادية المضافة على القيمة السوقية للأسهم، مثل دراسة (O'Byrne 1999) التي توصل من خلالها إلى أن الارتباط بين المؤشر EVA والقيمة السوقية للأسهم كان إيجابي وأكبر مقارنة بالمؤشرات التقليدية[2]، وكذا توصلت دراسة (Parvaei, Farhadi 2013) أن المؤشر EVA يتفوق بشكل كبير على المؤشرات التقليدية في تفسير حركة أسعار الأسهم [3].

فيما أثبتت دراسة (Mansoor Maitah and al 2015) أن سياسة الاستثمار في أسهم المؤسسات المدرجة في بورصتي القاهرة والاسكندرية التي تعتمد على المؤشرات التقليدية كانت متفوقة على تلك السياسات المعتمدة على مؤشر EVA[4]، ونفس الشيء بالنسبة لدراسة (إسماعيل 2006) التي خلصت إلى أن EVA لم يتفوق على النتيجة الصافية في تفسير حركة أسعار الأسهم[5]، وقد كانت دراسة (Biddle and al 1997) من أولى الدراسات التي اعترضت على أن EVA لها القدرة على تفسير حركة أسعار الأسهم أكثر من المؤشرات التقليدية، حيث توصلت إلى أن الأرباح المحاسبية تتفوق على مؤشر EVA في ذلك[6].

[1] Pierre Vernimmen and Al, Finance d'entreprise, 13éme édition, 2015, Op. Cit, p495.
[2] O'Byrne S F, EVA and its critics, Journal of Applied Corporate Finance, Vol 12, No 2, 1999, pp 92-96.
[3] Parvaei A, Farhadi S, The ability of explaining and predicting of Economic Value Added (EVA) versus net income (NI), residual income (RI) & free cash flow (FCF) in Tehran stock exchange (TSE). International Journal of Economics & Finance, Vol 5, No 2, 2013, PP 67-77.
[4] Mansoor Maitah and al, Economic Value Added and Stock Market Development in Egypt, Asian Social Science; Vol 11, N 3, 2015, pp 126-134.
[5] Ismail A, Is Economic Value Added more associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence. International Journal of Managerial Finance, Vol 2, No 4, 2006, 343-353.
[6] Biddle G, Bowen R, Wallace J, Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values, Journal of Accounting & Economics, Vol 24, No 3, 1997, 301-336.

2. القيمة السوقية المضافة Market Value Added (MVA)

الهدف الأساسي لمعظم المؤسسات هو تعظيم ثروة المساهمين، من الواضح أن هذا الهدف يفيد المساهمين ويساعد أيضا على ضمان تخصيص الموارد النادرة بكفاءة مما يعود بالفائدة على الاقتصاد[1]، بالنسبة للمؤسسات المدرجة، يتم حساب القيمة السوقية المضافة للمؤسسات المدرجة كما يلي[2]:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للأسهم – القيمة الدفترية للأسهم

يعتبر مؤشر MVA أداة فعالة يقدم تقييمات السوق لأداء المؤسسة، إذا كان السوق يقدر المؤسسة أكثر من قيمة رأس المال المستثمر، فهذا يعني أن الإدارة قادرة على خلق ثروة للمساهمين، ونجاح الإدارة في ذلك يعطي إشارات إيجابية للمستثمرين والمساهمين للاستثمار في أسهم تلك المؤسسة، بمعنى أنه كلما زادت MVA كان العمل الإداري أكثر نجاحا وهو ما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

- **طبيعة تأثير MVA على القيمة السوقية للأسهم.**

توصلت دراسة (Utamia M, Darmawanb 2019) التي اختبرت تأثير MVA على أسعار أسهم 53 مؤسسة مدرجة في بورصة اندونيسيا[3]، ودراسة (Panahi and al 2014) التي اختبرت تأثير نفس المؤشر على أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة طهران، إلى التأثير الإيجابي لمؤشر MVA على القيمة السوقية للأسهم، نفس النتيجة توصلت لها دراسة (أشرف صلاح، عبد الرؤوف جريد 2019) التي اختبرت التأثير على مؤشر بورصة القاهرة (EGX30)[4]، ودراسة (السعدي 2017) التي اختبرت التأثير على أسعار أسهم المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

[1] Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Op Cit, P67
[2] Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, Op. Cit, p495.
[3] Utamia Martina Rut, Darmawan Arif, Effect of DER, ROA, ROE, EPS and MVA on Stock Prices in Sharia Indonesian Stock Index, Journal of Applied Accounting and Taxation, Vol. 4, No. 1, 2019, pp 15-22.
[4] أشرف صالح، عبد الرؤوف عبد الله جريد، دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم أسهم شركات مؤشر EGX30 المدرجة في البورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد 10، العدد 03.

خلاصة.

تولي الهيئات المشرفة على أسواق رأس المال اهتماما كبيرا بشأن إعداد والإفصاح عن المعلومات المحاسبية، وهذا ما تؤكده القوانين التي تلزم المؤسسات بإعداد تقاريرها المالية وفقا للمعايير المحاسبية ونشرها والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة، لكي يستطيع المستثمر الاعتماد عليها في اتخاذ قرار التداول.

يستهدف المستثمر في سوق رأس المال الأسهم التي تحقق له أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر، أو الأسهم التي تحقق أقل مستوى من الخطر في ظل مستوى معين من العائد، وهذا قد لا يكون متاح للمستثمر لأن الارتفاع في العائد يرافقه ازدياد في مستوى المخاطرة، ووفقا لذلك فإن المستثمرين غالبا ما يواجهون هدفين متناقضين يصعب تحقيقهما في آن واحد.

يعتمد المستثمرون في تحليلهم للمعلومات على أسلوبين، أسلوب التحليل الفني الذي يهتم بدراسة السجل التاريخي للتغير في القيمة السوقية للسهم على أمل اكتشاف نمط لهذا التغير، معتمدين على خرائط ومنحنيات بيانية تسهل لهم عملية التحليل، أدى تواصل الدراسات التي تهتم بحركة أسعار الأسهم إلى استنتاج استحالة التنبؤ بحركة أسعار الأسهم استنادا لأسعارها الماضية فقط، لأن التغيرات التي تطرأ عليها يتحكم فيها عدد لا متناهي من العوامل.

الأسلوب الثاني الذي يعتمد عليه في تحليل المعلومات وهو التحليل الأساسي، الذي يركز على دراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية للبلد ممثلة بمؤشرات الاقتصاد الكلي، حالة القطاع الذي تنتسب إليه المؤسسة، والمحيط الداخلي الذي يتعلق بالأداء المالي للمؤسسة، والذي يستوجب تحليل المركز المالي من خلال المؤشرات المالية للوقوف على نقاط القوة أو الضعف.

يختلف تحليل المعلومات من مستثمر لآخر لأنه قد تتدخل عوامل نفسية تعكس ميولاتهم، لتعبر إما عن تفاؤل أو تشاؤم بشأن اتجاه القيمة السوقية للسهم مستقبلا، وتعرف بعوامل المالية السلوكية.

الفصل الثالث:

دراسة تطبيقية لأثر المؤشرات المالية لمؤسستي صيدال والأوراسي على القيمة السوقية لسهميهما

تمهيد.

تماشيا مع تبنى الجزائر الاقتصاد السوق في أواخر ثمانينيات القرن الماضي، وفي ظل الإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها، اقتضت الضرورة إنشاء سوق مالي يواكب جميع التطورات الاقتصادية، من أجل خوصصة المؤسسات العمومية وتدعيم النظام المالي بآلية جديدة للتمويل، ولكي تؤدي السوق الدور المنوط بها، أنشأت هيئات تنظيمية تشرف على تسييرها وتضمن توفير معلومات ذات مصداقية للمتعاملين في السوق يعتمدون عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

أكدت معظم الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في أسواق رأس المال على أهمية هذا النوع من المعلومات في تأثيره على القيمة السوقية للأسهم، ومن هذا المنطلق تكونت فكرة القيام بهذه الدراسة وإسقاط الجانب النظري لها على البيئة الجزائرية من خلال بورصة الجزائر.

حيث سنقوم من خلال هذا الفصل بتقديم مفصل لبورصة الجزائر، بالإضافة لتحليل تطور المتغيرات التي تضمنها نموذجي الدراسة، وفي الأخير نقوم بدراسة قياسية تختبر أثر المؤشرات المالية المستخرجة من المعلومات المحاسبية التي تتضمنها القوائم المالية والمفصح عنها بشكل سنوي ببورصة الجزائر، والقيمة السوقية للأسهم العادية لكل من مؤسسة صيدال ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي بالاعتماد على منهجية ARDL.

وفي هذا السياق سيتم تقسيم هذا الفصل للمباحث التالية:

- تقديم عام لبورصة الجزائر.
- متطلبات الإفصاح في بورصة الجزائر.
- تقديم مؤسسات ومتغيرات الدراسة.
- دراسة قياسية لتأثير المؤشرات المالية لمؤسستي صيدال والأوراسي على القيمة السوقية لسهميهما.

المبحث الأول: تقديم عام لبورصة الجزائر.

عمدت الدولة الجزائرية في بداية التسعينيات من القرن العشرين وسعيا منها لمواكبة التحول الاقتصادي إلى تزويد نظامها المالي بسوق للأوراق المالية من أجل إنجاح عمليات الخوصصة الجزئية لبعض المؤسسات العمومية وتوفير آلية تمويل جديدة مكملة لآلية التمويل البنكي، وفيما يلي نبذة تاريخية عن نشأة بورصة الجزائر وهياكلها أقسامها الرئيسية، ومتطلبات الدخول إلى هذه السوق.

المطلب الأول: نشأة وهيكلة بورصة الجزائر.

يدخل إنشاء بورصة الجزائر في إطار عملية إعادة هيكلة الاقتصاد الوطني ولاسيما القطاع المالي منه، ومن أجل ضمان السير الحسن لها وإضفاء الشفافية عليها تم إنشاء هيئات تنظم عمليات البورصة كإدراج المؤسسات وتداول أسهمها، وتحمي المستثمرين من الغش والتزوير.

أولا: مراحل إنشاء بورصة الجزائر.

في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي تبنتها السلطات الجزائرية سنة 1987، والتي شرعت في تنفيذها في سنة 1988، ظهرت فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية، وهي الفكرة التي دعمتها القوانين التي صدرت في نفس السنة والمتمثلة في مايلي:

- **القانون رقم 01/88**: المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية EPE.
- **القانون رقم 03/88**: إنشاء ثمانية صناديق للمساهمة التي تقاسمت فيما بينها رأسمال المؤسسات العمومية بعدما تم طرحه في شكل عدد من الأسهم، وعلى هذا الأساس تحولت الشركات العمومية إلى شركات مساهمة.
- **القانون رقم 04/88**: وهو القانون المعدل والمتمم للأمر 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 والمتضمن للقانون التجاري.

ومن ثم أصبح من غير المنطقي تصور وجود شركات مساهمة دون وجود بورصة للأوراق المالية لتداول هذه الأسهم، ليستقر الأمر فيما بعد بإنشاء بورصة الجزائر، ولقد مرت فترة إنشاء بورصة الجزائر بالمراحل التالية:

1. المرحلة التقريرية 1990 – 1992.

تجسدت هذه المرحلة بصدور المرسوم التنفيذي 90-101 المتعلق بإمكانية تحويل ديون الخزينة المترتبة على المؤسسات العمومية إلى قيم منقولة[1]، كما صدر مرسوم آخر 90-102 يحدد أشكال شهادات الأسهم التي يمكن للمؤسسات العمومية الاقتصادية إصدارها[2]، وفي 09 ديسمبر 1990 اتخذت الحكومة قرارا بإنشاء شركة القيم المنقولة، وهي شركة ذات أسهم متكونة من مجموعة مساهمين يمثلون صناديق المساهمة الثمانية[3].

كما تم في هذه الفترة صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 متمثلة في[4]:

- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 الذي يحدد أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط إصدارها.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة البورصة.
- المرسوم التنفيذي رقم 91-179 يختص بتنظيم المعاملات على القيم المتداولة.

2. المرحلة الابتدائية 1993– 1996.

تم في هذه المرحلة وبمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة، والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر.

فبموجب المرسوم الأول تم تعديل القانون التجاري الذي لم يكن يتوافق مع شروط سير البورصة خاصة فيما يتعلق بالقانون رقم 88-04 والذي كان يمنع عملية تنازل الشركات عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، حيث تم إدخال بعض التعديلات المتعلقة أساسا بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة[5].

---

[1] المرسوم التنفيذي رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس1990 المتعلق بتحويل ديون الخزينة المترتبة على المؤسسات العمومية إلى قيم منقولة وتجميدها وبين شروط إصدارها، الجريدة الرسمية، العدد 14، الصادرة في 04 أفريل 1990، ص471.

[2] المرسوم التنفيذي رقم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990، المتعلق بتحديد أشكال شهادات الأسهم الممكن إصدارها من المؤسسات العمومية الاقتصادية لفائدة مؤسسات عمومية اقتصادية أخرى وشروط إبرام الصفقات بها، الجريدة الرسمية، العدد14، الصادرة في 04 أفريل 1990، ص471.

[3] سعيدي حنان، دور التحليل الأساسي في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية –دراسة حالة الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر، أطروحة دكتواره في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، جامعة الجزائر3، 2018-2019، ص151.

[4] مختار عيواج، بورصة الأوراق المالية ودورها في خوصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2013 ، ص245.

[5] المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 75 -59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1997 المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادرة في 27 أفريل 1993.

وتضمن المرسوم رقم 93-10 الإطار التنظيمي لبورصة القيم المنقولة، حيث تم تأسيس البورصة وحدد الهيئات العاملة فيها كلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBVM، ومنع إجراء أية مفاوضة للقيم المنقولة إلا داخل مقصورة وعن طريق الوسطاء المعتمدين[1].

3. مرحلة الانطلاقة الفعلية من 1996 إلى حد الآن.

عرفت هذه المرحلة إصدار ترسانة من المراسيم والأنظمة القانونية لتهيئة الظروف الملائمة لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم وضع نص قانوني لإنشائها وتنظيمها، وأصبح لديها مكان مادي، وتم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلى جانب شركة تسيير القيم، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل، ومع بداية سنة 1997 تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية الذين يمثلون مختلف المؤسسات المالية، وتم تكوينهم من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عن طريق الاستعانة بالخبراء الأجانب[2].

يعتبر القرض السندي لشركة سوناطراك أول قيمة منقولة تم إصدارها في السوق الأولي بتاريخ 12 جانفي 1998، وهو ما فتح المجال للقيام بإصدارات أخرى للقيم المنقولة كالأسهم، للإشارة فإنه سبعة مؤسسات فقط قامت بإصدار أسهمها في بورصة الجزائر هي مؤسسة الرياض سطيف، المجمع الصناعي صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، شركة أليانس للتأمينات، شركة العصائر والمشروبات رويبة، شركة بيوفارم، إضافة إلى مؤسسة AOM Invest التي تعتبر المؤسسة الأولى والوحيدة (إلى غاية أوت 2021) التي تم إصدار أسهمها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وتم الانتقال من مرحلة الإصدار إلى مرحلة التداول، حيث كانت أول جلسة تسعير في 13 سبتمبر 1999 حيث تم القيام بتسعير سهم الرياض سطيف، وبعد أسبوع تم تسعير أسهم مجمع صيدال، أما سهم مؤسسة الأوراسي فتم تسعيره في 2000/02/14، أما سهم شركة AOM Invest فتم أول تسعير له في جلسة 12 ديسمبر 2018، أما بالنسبة للسندات تم تسعير سندات شركة سوناطراك في أكتوبر 1999[3].

---

[1] المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، رقم34، الصادرة في 23ماي1993.

[2] سعيدي حنان، مرجع سابق، ص153.

[3] بورصة الجزائر، بيانات التداول، السوق الرسمي، حصيلة النشاط السنوي، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc، تاريخ الإطلاع: 2021/05/08.

وقد أنشئت هيئة المؤتمن المركزي سنة 2003[1]، فيما تم إنشاء سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2012[2].

ثانيا: الهيئات التنظيمية.

من أجل ضمان السير الحسن لبورصة الجزائر تم إنشاء مجموعة من الهيئات وذلك بموجب المرسوم التشريعي رقم 93 -10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المتعلق ببورصة الجزائر، والذي ينص على أن بورصة القيم المنقولة تشمل على مايلي[3]:

I. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB.

1. تعريفها.

هي سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة[4] المعدل والمتمم بالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري سنة 2003.

2. مهامها.

تمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولاسيما من خلال السهر على[5]:

- حماية المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للإدخار.
- لا تخضع لرقابة اللجنة المنتوجات المالية المتداولة في السوق التي هي تحت سلطة بنك الجزائر.

---

[1] بورصة الجزائر، المتدخلون في السوق، المؤتمن المركزي، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=153 تاريخ الإطلاع: 2021/05/08.

[2] بورصة الجزائر، النصوص التنظيمية، النصوص المتعلقة ببورصة القيم المنقولة، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=207، تاريخ الإطلاع: 2021/05/08.

[3] القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93 -10 المؤرخ في 23 ماي 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 11، الصادرة في 19 فيفري 2003، المادة 03.

[4] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مهام، متوفر على الموقع: https://www.cosob.org/ar/missions/، تاريخ الإطلاع: 2021/05/05.

[5] المادة 14 من القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 11، الصادرة في 19 فيفري 2003

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

وبهذه الصفة تقدم اللجنة تقريرا سنويا عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة.

3. التشكيل.

تتكون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من رئيس وستة أعضاء، حيث يعين الرئيس لمدة أربعة سنوات بموجب مرسوم رئاسي[1]، فيما يعين الأعضاء بموجب قرار من وزير المالية بناء على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي لمدة أربعة سنوات تبعا للتوزيع التالي[2]:

- قاض يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة.
- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

II. شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBVM.

تأسست شركة تسير بورصة القيم المنقولة بموجب المرسوم التشريعي 93-10 تحت مسمى شركة القيم المنقولة، وخلال سنة 2003 تمت إعادة تسميتها بشركة تسير بورصة القيم المنقولة، وفقا للقانون 03-04[3].

1. تعريفها.

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم المعروفة اختصارا SGBV في 27 شارع العقيد عميروش الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485.2 مليون دج، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997، وتمثل الشركة إطارا منظما

[1] المادة 21 من المرسوم التشريعي رقم 93 -10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادرة في 23 ماي 1993.

[2] المادة 13 من القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 11، الصادرة في 19 فيفري 2003.

[3] المادة 08 من القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 11، الصادرة في 19 فيفري 2003.

ومضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها، وقد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة[1].

2. تشكيلها.

تتكون شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من مجلس للإدارة بالإضافة للجنة تشرف على التداول تضم ثلاثة أعضاء على الأقل.

أ. مجلس الإدارة

يتكون مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من البنوك الستة المساهمين الوسطاء في عمليات البورصة (BDL، BEA، BADR، CPA، BNA، CNEP Banque)، بالإضافة إلى المدير العام[2].

ب. لجنة التداول.

تم تنصيب لجنة التداول المنصوص عليها في المادة 15 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم SGBV/02/98 المتضمن قواعد تسيير حصص التداول، ابتداءا من حصة التداول المنعقدة في يوم 16 أفريل 2001[3].

3. مهامها.

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية[4]:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.

---

[1] بورصة الجزائر، الرئيسية، عن البورصة، شركة تسيير بورصة القيم، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141، تاريخ الإطلاع: 2021/05/10.

[2] بورصة الجزائر، الرئيسية، عن البورصة، مجلس الإدارة، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=142، تاريخ الاطلاع: 2021/05/11.

[3] بورصة الجزائر، الرئيسية، عن البورصة، لجنة التداول، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=143، تاريخ الإطلاع: 2021/05/11.

[4] المادة 18، المرسوم التشريعي 93-10، مرجع سابق.

- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) .

III. المؤتمن المركزي (الجزائر للتسوية).

1. تعريفه.

هي شركة ذات أسهم، تضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم للعمليات التي تتم داخل وخارج شركة تسيير القيم المنقولة، المساهمة في رأسمال الجزائر للتسوية مفتوحة للوسطاء في عمليات البورصة، للشركات المصدرة للسندات ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمان بقوة القانون[1].

2. مهامه

تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 بالعمليات التالية[2]:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات (TCC) المتدخلين.
- مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين.
- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال..).
- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته وفقا للمعايير الدولية.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

يساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/التسليم وغيرها من العمليات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق)، ويمارس أنشطته تحت مراقبة COSOB[3]

---

[1] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤتمن المركزي، متوفر على الموقع: https://www.cosob.org/ar/algerie-clering/، تاريخ الاطلاع: 2021/05/13.

[2] بورصة الجزائر، الرئيسية، المتدخلون في السوق، المؤتمن المركزي، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=153، تاريخ الاطلاع: 2021/05/12.

[3] المادة 19 مكرر 04، القانون 03-04، مرجع سابق.

3. المنخرطون في المؤتمن المركزي.

يتمثل تشكيل المؤتمن المركزي في الهيئات والمؤسسات التالية[1]:

- البنوك والمؤسسات المالية.
- الوسطاء في عمليات البورصة.
- المتخصصون في سندات الخزينة العامة.
- الأشخاص المعنويون الذين يصدرون سندات.
- المؤتمنون المركزيون الأجانب.

4. السندات المقبولة في عملياته.

تتمثل الأوراق المالية المقبولة في عملياته في ما يلي[2]:

- القيم المنقولة (الأسهم، سندات الدين..) المسعرة أو غير المسعرة في البورصة.
- سندات الخزينة العامة، سندات الدين القابلة للتداول.
- حصص أو أسهم هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- السندات ذات الطبيعة المصدرة على أساس القوانين الأجنبية.
- كل مجموعة السندات التي تخول حائزيها حقوقا مماثلة.

المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الجزائر.

يتمثل المتدخلون في مختلف المتعاملين المعتمدين من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها طبقا للتشريع المنظم للمهنة، وفي ما يلي سنستعرض المهنيين الفاعلين في بورصة الجزائر.

I. الوسطاء في عمليات البورصة (IOB).

حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم بالقانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة.

[1] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المؤتمن المركزي، مرجع سابق.

[2] نفس المرجع.

1. تعريف: يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة بعد اعتماد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض، والبنوك والمؤسسات المالية[1].

2. المهام: يمكن للوسيط في عمليات البورصة ممارسة نشاط واحد أو عدة نشاطات من النشاطات التالية[2]:

- التفاوض لحساب الغير.
- التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب.
- الاستشارة في مجال توظيف القيم المنقولة.
- تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية، بمعنى البحث أو العثور على مكتتبين أو مشتري السندات لحساب مصدر يلجأ علنا إلى الادخار.
- ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة: ضمان النجاح في المسعى هو الالتزام الذي يحمي به الوسيط في عمليات البورصة المصدر ضد فشل عملية اللجوء العلني للادخار بضمان اكتتاب أو شراء حد أدنى للقيم المنقولة المصدرة أو المعروضة للبيع بصفة لا رجوع فيها، أما الاكتتاب المضمون يتمثل في الاكتتاب والشراء مباشرة من عند المصدر أو من عند المتنازل للقيم المنقولة قصد بيعها.
- التداول للحساب الخاص بالوسيط.
- حفظ القيم المنقولة و إدارتها.
- إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة رأسمال وإدماج وإعادة شراء المؤسسات.

يمكن للجنة COSOB أن تحدد الاعتماد المقدم للوسيط في عمليات البورصة في جزء من النشاطات المذكورة سابقا، وفي حالة الاحتجاج يمكن لطالب الاعتماد المتضرر أن يرفع طعنا[3].

3. الوسطاء المعتمدون من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: تتضمن بورصة الجزائر حاليا إحدى عشر وسيط في عمليات البورصة:

[1] المادة 04 من القانون 03-04، مرجع سابق.

[2] المادة 02، القرار رقم 15-01، المؤرخ في 15 أفريل 2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

[3] المادة 05، القانون 03-04، مرجع سابق.

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)
- بنك التنمية المحلية (BDL).
- البنك الخارجي الجزائري (BEA).
- البنك الوطني الجزائري (BNA).
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP-Banque).
- القرض الشعبي الجزائري (CPA).
- بي ان بي باريبا الجزائر (BNP Paribas El dajazair).
- سوسيتي جينرال –الجزائر (Société Générale Algérie).
- تل ماركتس (Tell Markets).
- بنك البركة الجزائر (alBaraka)
- بنك السلام الجزائر (alsalam algeria)

II. حافظوا السندات– ماسكوا الحسابات TCC.

1. تعريف: يتمثل حفظ السندات (مسك الحسابات) في التسجيل في حساب السندات المقتناة باسم صاحبها وفقا للميزات الخاصة بكل سند[1].

2. المهام: تتمثل مهامهم في ما يلي[2]:

- حفظ وإدارة السندات التي يعهد له بها باسم أصحابها.
- ينفذ التعليمات التي يستلمها (التداول والرهن والنقل والتحويل..).
- يطبق العمليات على السندات (دفع الأرباح والفوائد ونقل الحقوق..).
- إعلام أصحاب السندات (كشف الحساب، كشف الحافظة، العمليات على السندات..).

III. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM)

يحدد الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، قواعد تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وتسييرها.

[1] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حافظوا السندات–ماسكوا الحسابات، متوفر على الموقع: https://www.cosob.org/ar/tcc/، تاريخ الاطلاع: 2021/05/12.

[2] نفس المرجع.

1. **تعريفها:** هي عبارة عن مؤسسات تهدف إلى تكوين محفظة للقيم المنقولة وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما كان حجمه لاستثماره في البورصة، ويتمثل المدخرون في أولئك الذين لا يرغبون في استثمار مدخراتهم مباشرة في السوق المالي وهذا راجع لعدم امتلاكهم الخبرة الكافية في القيم المنقولة وبالتالي يلجأون إلى هيئات التوظيف الجماعي بغية التسيير الجيد لمدخراتهم في القيم المنقولة[1].

2. **دورها:** من بين المزايا التي تتيحها هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ما يلي:

- تتيح للمستثمر إمكانية شراء و بيع القيم المنقولة في أي وقت.
- تكوين محافظ مالية متنوعة من الأوراق المالية هذا الأمر من شأنه أن يقلل من المخاطر.
- يستفيد المستثمر من تسيير أفضل للمحفظة المالية وذلك لتوفر مسيرين ذوي خبرة وكفاءة.
- ضمان توظيف آمن لمدخرات نظرا لأن هذه الهيئات تعمل تحت رقابة لجنة COSOB.

IV. مرقي البورصة Promoteur en bourse .

تطبيقا لأحكام المادة 46-02 لتنظيم اللجنة المتعلق بالنظام العام لبورصة الجزائر، المعدل والمتمم بالتنظيم رقم 12-01 يتعين على جميع الشركات الراغبة في إدراجها في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن يكون لها مرقي بورصة، سواء بالنسبة لعملية الإدراج وبعد الإدراج وكذا طوال فترة حياتها داخل البورصة.

1. **تعريفه:** مرقي البورصة هو مستشار مرافق، ويجب أن يكون وسيطا معتمدا في عمليات البورصة أو بنكا أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في مجالات المالية والقانون وإستراتيجية الأعمال، مع تمتعه بالخبرة الكافية في عمليات هيكلة رأس المال، واندماج وشراء المؤسسات، على أن يكون معترفا به ومسجلا لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها[2]، حيث يقوم بمرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حين إدراجها بالبورصة وخلال الثلاث سنوات التالية للإدراج[3].

[1] المادة 01، الأمر رقم 96-08، المؤرخ في 10 جانفي1996، المتعلق ببيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

[2] بورصة الجزائر، الرئيسية، سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة، مرقي البورصة، المهام، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&smod=139، تاريخ الاطلاع: 2021/05/15.

[3] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، راعي في البورصة، متوفر على الموقع:https://www.cosob.org/ar/promoteurs-en-bourse/، تاريخ الاطلاع: 2021/05/15.

2. المهام: يتدخل مرقي البورصة قبل وبعد إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة[1]:

- **مرحلة ما قبل الإدراج:** يجب على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعيين مرقي بورصة لمساعدتها عند إصدار سنداتها وفي تحضير عملية إدراجها، وهو يشهد من خلال توقيعه على المذكرة الإعلامية الخاضعة لتأشيرة (COSOB) أن المعلومات الواردة فيها مطابقة للواقع على حد علمه، وأن المذكرة لا يشوبها إغفال من شأنه أن يؤثر على الفهم والإدراك لما هو وارد فيها.
- **مرحلة الإدراج:** يجب على الشركة أن تبرم مع مرقي البورصة اتفاقية لمدة يتفق عليها بين الطرفين على أن لا تقل عن سنتين، ويجب إخطار COSOB في حال إنهاء الاتفاقية، لأنها ملزمة على الفور بتعيين مرقي بورصة جديد.
- **مرحلة ما بعد الإدراج:** يكلف مرقي البورصة بمراقبة المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة، وضمان إيفائها الدائم بالتزاماته القانونية والتنظيمية فيما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات، في حال حدوث تقصير من قبل المؤسسة المصدرة، ينبغي لمرقي البورصة أن يذكرها بالتزاماتها ويقدم لها المشورة اللازمة لتصحيح الوضع.

V. مقيمو الشركات.

يمكن للشركات الخبيرة أن تقوم بتقييم الشركات التي تطلب الإدراج بالبورصة وذلك بعد الحصول على الاعتراف من (COSOB)، للحصول على الاعتراف لابد أن تتوفر في الخبير الشروط التالية[2]:

- التمتع بالشخصية الاعتبارية.
- درجات علمية في المجال معترف بها من قبل اللجنة.
- المراجع المهنية: لا بد أن يكون الخبير قد قام بعمليات تقييم شركات من قبل.

[1] بورصة الجزائر، الرئيسية، سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة، مرقي البورصة، المهام، مرجع سابق.

[2] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، المقيمون، متوفر على الموقع: https://www.cosob.org/ar/evaluateurs/، تاريخ الإطلاع: 2021/05/16.

المطلب الثالث: أقسام بورصة الجزائر وآلية عملها.

سيتم في هذا العنصر عرض أقسام بورصة الجزائر ومختلف الأدوات المتداولة فيها، بالإضافة إلى آلية سير عمل البورصة من خلال التطرق إلى أسلوب التداول وكيفية سير الجلسات ومختلف الأوامر وكذا نظام التسعير.

أولا: أقسام البورصة.

وفقا لنظام اللجنة رقم 12-01 المؤرخ 12 جانفي 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، تشمل التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر على سوق لسندات رأس المال وسوق لسندات الدين، وهي كما يلي[1]:

I. سوق سندات رأس المال.

ينقسم سوق سندات رأس المال إلى سوقين هما:

1. السوق الرئيسية (Marché Principal): هي سوق موجهة لتداول أسهم للشركات الكبرى، ويوجد حاليا أربعة (04) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، مؤسسة صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي مؤسسة بيوفارم، ومؤسسة أليانس للتأمينات.

2. سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (Marché PME): وهو سوق مخصص لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012، وتعتبر مؤسسة AOM Invest هي المؤسسة الوحيدة المدرجة في هاته السوق.

II. سوق سندات الدين.

يتكون سوق سندات الدين من:

1. سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم: حاليا لا توجد أي شركة.

2. سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT): هو سوق مخصص للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، تأسست هذه السوق سنة 2008 وتحصي حاليا أكثر من 25 سند للخزينة العمومية

[1] بورصة الجزائر، الرئيسية، سير عمل بورصة الجزائر، أسواق بورصة الجزائر، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145، تاريخ الإطلاع: 2021/05/17.

مدرجة في التسعيرة، يتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 عاما بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ثانيا: آلية سير عمل بورصة الجزائر.

يتم التفاوض في بورصة الجزائر على كل القيم المنقولة داخل السوق الرسمية، وتقام الحصص في مقصورة التداول على مستوى شركة تسيير بورصة القيم أين يلتقي الوسطاء لتبادل الأوامر، وتحدد أسعار الأدوات المالية وتسويتها من خلال نظام إلكتروني.

I. الأوامر المصدرة.

يعتبر أمر البورصة تعليمة يقدمها المستثمر إما بالشراء أو البيع إلى وسيط معتمد في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل.

1. مضمون الأوامر.

يجب أن يتضمن أمر البورصة بعض البيانات الضرورية كي يتم تنفيذه تنفيذا سليما وهي[1]:

- هوية مقدم الأمر.
- الغرض من العملية: شراء أو بيع.
- عنوان أو اسم القيمة التي يتعلق بها الأمر.
- كمية أو عدد السندات المطروحة للتداول.
- السعر الأعلى (للشراء) والأدنى (للبيع) الذي يبدي المستثمر استعدادا لدفعه أو يقبل تقاضيه مقابل تنفيذ أمره.
- فترة صلاحية الأمر، والتي يجب أن ألا تتعدى 30 يوما ابتداء من يوم إنشائه.
- توقيع صاحب الأمر.

يتم إرسال أمر البورصة من المستثمر إلى الوسيط بأي وسيلة ووفق شروط محددة بين الزبون ووسيطه في اتفاقية الحساب الموقعة من الطرفين عند فتح حساب السندات، ففي حالة إرسال الأمر كتابيا يجب أن

[1] مطبوعات بورصة الجزائر، منشورات خاصة بالعموم، أوامر البورصة، متوفرة على الموقع: https://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document114989558.pdf، تاريخ الإطلاع: 2021/05/19

يكتب هذا المحرر طبقا لنموذج الأمر المستعمل من طرف الوسيط في عمليات البورصة ويجب أن يوقع من قبل الآمر، وأن يكون النموذج معتمدا من قبل اللجنة، أما في حال إرسال الأمر بواسطة الهاتف يجب على الآمر تأكيد إرسال الأمر كتابيا، وعلى الوسيط فور استلام الأمر أن يسجل تاريخ وساعة استلام الأمر.

2. أنواع الأوامر.

طبقا للأحكام التنظيمية لعمل بورصة الجزائر، يمكن لأوامر البورصة أن تأخذ إحدى الأشكال التالية وهذا حسب بيانات السعر أو الصالحية[1]:

أ. **بيانات السعر**: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة نوعين من الأوامر حسب السعر وهما:

- **أمر محدد السعر**: هو الأمر الذي يحدد بمقتضاه المشتري أو البائع السعر الأقصى المرغوب بدفعه لشراء السند أو السعر الأدنى الذي بموجبه يقبل التنازل على السند.
- **أمر بالسعر الأفضل**: هو أمر بالشراء أو البيع لم يتم تحديد سعره، ويتم تنفيذه بأفضل سعر متداول في السوق.

ب. **بيانات الصلاحية**: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة بأربع أنواع من الأوامر حسب فترة الصلاحية وهي:

- **أمر صالح لمدة يوم**: وهو أمر بالشراء أو البيع صالح فقط في جلسة التداول التي تلي تسجيله.
- **أمر صالح لتاريخ معين**: وهو أمر بالشراء أو البيع صالح لغاية تنفيذه أو لغاية آخر جلسة تداول للبورصة في الشهر المدني الجاري.
- **أمر ذو صلاحية محدودة**: وهو أمر بالشراء أو البيع مدة صلاحيته لا تتجاوز 30 يوما، ويعد صالحا لغاية انتهاء جلسة التداول المذكورة.
- **أمر صالح لغاية التنفيذ**: وهو أمر بالشراء أو البيع لم يحدد له تاريخ انتهاء الصلاحية، وصلاحية تقديمه في السوق لا تتجاوز ثلاث أسابيع متتالية.

[1] مطبوعات بورصة الجزائر، منشورات خاصة بالعموم، أوامر البورصة، مرجع سابق.

ت. نوع خاص (أمر على كل شيء أو لا شيء): هو أمر للبيع أو الشراء لا يمكن تنفيذه بصفة مجزئة، وقد تم تجميد التعامل بهذا الأمر مؤقتا، وذلك لتعزيز سيولة السندات المسعرة في البورصة.

II. سير الجلسات وطريقة التسعير في البورصة.

1. سير الجلسات.

تقام حصص البورصة في مقصورة التداول بالبورصة بمعدل ثلاثة أيام في الأسبوع (الأحد-الثلاثاء-الخميس) من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، وفي حال تزامنت الجلسة مع يوم عطلة رسمية تكون مقصورة التداول مفتوحة في اليوم الموالي[1]، وتعقد جلسات التداول حسب الترتيب الزمني للمراحل التالية:

أ. قيد الأوامر (45 دقيقة): إدخال الأمر مسموح به للوسطاء، وبالتالي يمكنهم إدخال أوامر جديدة وتعديل أو إلغاء الأوامر الموجودة، خلال هذه الفترة يتم تسجيل الأوامر دون حدوث تداول، وتبث شركة تسيير القيم المنقولة باستمرار السعر النظري وحجم الأوامر القابلة للتنفيذ عند هذا السعر.

ب. التحقق من صحة الأوامر (15 دقيقة): تأكيد الأوامر من قبل الوسطاء بناء على السجلات والتصحيحات الممكنة.

ت. معالجة الأوامر (10 دقائق): انطلاق حساب السعر الثابت وتخصيص الأوامر.

ث. قيد الكتل (10 دقائق): تسجيل كتلة الصفقات المقبولة.

ج. التحقق من صحة التداولات (15 دقيقة): تسليم أوراق التداول إلى الوسطاء للتحقق من صحتها.

ح. إقفال الجلسة.

[1] قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 18-01 المتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم، المعدل والمتمم للقرار 99-06، المادة 02.

2. طرق التسعير المنصوص عليها.

ينص التنظيم العام لبورصة الجزائر على طريقتين للتسعيرة وهما التسعيرة بالتثبيت والتسعيرة المستمرة، غير أنه منذ أن باشرت البورصة نشاطها الفعلي لم تستعمل إلا طريقة التسعيرة بالتثبيت[1].

أ. **نظام التسعير الثابت:** يتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول، حيث وبمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة، يتم تقديمه إلى البورصة من أجل تنفيذه، وتتم عمليات التبادل بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت، ويتم في ختام الحصة إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات، وينبغي أن تتم هذه المعاملات وفقا للسعر المحدد في السوق، ويتيح هذا النوع من التسعير[2]:

- تضخيم حجم السندات المتبادلة.
- تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع.
- تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

ب. **نظام التسعير المستمرة** يتمثل هذا النظام في مواجهة متواصلة بين أوامر الشراء والبيع، والذي يشكل العديد من أسعار التوازن، غير أنه بمجرد ما يتفق بائع ومشتري حول السعر تتم عملية التبادل، وتتم التبادلات بالاستمرار من افتتاح إلى إقفال الجلسة في البورصة.

III. نظام التسوية والتسليم.

تعتبر البورصة الجزائرية سوقا فورية، وهو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه، حيث تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وبعد إقفال الحصة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول وعلى موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها.

[1] منشورات بورصة الجزائر، متوفرة على الموقع: https://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document114989558.pdf، تاريخ الإطلاع: 2021/05/21.

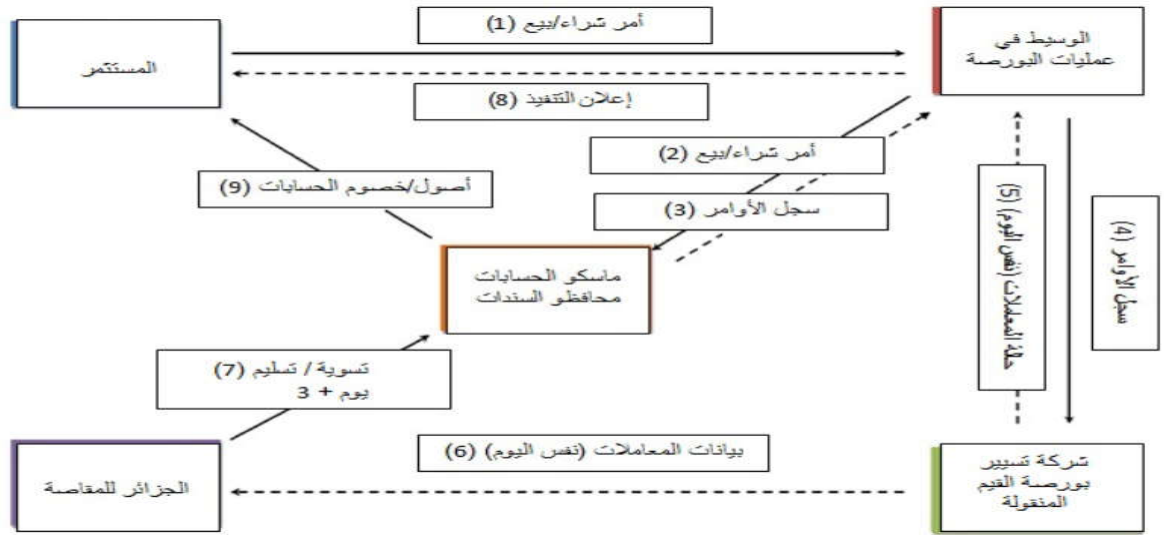
[2] بورصة الجزائر، الرئيسية، سير عمل بورصة الجزائر، مواقيت وطريقة التسعير، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147، تاريخ الإطلاع: 2021/05/21.

بعد تنفيذ الأمر، يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة، ويتم إجراء العملتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية، فمنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة، إذ صارت تسجل في حسابات السندات وتدار من قبل ماسكي الحسابات (TCC).

للإشارة فإن الوسطاء في عمليات البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجراءها، وفي حالة عدم تسليم السندات خلال الآجال المحددة، يعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفا عن التسليم، ويمكن لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة في هذه الحالة أن تقوم بإعادة شراء السندات التي لم يتم تسليمها في السوق[1].

ويبين الشكل البياني التالي المراحل التي تمر بها عملية شراء وبيع السندات في البورصة:

الشكل رقم (3-1): عملية شراء وبيع القيم المنقولة في بورصة الجزائر.



المصدر: بورصة الجزائر، سير عمل بورصة الجزائر، نظام التسوية والتسليم، متوفر على الموقع:

.https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148

[1] بورصة الجزائر، الرئيسية، سير عمل بورصة الجزائر، نظام التسوية والتسليم، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=148، تاريخ الإطلاع: 2021/05/21.

المبحث الثاني: متطلبات الإدراج في بورصة الجزائر.

تلزم بورصة الجزائر المؤسسات الراغبة بالإدراج على استيفائها لمجموعة من الشروط وإتباع إجراءات محددة من طرفها من أجل قبول إصدار وتداول قيمها المنقولة في البورصة، ويعتبر الإفصاح المعلوماتي أحد أهم الشروط، وفي هذا الإطار أصدرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها العديد من الإجراءات التنظيمية المتعلقة بالإفصاح (إعلام الجمهور) بهدف تعزيز حماية المستثمرين في القيم المنقولة والسير الحسن للبورصة وشفافيتها.

المطلب الأول: شروط وإجراءات الإدراج في بورصة الجزائر.

ينبغي على المؤسسات الراغبة في إدراج أوراقها المالية في بورصة الجزائر أن تتوفر فيها جملة من الشروط حساب ما ذكره المشرع الجزائري، وأن تتبع جملة من الإجراءات القانونية قبل وأثناء وحتى بعد الإدراج، هذا حتى يتسنى لها الاستفادة من المزايا التي توفرها كالرفع من رأسمالها من خلال تنويع مصادر التمويل وتعزيز شهرتها، بالإضافة لاستفادتها من إعفاءات جبائية.

أولا: شروط الإدراج.

وضعت بورصة الجزائر جملة من الشروط أمام المؤسسات الراغبة في دخول البورصة، تتعلق بمستوى رأس المال الأدنى للمؤسسات المدرجة ووضعيتها القانونية وشروط ربحيتها خلال السنوات الأخيرة التي تسبق عمليات دخولها إلى البورصة وشروط الإفصاح، وتختلف هذه الشروط بين مختلف أسواق بورصة الجزائر.

I. السوق الرسمي.

تتمثل شروط قبول سندات رأس المال في السوق الرئيسي للتداول في ما يلي[1]:

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم (SPA) .
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار جزائري.
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.

[1] بورصة الجزائر، الرئيسية، الإدراج في البورصة، شروط القبول، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149، تاريخ الاطلاع: 2021/05/20.

- أن تقدم تقريرا تقييميا لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين من غير محافظ حسابات الشركة أو أي خبير آخر، بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة.
- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط.
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم يوجد ذلك فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة.
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات.
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

II. سوق السندات.

تتمثل شروط قبول تداول سندات الدين في سوق السندات في ما يلي[1]:

- تعتبر سندات الاستحقاق والسندات القابلة للتحويل إلى سندات رأسمال والسندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.
- باستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل لخمسمائة مليون دينار جزائري يوم الإدراج.

[1] بورصة الجزائر، الرئيسية، الإدراج في البورصة، شروط القبول، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149، تاريخ الاطلاع: 2021/05/20.

III. سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة.

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعا ما، وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتلبيتها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن[1]:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين لمدة خمس سنوات مستشارا مرافقا.
- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة .
- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث توزع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهما أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج.
- تنشر كشوفها المالية المصادقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط، وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على المؤسسة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

ثانيا: إجراءات الإدراج.

يجب على المؤسسات إتباع إجراءات من أجل إدراج أوراقها المالية في بورصة الجزائر، وتمر هذه الإجراءات عبر ثلاث مراحل أساسية هي كما يلي:

1. مرحلة ما قبل الإدراج.

هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج فى البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر مهما كان شكله قبل عملية الإدراج، وتتضمن المراحل التالية[2]:

- **القرار بإجراء العملية:** تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للمؤسسة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

[1] بورصة الجزائر، الرئيسية، الإدراج في البورصة، شروط القبول، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149 تاريخ الاطلاع: 2021/05/20.

[2] بورصة الجزائر، الرئيسية ، الإدراج في البورصة، عملية الإدراج في البورصة، متوفر على: www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=163، تاريخ الإطلاع: 2021/05/21.

- **الإعداد القانوني للمؤسسة والأسهم**: إن إدراج أي مؤسسة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأن المؤسسة كثيرا ما تلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.
- **تقييم المؤسسة**: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة، ويعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.
- **اختيار الوسيط المرافق في عمليات البورصة أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**: ينبغي على المؤسسة أن تختار وسيطا في عمليات البورصة قائدا للفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال.
- **إعداد مشروع المذكرة الإعلامية**: يجب على المؤسسة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة المؤسسة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).
- **إيداع ملف طلب القبول**: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة على:

- طلب القبول.
- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار.
- مشروع المذكرة الإعلامية.
- مشروع الدليل
- معلومات عامة عن الجهة المصدرة.
- معلومات عن التمويل.
- معلومات اقتصادية ومالية.
- الوثائق القانونية.
- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.

- **تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها:** تملك اللجنة أجل شهرين اثنين لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.
- **الانضمام إلى المؤتمن المركزي:** قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة يتعين على المؤسسة الانضمام إلى المؤتمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.
- **حملة التسويق:** سعيا لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ...) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.
- **بيع السندات:** يتم البيع عموما من خلال الشبكة المصرفية، إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.
- **كشف النتائج:** في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتنشر نتائج العملية للجمهور، وإذا حدث العكس يتم رفض إدراج السند في التسعيرة.
- **تسوية العملية:** يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداء من تاريخ كشف النتائج.

2. مرحلة الإدراج.

هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل المؤسسة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة، تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلانا في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند، كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة[1].

3. مرحلة ما بعد الإدراج.

هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق[2].

---

[1] بورصة الجزائر، الرئيسية ، الإدراج في البورصة، عملية الإدراج في البورصة، متوفر على: www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=163، تاريخ الإطلاع: 2021/05/21.

[2] نفس المرجع.

- **عقد السيولة:** يسمح للمؤسسات بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة من أجل ضبط أسعار الأسهم، ويتم توقيع العقد بين المؤسسة والوسيط في عمليات البورصة، والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات وانتظام تسعيرتها.
- **نشر المعلومات:** ما إن يتم تسعيرة السند في البورصة حتى تصبح الجهة المصدرة ملزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه التأثير بشكل كبير على سعر السندات، ويتعين عليها أيضا إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

ثالثا: مزايا الإدراج.

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا[1]:

- **رفع رأس المال وتعزيز الأموال الخاصة:** مهما كانت طبيعة طموحات المؤسسة، مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة ...) وأيضا زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها، فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل ولا ينضب.
- **تنويع مصادر التمويل:** يجب على المؤسسة تنويع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للمؤسسة، وبالتالي يمكن لها ما إن يتم إدراجها في البورصة من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها.
- **توسيع نطاق المساهمين:** تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم المؤسسة خلال سعيها لتطوير أعمالها، وهي تسمح أيضا بالخروج من رأس مال المؤسسة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم.
- **تعزيز الشهرة:** تسمح عملية إدراج المؤسسة في البورصة بتعزيز سمعتها وشهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.

[1] بورصة الجزائر، الرئيسية، الإدراج في البورصة، مزايا الإدراج، متوفر على: https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=150، تاريخ الإطلاع: 2021/05/21.

- **تثمين الموارد البشرية:** فالمؤسسة التي تدرج في البورصة تخصص(بشكل عام) جزءا من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها، وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية.
- **تحقيق استدامة المؤسسات ومراقبتها الاحتياطية:** تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضا استدامة المؤسسة، ولا سيما في حالة المؤسسات العائلية لأنها تتجنب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار، كما تضمن المراقبة الاحتياطية للمؤسسة من خلال توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة.
- **التغيير في نظام حوكمة الشركات:** تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات المؤسسة، وتنطوي على نحو أوسع على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين، وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام "حوكمة للشركات" حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية.

بالإضافة للمزايا السابقة، أضاف المشرع مزايا جبائية هي كما يلي:

- تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات الحواصل وفوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن الأسهم والأوراق الماثلة المحققة في إطار عملية الدخول للبورصة، تعفى من حقوق التسجيل العمليات المتعلقة بالدخول للبورصة[1].
- تستفيد المؤسسات التي تسعر أسهمها العادية في البورصة من تخفيض على الضريبة على أرباح الشركات يساوي معدل فتح رأسمالها في البورصة لمدة خمس (5) سنوات، وذلك ابتداء من أول جانفي سنة 2014[2].
- تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، نواتج و فوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات الماثلة والأوراق المماثلة للخزينة المسعرة في البورصة لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول جانفي سنة 2013، كما تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات الماثلة والأوراق الماثلة للخزينة المسعرة

[1] القانون رقم 09/09 المؤرخ في 30 ديسمبر 2009 المتضمن قانون المالية لسنة 2010، الجريدة الرسمية، العدد 78، المادة 32.

[2] القانون رقم 08/13 المؤرخ في 30 ديسمبر 2013 المتضمن قانون المالية لسنة 2014، الجريدة الرسمية، العدد 68، المادة 66.

في البورصة أو المتداولة في سوق منظمة لأجل أدنى يقدر بخمس (5) سنوات والصادرة خلال فترة (5) سنوات والصادرة خلال فترة (5) سنوات ابتداء من أول جانفي سنة 2013 [1].

- كما أدرج قانون المالية لعام 2021 مقياسا ضريبيا للمؤسسات التي يتم إدراج أسهمها العادية في البورصة من أجل تشجيع الترويج لتمويل المؤسسات عبر البورصة، حيث تستفيد المؤسسات المدرجة من تخفيض في ضريبة دخل الشركات (IBS) يساوي معدل افتتاح رأس مال أسهمها في سوق الأوراق المالية لمدة 3 سنوات اعتبارا من 1 جانفي 2021[2].

المطلب الثاني: متطلبات الإفصاح عند الإصدار.

تتمثل متطلبات الإفصاح الخاصة بالإدراج في بورصة الجزائر، الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها فيما يلي:

1. المذكرة الإعلامية.

على كل شركة أو مؤسسة عمومية تقوم بإصدار قيم منقولة باللجوء العلني للادخار وضع مذكرة ترمي إلى إعلام الجمهور، تتضمن هذه المذكرة العناصر الإعلامية التي من شأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ قراره عن دراية، حيث تتضمن ما يلي[3]:

- تقديم مصدر القيم المنقولة وتنظيمه.
- وضعيته المالية.
- تطور نشاطه.
- موضوع العملية المزمع إنجازها وخصائصها.

[1] القانون رقم 10/14 المؤرخ في 30 ديسمبر 2014 المتضمن قانون المالية لسنة 2015، الجريدة الرسمية، العدد 78، المادة 73.

[2] القانون رقم 16/20 المؤرخ في 31 ديسمبر 2020 المتضمن قانون المالية لسنة 2021، الجريدة الرسمية، العدد 83، المادة 133.

[3] النظام رقم 02/96 المؤرخ في 22 جويلية 1996 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة، المادة 03.

تؤرخ ويوقع عليها الممثل الشرعي للمصدر وكذلك محافظ (و) الحسابات[1]، ويرفق إيداعها لدى اللجنة بما يلي[2]:

- مشروع بيان إعلامي (Projet de Prospectus) يلخص ما جاء في مشروع المذكرة الإعلامية.
- نسخة من القانون الأساسي أو من النظام الداخلي للمصدر.
- محضر الهيئة المؤهلة التي قررت عملية الإصدار أو رخصت لها.
- الكشوفات المالية المنصوص عليها.

يجب أن تقدم البيانات المالية المرفقة للمذكرة الإعلامية معلومات دقيقة حول الوضعية المالية والمحاسبية للمؤسسة وبصفة خاصة على هيكلها المالي ومردوديتها في مجال التمويل، ويتم إقفال البيانات المالية والتصديق عليها طبقا للتشريع الساري المفعول[3].

2. تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها (Visa de la COSOB).

للحصول على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، يجب على المصدرين أن يودعوا لدى اللجنة مشروع مذكرة إعلامية قبل أي عملية اكتتاب، وذلك شهرين على الأقل قبل التاريخ المحدد للإصدار، ولا تتضمن تأشيرة اللجنة الملاحظة على العملية المقترحة بل على نوعية الإعلام المقدم ومطابقته للنصوص التشريعية والتنظيمية[4].

يمكن للجنة أن ترخص باستعمال مشروع المذكرة الإعلامية وتضع عليه تأشيرتها حسب الشروط الآتية[5]:

- ألا يجوز استعمال المذكرة الإعلامية إلا من البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء.
- ألا يستعمل مشروع المذكرة إلا لاستقاء نيات المكتتبين.
- أن يضع الوسيط المالي الذي يستعمل مشروع المذكرة الإعلامية نسخة منها تحت تصرف كل شخص يطلب ذلك ويمسك سجلا بأسماء وعناوين الأشخاص الذين سلمهم إياها.

---

[1] النظام رقم 01/04 مؤرخ 08 جويلية 2004، الذي يعدل ويتمم نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/96 والمتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة، المادة 02.

[2] النظام رقم 02/96، مرجع سابق، المادة 09.

[3] نفس المرجع، المادة 16.

[4] النظام رقم 02/96، مرجع سابق، المادة 04.

[5] النظام رقم 01/04، مرجع سابق، المادة 03.

- أن يتضمن مشروع المذكرة الإعلامية في الصفحة الأولى منه إشارة تبين الشكل المؤقت للمذكرة وكذلك التنبيه الآتي: "أودعت نسخة من مشروع المذكرة الإعلامية هذه لدى اللجنة، ويمكن أن تعدل المعلومات التي يحتوي عليها أو تتمم، ولا يمكن أن تكون السندات التي يصفها موضوع أي توظيف أو التزام قبل أن تضع اللجنة تأشيرتها على المذكرة الإعلامية في شكلها النهائي".
- أن يتم استعمال مشروع المذكرة الإعلامية دون إشهار.

كما يمكن للجنة أن ترفض منح تأشيرتها للأسباب التالية[1]:

- إذا كانت المذكرة الإعلامية غير مطابقة للأنظمة اللجنة وتعليماتها.
- إذا كانت المذكرة غير مرفقة بالوثائق المنصوص عليها في أنظمة اللجنة.
- إذا كانت المذكرة غير مكتملة أو غير صحيحة فيما يخص بعض النقاط أو إذا أهملت ذكر وقائع من اللازم الإشارة إليها في المذكرة.
- إذا كانت الطلبات الخاصة بتعديلات المذكرة المبلغة من طرف اللجنة غير مقنعة.
- إذا كانت حماية المدخر تقتضي ذلك.

3. البيان الإعلامي

بعد الحصول على تأشيرة اللجنة بالموافقة، وبالإضافة للمذكرة الإعلامية يقوم المصدر بطبع بيان إعلامي ونشره، يلخص هذا البيان ما جاء في المذكرة الإعلامية، مقدما المعلومات الأكثر أهمية ودلالة فيما يخص المصدر والعملية المزمع إنجازها[2]:

- يجب أن يشير البيان إلى رقم التأشيرة للمذكرة الإعلامية.
- يؤرخ البيان ويوقع عليه من طرف الممثل الشرعي للمصدر.
- يسلم البيان إلى كل مكتتب ويرسل إلى كل شخص يلتمس منه الاكتتاب.
- توضع المذكرة الإعلامية والبيان تحت تصرف الجمهور في مركز المؤسسة المصدرة ولدى الوسطاء الماليين المكلفين بالتوظيف.
- على المصدر أن ينشر إعلان في جريدة واحدة على الأقل توزع في كامل التراب الوطني.
- لإعلام الجمهور بالعملية المزمع إنجازها مع الإشارة إلى رقم تأشيرة المذكرة الإعلامية.

[1] النظام رقم 02/96، مرجع سابق، المادة 06.

[2] النظام رقم 02/96، مرجع سابق، المواد 07-11-13.

المطلب الثالث: متطلبات الإفصاح بعد الإدراج.

ما إن تتم تسعير السند في البورصة حتى تصبح الجهة المصدرة ملزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه التأثير سعر السندات، ويتعين عليها أيضا إطلاعه بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والسداسية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB وشركة تسيير بورصة القيم SGBV والمؤتمن المركزي على السندات Algérie Clearing وفقا للتشريع، وفي ما يلي نلخص المعلومات الواجب نشرها بعد الإدراج[1]:

1. التزام المصدر بنشر المعلومات ذات الأهمية.

- يجب على المصدر إعلام الجمهور على الفور بكل تغيير أو واقعة مهمة إن كانت معروفة، وقد تؤثر بصفة ملموسة على سعر القيم المنقولة.
- يجب أن تكون المعلومات الموجهة للجمهور صحيحة ودقيقة وصادقة.
- يجب أن يفشي المصدر المعلومة الهامة عن طريق البيانات الصحفية وبواسطة كل وسيلة أخرى تسمح بأوسع نشر ممكن.
- يجب أن يرسل المصدر إلى COSOB وSGBV البيان في أجل لا يتجاوز تاريخ نشره.
- يمكن للجنة إذا اقتضت حماية المستثمرين أو حسن سير السوق، مطالبة المصدر بنشر بعض المعلومات حسب الشكل والآجال اللذين تحددهما.
- وفي حالة عدم التزام المصدر بواجباته، يمكن للجنة القيام بنشر هذه المعلومات، وعلى المصدر أن يتحمل تكاليف نشرها.
- يجب أن يودع المصدر كل وثيقة موجهة للمساهمين لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها COSOB وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV وقبل تاريخ إرسالها كأقصى أجل.

2. التزام المصدر بإيداع التقارير المالية الدورية (السنوية والسداسية).

يجب أن يودع المصدر لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة تقريرا سنويا يحتوي على الجداول المالية السنوية وتقرير مندوبي الحسابات المعلومات الأخرى التي تتطلبها تعليمة

[1] النظام رقم 02/2000 المؤرخ في 26 جويلية 2000 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة، المواد: 02-04-05-06-14.

اللجنة وذلك خلال 30 يوم على الأكثر قبل اجتماع الجمعية العامة العادية للمساهمين[1]، وتحتوي الجداول المالية حسب SCF على ما يلي[2]:

- الميزانية
- جدول حسابات النتائج.
- جدول سيولة الخزينة.
- جدول تغير رؤوس الأموال.
- الملاحق المرفقة للكشوف المالية.

يجب أن يودع المصدر لدى اللجنة وشركة تسيير القيم المنقولة تقريرا عن تسيير السداسي في التسعين (90) يوم التي تلي نهاية السداسي الأول للسنة المالية يحتوي على[3]:

- جداول حسابات النتائج للسداسي مقارنة مع نفس الفترة.
- مذكرات ملحقة بجدول حسابات النتائج.
- شهادة مندوب أو مندوبي الحسابات.

كما يجب أيضا على المصدر أن يرسل أو يضع تحت تصرف المساهمين التقرير السداسي وينشره في جريدة أو عدة جرائد ذات توزيع وطني حيث[4]:

- تعد الجداول المحاسبية السداسية بنفس الطريقة التي أعدت بها الجداول المحاسبية السنوية الفردية والمجمعة.
- تخضع إلى تدقيق مندوب أو مندوبي الحسابات، ويعاد تحرير الشهادة المقدمة لهذا الغرض، وعند الاقتضاء التحفظات كاملة.

[1] النظام رقم 02/2000، مرجع سابق، المادة 07.
[2] نفس المرجع، المادة 08.
[3] نفس المرجع، المواد 15-16.
[4] نفس المرجع، المواد 15-18-19

المبحث الثالث: تحليل تطور متغيرات الدراسة.

ساهمت بورصة الجزائر في تكريس عملية الخوصصة الجزئية لبعض المؤسسات الاقتصادية، حيث تم إدراج العديد منها سواء كانت مؤسسات عمومية أو خاصة، وتماشيا مع دراستنا التطبيقية سيقتصر تقديمنا فقط على مؤسستي صيدال والتسيير الفندقي الأوراسي وهما المؤسستان التي تضمنتهما دراستنا، بالنظر لطول مدة تداول أسهمهما مقارنة بباقي المؤسسات، بالإضافة إلى تحليل تطور المتغيرات التي تضمنها نموذجي الدراسة والخاصة بمؤسستي صيدال والتسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة 2002-2020.

المطلب الأول: تقديم مؤسسة صيدال.

مؤسسة صيدال هي مؤسسة اقتصادية عمومية، ناشطة ضمن القطاع الصيدلاني، تكمن مهمتها في تطوير إنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري، سنقوم من خلال هذا المطلب بتقديم نبذة عن تاريخها وكيفية إدراجها في بورصة الجزائر.

أولا: نبذة تاريخية عن المؤسسة.

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري، وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة1971 ثم 1975) وحدتي بيوتيك (BIOTIC) وفارمال (PHARMAL)، وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أفريل 1982[1].

كانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم، ثم إن هذه الشركة غيرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال، كما حول إليها في سنة 1988 مركب المضادات الحيوية بالمدية، وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989 صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية

[1] بورصة الجزائر، الرئيسية ، السوق الرسمي، الشركات المدرجة، صيدال، متوفر على الموقع:
https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28، تاريخ الإطلاع: 12 مارس 2021.

الإدارة، واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم، وفي سنة 1993 تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة.

في فيفري 1996 أصبحت المؤسسة بموجب إعادة الهيكلة الصناعية تحت سلطة الشركة القابضة العمومية –كيمياء صيدلة –باسم مجمع صيدال حيث تكفلت الشركة بملكية وتسيير رأسمالها الاجتماعي كلية، أما في سنة 1997، فقد وضعت شركة صيدال مخطط إعادة هيكلة أسفر على تحويلها إلى مجمع صناعي يضم ثلاثة فروع (فارمال، انتيبيوتيكال وبيوتيك)

صيدال شركة ذات أسهم برأسمال قدره 2.5 مليار دينار جزائري، 80 % من رأسمال صيدال ملك للدولة و 20 % المتبقية تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص تكمن مهمة صيدال في تطوير إنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.

ثانيا: دخول مؤسسة صيدال إلى البورصة.

صادقت الجمعية العمومية غير العادية المنعقدة في 22 جوان 1998 على اقتراح مجلس الإدارة لمجمع صيدال القاضي بإدخال جزء من رأس مال المجمع في البورصة، وطبقا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 18 جوان 1998، وفي إطار برنامج الخوصصة المنتهج من طرف السلطات العمومية، والأمر رقم 95/22 المؤرخ بتاريخ 26 أوت 1995 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية[1].

تقرر فتح رأس مال مجمع صيدال عن طريق العرض العلني للبيع بسعر ثابت يوم 15 فيفري 1999، وكانت صلاحية العرض إلى غاية 15 مارس 1999، وتحدد مبلغ العرض على 20 % من رأس مال المجمع، ما يعادل 2 مليون سهم مع سعر ثابت هو 800 دج[2] (سعر الاصدار)، وقد بلغ مبلغ العرض العلني للبيع 1.6 مليار دينار جزائري[3]، وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم في 20 سبتمبر 1999 إدراج سهم مجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية.

[1] Notice d'information, Groupe SAIDAL, disponible sur : https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/les-emetteurs-notice-SAIDAL.pdf , p5.
[2] Ibid, p4
[3] Ibid, p6.

تولى عملية إدخال مجمع صيدال في البورصة الوسيط في عمليات البورصة المرافق: المؤسسة المالية العامة (Sogefi)، والوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: المؤسسة المالية العامة (Sogefi) الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف (Soficop) و شركة توظيف القيم المنقولة (SPDM)[1].

في حين تولى عملية التقييم المالي، الاقتصادي والصناعي لمجمع صيدال مكتب دراسات دولي PGA Filiale France de Arthur Anderson[2]، حيث تم تقييم القيمة الاقتصادية للسهم بـ 861,20 دج[3]، كما أن الربح وفوائض القيمة المترتبة على بيع أسهم مجمع صيدال معفاة كليا من الضريبة على الدخل الإجمالي إلى غاية 2002/12/31 وهذا بموجب قانون المالية لسنة 1999[4].

تم تقسيم العرض العام للادخار إلى أربعة أقسام، وهي كمايلي[5]:

- **المؤسسات المالية:** خصص لها 30% من الأسهم المعروضة في حدود 600 000 سهم.
- **الأشخاص المعنويون:** كانت حصتهم 30 % من الأسهم المعروضة أي 600 000 سهم.
- **عمال مجمع صيدال:** خصص لهم 5 % من الأسهم المعروضة أي 100 000 سهم.
- **الأشخاص الطبيعيون:** خصص لهم 35 % من الأسهم المعروضة، بما يعادل700 000 سهم.

المطلب الثاني تقديم مؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي.

تعتبر مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي أحد أهم المؤسسات العمومية الناشطة في القطاع السياحي، سيتم من خلال هذا المطلب تقديم نبذة عن تاريخ المؤسسة، بالإضافة لكيفية إدراجها في بورصة الجزائر.

أولا: نبذة تاريخية عن المؤسسة.

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة بتسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB)

[1] بورصة الجزائر، الرئيسية ، السوق الرسمي، الشركات المدرجة، صيدال، متوفر على الموقع:
https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28، تاريخ الإطلاع: 12 مارس 2021.
[2] Notice d'information, Ibid, p4.
[3] Ibid, p6.
[4] Ibid, p7.
[5] Ibid, p7.

حتى عام 1983، في نفس السنة وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (EGH) (المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 افريل 1983)[1].

عدل الوضع القانوني للفندق في 12 فبراير عام 1991 وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار، وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الاوراسي"، وفي عام 1995 وضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

ثانيا: دخول مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي إلى البورصة.

تماشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخوصصة الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 5 فيفري 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20 % من رأس مالها للاكتتاب العام[2] بما يعادل 1 200 000 سهم، وبعد انعقاد الدورة غير العادية للجمعية العامة في 21 جوان 1998 صادقت الجمعية العمومية على قرار إدخال جزء من رأس المال في البورصة.

في 15 جوان 1999 فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع بسعر ثابت يساوي 400 دج للسهم، وكانت صلاحية العرض إلى غاية 15 جويلية 1999، وقد بلغ مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري أو ما يعادل % 20 من رأس المال الاجتماعي[3].

وفي 14 فبراير 2000 وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية، وقد تولى عملية إدخال مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في البورصة مؤسسة الراشد المالي الوسيط رئيس الصف لمجموعة الوسطاء في عمليات البورصة وهي الشركة المالية للإرشاد والتوظيف (Soficop)، شركة توظيف القيم المنقولة (SPDM) والمؤسسة المالية العامة (Sogefi)، هذه الشركات هي التي أمنت عملية بيع الأسهم عن طريق مجموعة البنوك المتواجدة على مستوى التراب الوطني[4].

---

[1] بورصة الجزائر، الرئيسية ، السوق الرسمي، الشركات المدرجة ، م.ت.ف. الأوراسي، متوفر على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26، تاريخ الإطلاع: 15 مارس 2021.

[2] بورصة الجزائر، الرئيسية ، السوق الرسمي، الشركات المدرجة ، م.ت.ف. الأوراسي، مرجع سابق.

[3] Notice d'information, Hôtel EL- AURASSI, Disponible sur : https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/12/les-emetteurs-notice-EL-AURASSI.pdf , p6.

[4] Notice d'information, Hôtel EL- AURASSI, Op.Cit, p9

تم تقييم القيمة الاقتصادية للسهم ب 494,24 دج بناء على نتائج أعمال التقييم الاقتصادي لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي من طرف مكتب خبير المحاسبة سعدي، إلا أن الدورة غير العادية للجمعية العامة للمساهمين المنعقدة في 13 أفريل 1999 قررت تحديد سعر الإصدار ب 400 دينار للسهم[1]، الربح وفوائض القيمة المترتبة على بيع أسهم لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي معفاة كليا من الضريبة على الدخل الإجمالي(IRG) إلى غاية 2002/12/31، وهذا بموجب قانون المالية لسنة 1999[2].

تم تقسيم العرض العام للادخار إلى أربعة أقسام كالآتي[3]:

- **المؤسسات المالية**: خصص لها 15 % من الأسهم المعروضة في حدود 180 000 سهم.
- **الأشخاص المعنويون**: كانت حصتهم 20 % من الأسهم المعروضة أي 240 000 سهم.
- **عمال الأوراسي**: خصص لموظفي المؤسسة 5% من الأسهم المعروضة أي 60 000 سهم.
- **الأشخاص الطبيعيون**: حصل على 60% من الأسهم المعروضة ما يعادل 720 000 سهم.

المطلب الثالث: تحليل تطور متغيرات الدراسة.

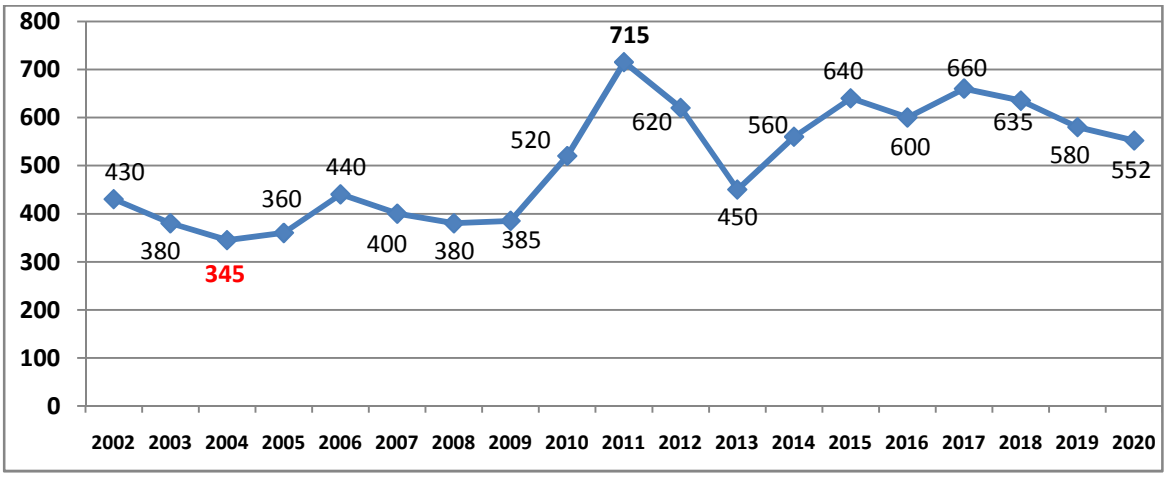
إن العدد المحدود الذي عرفته المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، فرض علينا إتباع معيار مدة تداول الأسهم في البورصة في اختيار المؤسسات، وهو ما جعلنا نختار مؤسستي صيدال والتسيير الفندقي الأوراسي، حيث سنقوم من خلال هذا المطلب بتحليل تطور متغيرات نموذج الدراسة خلال الفترة 2002-2020، من خلال التطرق إلى تطور القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال وسهم مؤسسة الأوراسي، بالإضافة إلى تطور مختلف المؤشرات المالية التي تدخل ضمن النموذجين القياسيين الخاص بالمؤسستين.

أولا: تطور القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال.

تم أول تداول أسهم مؤسسة صيدال ببورصة الجزائر بتاريخ 20 سبتمبر 1999 بحجم تداول قدره 24898 سهم، وتم تحديد قيمة الاصدار في البورصة بمبلغ 800 دج وهو سعر الاكتتاب في السوق الأولية، والشكل البياني الآتي يبين مراحل تطور القيمة السوقية (سعر الإغلاق) لسهم مؤسسة صيدال خلال الفترة 2002-2020:

[1] Notice d'information, Hôtel EL- AURASSI, Op.Cit, pp 7-8
[2] Ibid, p10
[3] Ibid, p9.

الشكل رقم (3–2): تطور القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات التداول، متوفرة على موقع بورصة الجزائر:

. **https://www.sgbv.dz/ar/index.php**

من خلال الشكل السابق يمكننا التمييز بين ثلاثة مراحل، مرحلة أولى تمتد من 2002 إلى 2009، حيث عرفت هذه المرحلة نوعا من الثبات مع بعض التغيرات الضئيلة سواء بالارتفاع أو الانخفاض ما بين 440دج و345دج، هذه الأخيرة تعتبر أدنى قيمة سوقية حققها السهم خلال فترة الدراسة في نهاية 2004.

أما المرحلة الثانية فتبدأ من سنة 2010 إلى غاية 2017، حيث سجل سعر السهم تغيرات كبيرة بين ارتفاع معتبر وصل سنة 2011 إلى 715 دج وهي أعلى قيمة سجلها السهم تزامن مع إدراج مؤسسة أليانس للتأمينات، لينهار بعدها حتى وصل 450 دج سنة 2013، ليعاود الارتفاع بنهاية 2015 ويسجل قيمة قدرها 640 دج، وينخفض مرة أخرى ليصل إلى 600 دج سنة 2016، وفي نهاية سنة 2017 ارتفع ليحقق قيمة قدرها 660 دج.

أما المرحلة الثالثة والتي تمتد من 2017 إلى 2020 فقد أخذت قيمة السهم فيها اتجاه هبوطي، فبعدما انخفضت سنة 2018 إلى 635 دج، استمرت في الانخفاض إلى 580 دج و552 دج سنتي 2019 و2020 على التوالي بالرغم من تزايد الطلبات على المنتجات الصيدلانية بسبب انتشار جائحة كورونا خلال آخر سنتين.

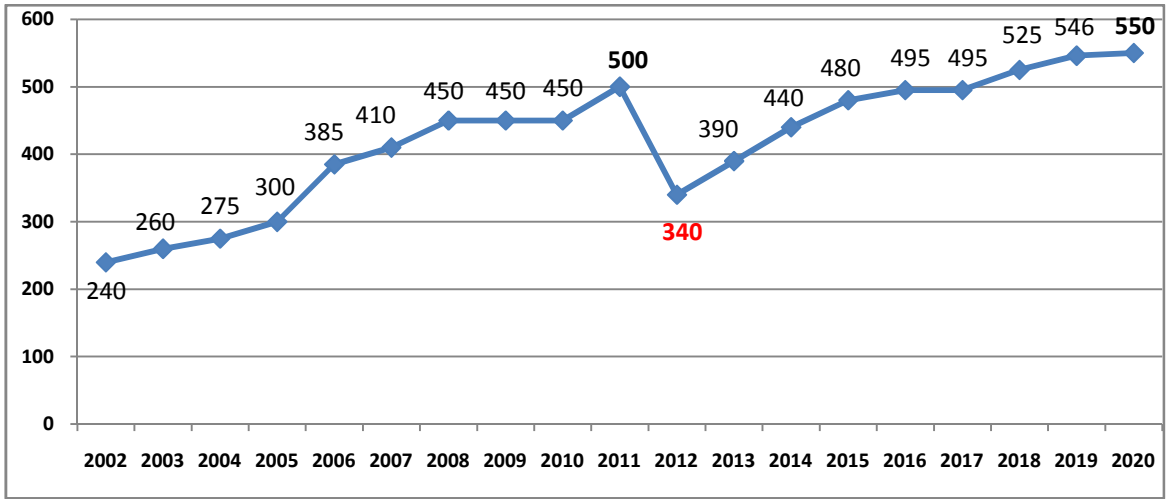
وحسب جلسات التداول اليومية فإن أدنى قيمة سوقية حققها هذا السهم كانت 345دج في سنة 2004، وتكررت هذه القيمة في 68 جلسة تداول خلال نفس السنة، فيما تحققت أعلى قيمة سوقية 725دج في سنة 2011.

عموما فقد سجلت القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال انخفاضات كبيرة وصلت لأكثر من نصف قيمة الإصدار وهذا لفترة طويلة (المرحلة الأولى)، لكنها تعافت في المرحلة الثانية ووصلت لقيم قاربت قيمة الإصدار، لكن سجلت تراجعا خلال المرحلة الثالثة.

ثانيا: تطور القيمة السوقية لسهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.

بعد انتهاء عملية الاكتتاب في السوق الأولية، تم تداول سهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في السوق الثانوية في أول حصة تداول ابتداء من 14 فيفري 2000 ، يمكن توضيح حركة القيمة السوقية(سعر الإغلاق) لسهم الأوراسي خلال الفترة 2002-2020 من خلال الشكل البياني الآتي:

الشكل رقم (3-3): تطور القيمة السوقية لسهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات التداول، متوفرة على موقع بورصة الجزائر: . **https://www.sgbv.dz/ar/index.php**

يتبين لنا من خلال الشكل رقم (3-3) أن القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي قد عرفت اتجاه صعودي على مرحلتين، المرحلة الأولى من 2002 إلى 2011، في هذه المرحلة أخذت القيمة السوقية لسهم الأوراسي اتجاه تصاعدي انطلقت من 240 دج وتجاوزت قيمة الإصدار نهاية عام 2007 لتصل إلى القيمة 500 دج وهي قيمة معتبرة.

أما المرحلة الثانية فبدايتها عرفت انهيار كبير في قيمة السهم وصل إلى 340 دج، ليبدأ في التعافي باتخاذه اتجاه تصاعدي من سنة لأخرى ويتجاوز أعلى قيمة حققها خلال المرحلة الأولى نهاية 2018، واستمر في الارتفاع ليسجل نهاية 2020 قيمة قياسية بلغت 550 دج هي الأعلى (سعر إغلاق) منذ انطلاق تداول سهم الأوراسي.

وحسب جلسات التداول اليومية فإن أدنى قيمة سوقية حققها هذا السهم كانت 210 دج في سنة 2002، فيما تحققت أعلى قيمة سوقية 561 دج في سنة 2020.

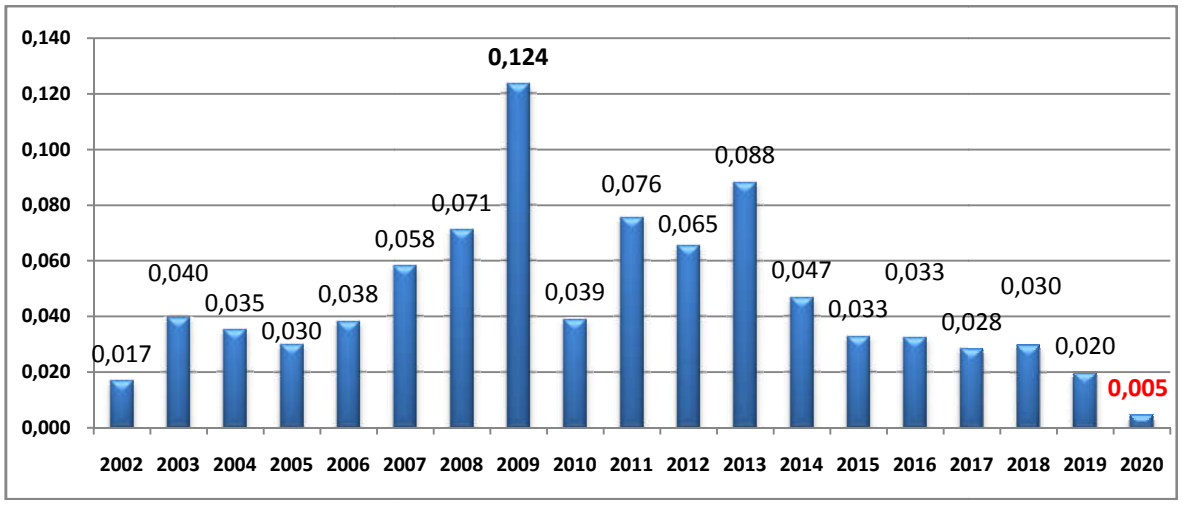
عموما حقق سهم مؤسسة الأوراسي ارتفاعات نوعية في القيمة السوقية تجاوزت قيمة الإصدار خلال أغلب سنوات فترة الدراسة، وسجل رقمه القياسي في نهاية 2020 بالرغم من جائحة كورونا وما انجر عنها من غلق للمراكز السياحية من خلال إجراءات الحجر الصحي التي أثرت على عدة قطاعات وبالأخص القطاع السياحي.

ثالثا: تطور المؤشرات المالية لمؤسسة صيدال خلال الفترة 2002-2020.

1. تحليل تطور مؤشر العائد على الأصول.

يشير العائد على الأصول إلى مدى قدرة كل دينار جزائري مستثمر في أصول مؤسسة صيدال على توليد أرباح، والشكل الموالي يبين تطور هذا المؤشر خلال الفترة 2002-2020:

الشكل رقم (3-4): تطور مؤشر العائد على الأصول لمؤسسة صيدال.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات التداول، متوفرة على موقع بورصة الجزائر:

. https://www.sgbv.dz/ar/index.php

يتبين لنا من خلال الشكل السابق وجود تذبذب في نسب مؤشر ROA، بالإضافة لعدم اتخاذه اتجاه معين سوى مرة واحدة من 2006 إلى 2009 التي حقق فيها أربع ارتفاعات اختتمها بارتفاع قياسي بنسبة 12.4% يعتبر الأعلى خلال فترة الدراسة، فيما تحققت أدنى نسبة سنة 2020، وبتحليل معادلة Dupont نستنتج النقاط الآتية:

أ. يرتبط مؤشر ROA بهامش الربح وخاصة الربح المحقق لأن:

- يتماشى مؤشر ROA مع ارتفاع وانخفاض الأرباح المحققة خلال جميع سنوات فترة الدراسة باستثناء سنة 2016 و2018.
- تكاليف المؤسسة كانت تتزايد مع تزايد أصولها، فيما انخفضت سنوات 2005، 2010، 2013، 2020، لهذا لا يمكن اعتبار ROA يرتبط مع ارتفاع وانخفاض التكاليف.

ب. عرف مؤشر دوران الأصول تذبذبا في قيمه ما بين ارتفاع وانخفاض، ولم يتزامن ارتفاعه أو انخفاضه مع ارتفاع وانخفاض ROA في العديد من السنوات، لكن هذا لا يمنع أنه كان له تأثير في بعض السنوات:

- اتبعت المؤسسة سياسة توسعية بالرفع من إجمالي أصولها، فقد تزايدت خلال فترة الدراسة باستثناء سنتي 2011 و2018.
- تزايدت مبيعات المؤسسة من سنة لأخرى باستثناء الانخفاض الطفيف سنة 2009، بالإضافة لانخفاضه سنوات 2013، 2014 و2019.

تحقيق المؤسسة أعلى نسبة لمؤشر ROA سنة 2009 كان بسبب الارتفاع كبير في الأرباح الذي تزامن مع ارتفاع في الأصول، ولكن بعد تحليل الأرباح المحققة تبين لنا أنه لم يكن بسبب ارتفاع المبيعات التي انخفضت أو بسبب انخفاض التكاليف التي ارتفعت، بل كان بسبب قيمة الإنتاج المخزن الذي ارتفع من 331 مليون دج إلى 2.214 مليار دج، وبالتالي فإن المؤسسة لم تحقق مبيعات تتناسب مع إنتاجها الضخم وكان لها خلل على مستوى التسويق، فالإمكانيات التي وفرتها المؤسسة على مستوى الإنتاج لم تكن تتناسب مع ما تملكه في الجانب التسويقي، وبالتالي نستنتج أن مستوى المؤشر لا يعكس تماما أداء أصول المؤسسة.

نسبة المؤشر المحققة سنة 2009 المضللة أثرت على اتجاه المؤسسة نحو الرفع من أصولها سنة 2010 ضنا منها أن النسبة المحققة كانت نتيجة قدرة أصول المؤسسة على توليد أرباح، لكنها تسببت في انخفاض كبير على مستوى الأرباح المحققة وعلى نسبة ROA الذي حقق أكبر هبوط خلال فترة الدراسة على الرغم من ارتفاع المبيعات.

خلال سنة 2016 لم يؤثر ارتفاع الأرباح على المؤشر الذي انخفض، وهذا بسبب الارتفاع الكبير في الأصول والاستخدام غير الفعال لها بحيث لم يقابله نفس الارتفاع في الأرباح.

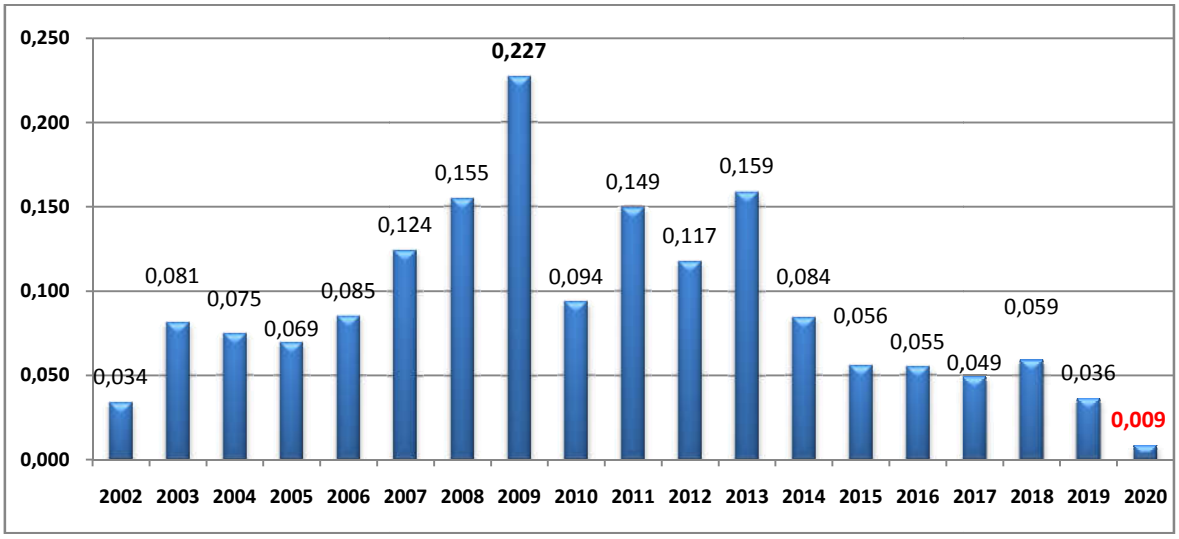
ارتفاع المؤشر سنة 2018 كان بسبب سياسة المؤسسة التي خفضت من أصولها بشكل كبير.

عموما لم يعبر المؤشر ROA عن مدى قدرة كل دينار مستثمر في أصول مؤسسة صيدال على توليد الأرباح، فنسبه جل فترة الدراسة لم تكن تعكس أداء أصول المؤسسة.

2. تحليل تطور مؤشر العائد على حقوق الملكية.

يقيس العائد على حقوق الملكية العائد على كل دينار مستثمر في مؤسسة صيدال، والشكل التالي يبين لنا تطور هذا المؤشر خلال فترة الدراسة:

الشكل رقم (3-5): تطور مؤشر العائد على حقوق الملكية لمؤسسة صيدال.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات التداول، متوفرة على موقع بورصة الجزائر: https://www.sgbv.dz/ar/index.php .

يتبين لنا من الشكل رقم (3-5) أن العائد على حقوق الملكية تميز بالتذبذب باستثناء الارتفاع لأربع سنوات متتالية (2006-2007-2008-2009)، هذه الأخيرة حقق فيها المؤشر أعلى نسبة خلال فترة الدراسة، فيما تحققت أدنى نسبة سنة 2020، وبالاعتماد على تحليل معادلة Dupont نستنتج ما يلي:

أ. بالنسبة لهامش الربح أثبتت الأرقام العلاقة الارتباطية القوية بينهما، والاستثناء كان سنتي 2016 و 2018.

ب. لم يظهر لنا ارتباط قوي بين دوران الأصول ومؤشر ROE، لكن السياسة التوسعية التي انتهجتها المؤسسة من خلال الرفع في أصولها يفسرها المنحى التصاعدي لقيم حقوق الملكية خلال سنوات فترة الدراسة، ولم يسجل أي انخفاض في قيمها إلا سنة 2018.

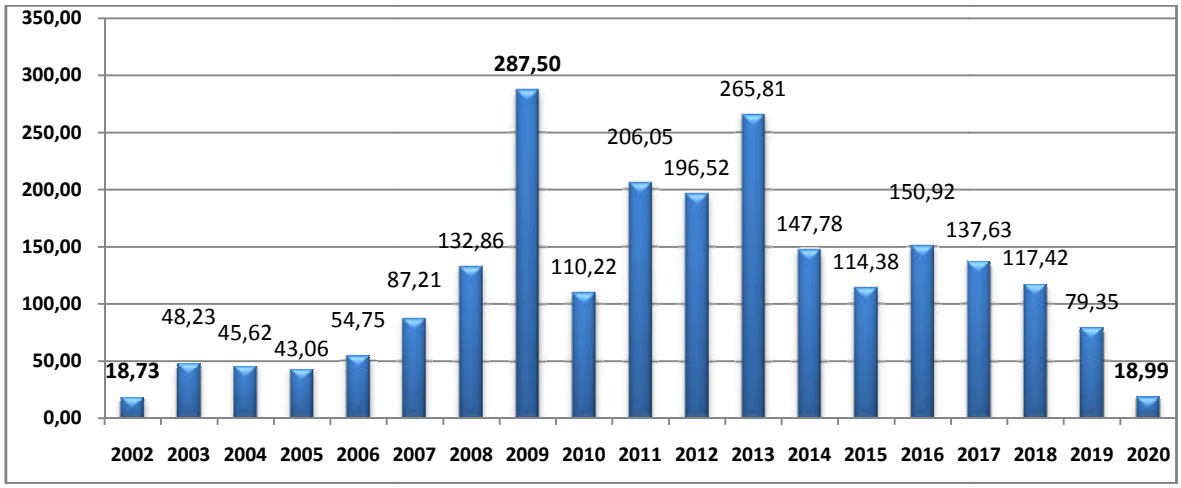
ت. بالنسبة لمؤشر المديونية فقد عرف تذبذبا، وقيمه تدل على عدم استفادة المؤسسة من أثر الرفع المالي نظرا لاعتماد المؤسسة بشكل كبير على حقوق الملكية، وهذا ما حدث سنة 2009، فقد انخفض مؤشر المديونية في تلك السنة، وهو ما يؤكد تحفظ المؤسسة بشأن استعمال الديون، وهو ما يقلل من المخاطرة.

إن تزايد اعتماد المؤسسة على حقوق الملكية وعدم تزايد ربحيتها أثر على المؤشر خاصة خلال آخر ستة سنوات، حيث لم يتجاوز فيها نسبة 6%، لكن بالمقابل يعتبر تحفظ المؤسسة بشأن الاعتماد على الديون نقطة قوة لأنه يخفض المخاطر.

3. تحليل تطور مؤشر ربحية السهم.

يقيس هذا المؤشر مقدار الربح الصافي الذي يحققه المساهمون في مؤسسة صيدال عن كل سهم عادي، يساعد هذا المؤشر المستثمرين على اختيار السهم ذي العائد الأعلى، والشكل التالي يبين تطوره:

الشكل رقم (3-6): تطور مؤشر ربحية السهم لمؤسسة صيدال.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات التداول، متوفرة على موقع بورصة الجزائر:

. **https://www.sgbv.dz/ar/index.php**

الاستنتاج الأول من الشكل السابق هو أن مؤسسة صيدال قد حققت أرباح طول فترة الدراسة، تميز هذا المؤشر بالتذبذب خلال فترة الدراسة، فانطلق سنة 2002 من قيمة 18.73 دج ليحقق أعلى قيمة سنة 2009 بقيمة 287.50 دج، لينهار بعدها سنة 2010 و يهوي إلى 110.22 دج، ليتعافى بعده ويصل إلى ثاني أعلى قيمة سنة 2013 بقيمة 265.81 دج، ليتخذ اتجاه هبوطي لسنتين متتاليتين ويسجل

انهيار سنة 2015 بقيمة 114.38، ثم ارتفع سنة 2016 لكنه عاد لاتجاهه الهبوطي سنوات 2018، 2019 و2020 ويسجل في هذه الأخيرة ثاني أدنى قيمة خلال فترة الدراسة بـ 18.99دج.

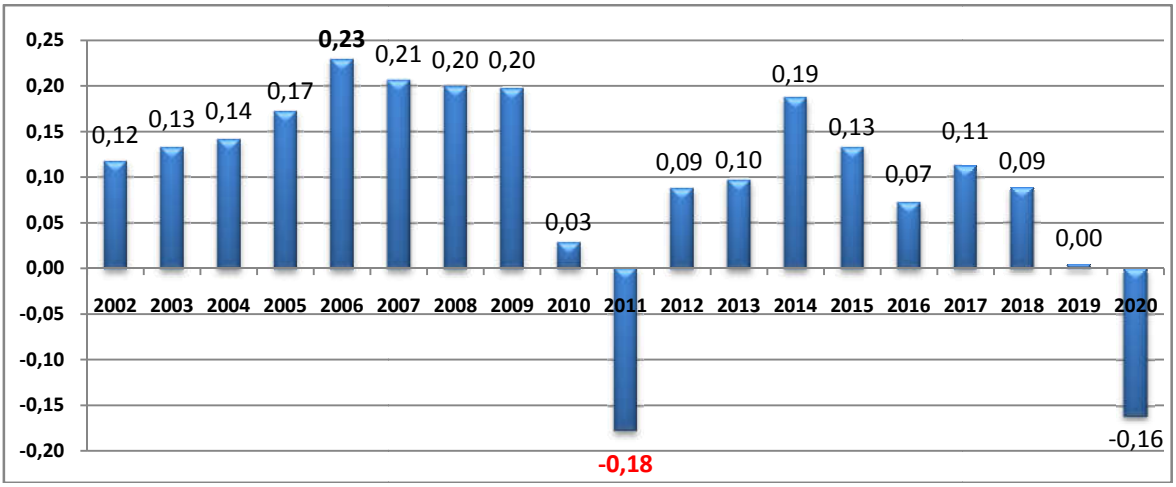
عموما مؤسسة صيدال قد حققت أرباح طول فترة الدراسة، لكن المؤشر عرف تذبذبا كبيرا، فانطلاقه من 18.73 دج وبلوغه 287.50 دج ووصوله في النهاية إلى 18.99 دج هو خير دليل، ومع بقاء عدد الأسهم ثابت بمقدار 10 مليون سهم فإن التذبذب في قيمة هذا المؤشر هو راجع لتذبذب الأرباح الصافية المحققة.

رابعا: تطور المؤشرات المالية لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة 2002-2020.

1. تحليل تطور مؤشر العائد على حقوق الملكية.

يبين الشكل البياني الآتي تطور مؤشر العائد على حقوق الملكية الخاص بمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي للفترة 2002-2020:

الشكل رقم (3-7): تطور مؤشر العائد على حقوق الملكية لمؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات التداول، متوفرة على موقع بورصة الجزائر:

. https://www.sgbv.dz/ar/index.php

عرف مؤشر ROE مرحلتين متباينتين، المرحلة الأولى كانت من (2002-2009) ، تميزت بتحسن في أداء المؤشر مع ثباته في آخر أربع سنوات حقق خلالها أعلى عائد قدر بـ 23%، وهو معدل يعتبر مرتفع نوعا ما إذا ما قورن بمعدلات الفائدة السائدة آنذاك، وبالاعتماد على معادلة Dupont نستنتج النقاط الآتية:

التغيرات في مؤشرا دوران إجمالي الأصول كانت ضعيفة، لأن تزايد مداخيل المؤسسة قابله سياسة توسعية ارتفعت من خلاله أصول المؤسسة نتيجة توجه الحكومة التي كانت تهدف إلى إحداث محيط ملائم ومحفز من أحل استقطاب السياح، وإعادة الاعتبار للمؤسسات الفندقية والسياحية قصد رفع قدرات الإيواء والاستقبال، وهو ما تضمنه قانون التنمية السياحية المستدامة 01/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003.

عرف هامش الربح منحى تصاعدي من خلال تزايد نشاط المؤسسة الذي تسبب في ارتفاع الأرباح.

عرف مؤشر المديونية ثباتا في قيمه، إذا لم تتجاوز نسبة الديون في المؤسسة حاجز 50% من خصوم المؤسسة وهو ما يعطي استقلالية مالية تحد من المخاطر.

خلال هذه المرحلة حقق المؤشر معدلات مرتفعة وهو ما يحقق تطلعات المساهمين خاصة مع انخفاض المخاطر بسبب عدم توجه المؤسسة نحو المديونية.

أما المرحلة الثانية والتي امتدت من (2010-2020) فقد تميز فيها المؤشر بتذبذب كبير، حيث عرف انهيارين في قيمته (2009) و (2019)، وكان هذا للأسباب التالية:

غيرت المؤسسة من سياستها اتجاه الدين، حيث تجاوزت نسبة اعتماد المؤسسة على الدين 57% سنة 2010، و 70% سنة 2011 لتوفير السيولة اللازمة للرفع من أصولها التي تزايدت كذلك من أجل مواجهة الطلب المتزايد، لكن هذه الإستراتيجية قابلها تراجع حاد في النشاط تسبب في انخفاض المبيعات والذي أدى إلى تراجع الأرباح بشكل كبير سنة 2010، وحققت خسارة في 2011، على الرغم من تخفيض تكاليفها خاصة فيما يخص تكاليف المستخدمين.

تعافى بعدها المؤشر، وحقق معدلات متباينة كانت بسبب الابتعاد عن الدين، وكذلك تزايد نشاط المؤسسة من خلال ارتفاع المداخيل الذي تسبب في ارتفاع الأرباح، أما فيما يخص الأصول فقد غيرت المؤسسة من إستراتيجيتها اتجاهها، حيث توقفت عن التوسع الضخم وشهدت هذه المرحلة تراجعا في أصولها خاصة الثابتة بداية من 2012.

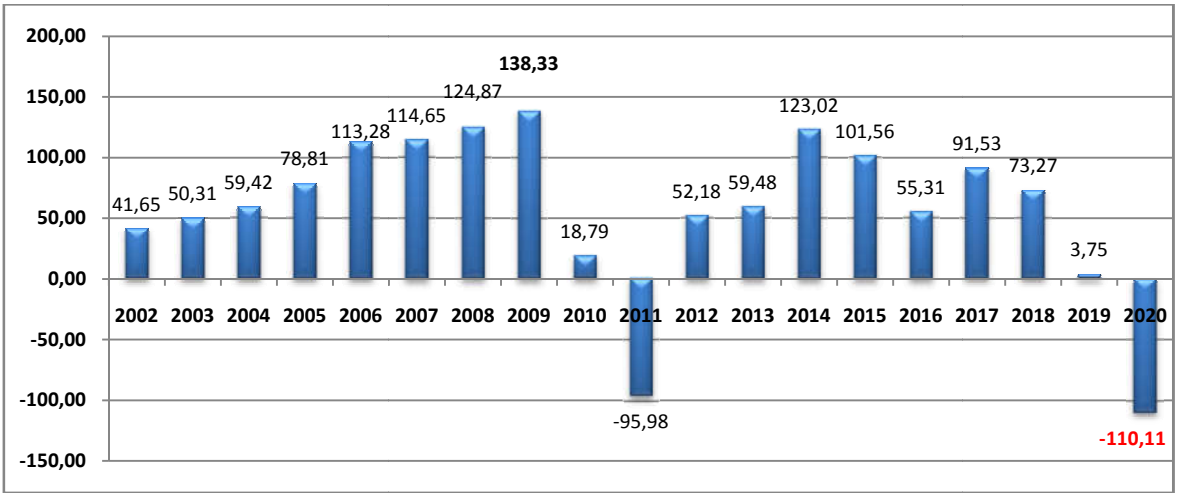
حدث سنة 2019 الانهيار الثاني في المؤشر، وسجل معدلا سلبيا في السنة التي تلتها، تزامن هذا مع تراجع النشاط في جميع القطاعات خاصة السياحية بسبب تفشي وباء كورونا وما تبعه من إجراءات الحجر الصحي التي تسببت في تراجع عائداتها.

عموما يمكن القول أن مؤسسة الاوراسي كانت تعتمد بشكل كبير على الدين على عكس مؤسسة صيدال، السبب الذي أدى إلى ارتفاع المؤشر واقتراب قيمته مع القيمة المحققة في مؤسسة صيدال.

2. تحليل تطور مؤشر ربحية السهم.

الشكل البياني الآتي يوضح تطور مؤشر ربحية سهم مؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي خلال الفترة 2002-2020:

الشكل رقم (3-8): تطور مؤشر ربحية السهم لمؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات التداول، متوفرة على موقع بورصة الجزائر:

. **https://www.sgbv.dz/ar/index.php**

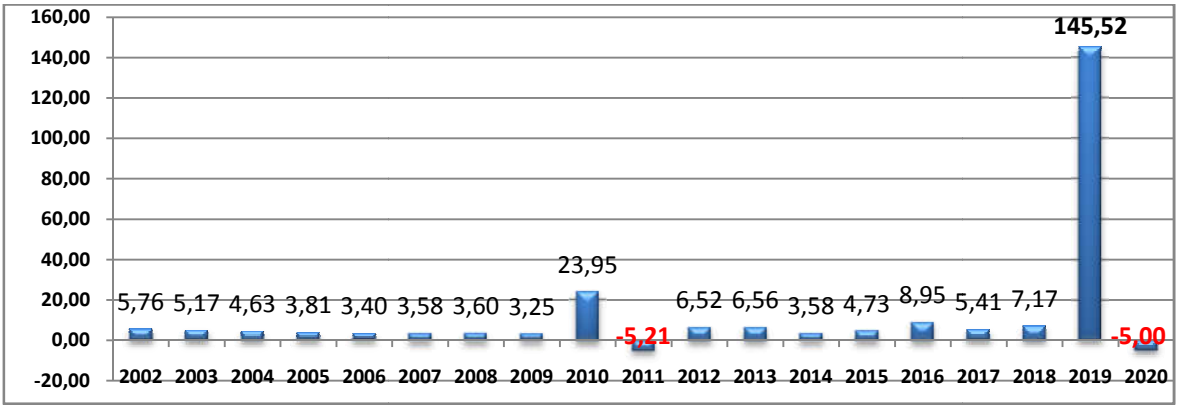
عرف مؤشر ربحية السهم تطورا ملحوظا في التسع سنوات الأولى من مرحلة الدراسة بسبب تزايد الأرباح، حيث انتقل من 41.65 دج للسهم سنة 2002 حتى وصل لقيمة قياسية سنة 2009 بلغت 138.33 دج، لكنها ضئيلة مقارنة بما حققه مؤشر ربحية سهم مؤسسة صيدال، لينهار بعدها ويحقق 18.79 دج سنة 2010 وقيمة سلبية 95.98- سنة 2011 بسبب تحقيق خسارة، تعافى بعدها المؤشر مع ارتفاع نشاط للمؤسسة وتزايد عائداتها وحقق قيما إيجابية لكنها ضعيفة إذا ما قورنت بالقيم التي حققها سهم مؤسسة صيدال خلال نفس الفترة، لينهار بعدها المؤشر سنة 2019 وحقق قيمة سلبية سنة 2020 تسببت فيها تراجع النشاط بسبب تفشي الوباء وتحقيق المؤسسة لخسارة.

3. تحليل تطور مؤشر سعر السهم إلى ربحيته.

يقيس هذا المؤشر القيمة السوقية التي يدفعها المستثمر مقابل كل دينار من أرباح الفترة لحالية، بالمقابل تدل النسبة المرتفعة على أن المستثمرين في سوق رأس المال يتوقعون مستقبل واعد للمؤسسة بسبب توقع

معدلات نمو مستقبلية مرتفعة ونمو كبير في الأرباح، أما النسبة المنخفضة فتدل على أن المؤسسة ذات نمو عادي ولديها مخاطر مرتفعة، والشكل البياني الآتي يبين لنا تطور هذا المؤشر الخاص بمؤسسة الاوراسي:

الشكل رقم (3–9): تطور مؤشر سعر السهم إلى ربحيته لمؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات التداول، متوفرة على موقع بورصة الجزائر:

. **https://www.sgbv.dz/ar/index.php**

عرف مؤشر سعر السهم إلى ربحيته استقرارا بقيم منخفضة خلال فترة الدراسة باستثناء الارتفاعين سنتي 2010 و2019، حيث حقق المؤشر خلال الفترة 2002-2009 نسبا منخفضة بسبب توقع المساهمين لمعدلات نمو منخفضة لهذه المؤسسة، بالإضافة للمخاطر المرتفعة اتجاه الاستثمار فيها، لأن القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة لا يعتبر من أولويات وتوجهات الحكومات المتتابعة، بالمقابل فإن القيمة المنخفضة تجذب المستثمرين أكثر لأنها تقيس القيمة التي يدفعونها لكل دينار من أربح الفترة الحالية.

وقد حقق ارتفاع سنة 2010 نظرا لاتجاه المؤسسة للرفع من أصولها الثابتة وهو ما أدى بالمساهمين لتوقع نمو أكبر وارتفاع الأرباح، لكن في السنة الموالية وبسبب تحقيق المؤسسة لخسارة انخفض المؤشر إلى ما دون الصفر وحقق قيمة سلبية، ليتعافى سنة 2012 ويعرف استقرارا نوعيا لكن كان كذلك بقيم منخفضة حتى سنة 2018، أما في سنة 2019 حقق قيمة قياسية ببلوغه 145.52، وقد كان هذا بسبب انخفاض ربحية السهم التي تسببت فيه تراجع مداخيل المؤسسة لإجراءات الحجر، وكذا لاستمرار القيمة السوقية لسهم المؤسسة في الارتفاع لأن المستثمرين كان لديهم توقع بعودة نشاط المؤسسة وعودة ارتفاع الأرباح، وسجل في السنة الموالية المؤشر قيمة سلبية تسببت فيه الخسارة المحققة.

المبحث الرابع: دراسة قياسية لأثر المؤشرات المالية لمؤسستي صيدال والأوراسي على القيمة السوقية لسهميهما.

سنحاول من خلال هذه الدراسة بناء نموذجين اقتصاديين قياسيين الأول خاص بمؤسسة صيدال والثاني خاص بمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي لتفسير اتجاه العلاقة بين الأجلين القصير والطويل بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في المؤشرات المالية والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للسهم، واختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، حيث سنقوم بتطبيق منهجية الانحدار الذاتي للتوزيعات المتباطئة ARDL على سلسلة البيانات السنوية للفترة 2002-2020.

المطلب الأول: الإطار العام للدراسة.

سنحاول من خلال هذا المطلب إعطاء صورة عامة عن الدراسة القياسية، وهذا من خلال تقديم مجتمع وعينة الدراسة، حدودها، مصادر البيانات، متغيرات الدراسة والأسلوب الإحصائي المتبع.

أولا: مجتمع الدراسة.

يشمل مجتمع الدراسة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، حيث تعتبر هذه البورصة السوق الرأسمالي الوحيد الذي يشتغل في هذا البلد.

ثانيا: عينة الدراسة.

تتمثل عينة الدراسة في مؤسستين من إجمالي سبعة مؤسسات تم تداول أسهمها في بورصة الجزائر منذ نشأتها، وهما مؤسسة صيدال ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، يعود سبب الاختيار إلى طول فترة تداول سهميما (منذ 1999 إلى يومنا هذا 2021/08/05)، بالمقابل كان تداول أسهم بقية المؤسسات لفترات قصيرة وهو ما يقلل عدد المشاهدات مما قد يؤثر على مصداقية الدراسة القياسية.

ثالثا: حدود الدراسة.

تشمل حدود الدراسة الحدود المكانية المتمثلة في بورصة الجزائر، والحدود الزمنية للفترة الممتدة من 2002 إلى 2020، نظرا لتوفر القوائم المالية للمؤسستين بداية من 2002، وهي فترة تعتبر كافية لدراسة تأثير المؤشرات المالية على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال وسهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.

رابعا: مصادر البيانات.

تحقيقا لأهداف الدراسة تم جمع البيانات البحثية الخاصة بمتغيرات الدراسة على أساس سنوي للفترة من 2002 إلى 2020 من مصدرين هما: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر من أجل الحصول على أسعار تداول أسهم المؤسسات محل الدراسة، والموقع الرسمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من أجل الحصول على القوائم المالية المنشورة الخاصة بالمؤسسات المدرجة في البورصة محل دراستنا.

خامسا: متغيرات الدراسة.

بناء على الأهداف المراد الوصول إليها في هذا البحث، وبالاعتماد على الدراسات السابقة، فقد شملت متغيرات الدراسة المتغير التابع ممثلا بالقيمة السوقية للسهم والمتغيرات المستقلة ممثلة بالمؤشرات المالية، وذلك على مستوى المؤسستين محل الدراسة، وهذا لبناء النموذج القياسي واستخدامها في اختبار فرضيات البحث.

I. المتغير التابع.

يتمثل المتغير التابع في القيمة السوقية للسهم (Market Value) معبرا عنها بسعر الإغلاق في البورصة في نهاية السنة.

II. المتغيرات المستقلة.

تم التعبير عن المتغيرات المستقلة بالمؤشرات المالية للمؤسسات على النحو التالي:

1. مؤشرات الربحية PR.

أ. العائد على الأصول ROA: ويحسب كمايلي:

العائد على الأصول = الربح الصافي المتاح لحملة الأسهم / إجمالي الأصول.

ب. العائد على حقوق الملكية ROE: ويحسب كمايلي:

العائد على حقوق الملكية = الربح الصافي المتاح لحملة الأسهم / حقوق الملكية.

2. مؤشرات السوق MR.

أ. مؤشر ربحية السهم الواحد EPS: ويحسب كما يلي:

ربحية السهم = الربح الصافي المتاح لحملة الأسهم / عدد الأسهم العادية.

ب. مؤشر سعر السهم إلى ربحيته PER: ويحسب كما يلي:

سعر السهم إلى ربحيته = القيمة السوقية للسهم / ربحية السهم.

سادسا: الأساليب المستخدمة.

تعتمد الدراسة على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL الذي قدمه (Pesaran & al) لإثبات صحة فروض البحث واختبار تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، يعود سبب اختيارنا لهذا النموذج لامتيازه بإمكانية تطبيقه في حال ما إذا كان حجم العينة صغير، ومن أجل ذلك تم الاستعانة بالبرنامج الإحصائي EVIEWS10 لمعالجة البيانات والقيام بمختلف الاختبارات التي تتطلبها منهجية ARDL.

المطلب الثاني: الدراسة القياسية لأثر المؤشرات المالية لمؤسسة صيدال على القيمة السوقية لسهمها.

سنحاول من خلال هذه المطلب بناء نموذج اقتصادي قياسي خاص بمؤسسة صيدال لتفسير اتجاه العلاقة بين الأجلين القصير والطويل بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في (EPS ،ROE،ROA) والمتغير التابع المتثمل في القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال، واختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، حيث سنقوم بتطبيق منهجية الانحدار الذاتي للتوزيعات المتباطئة ARDL على سلسلة البيانات السنوية للفترة 2002-2020.

أولا: صياغة النموذج الخاص بمؤسسة صيدال.

تم الاعتماد في صياغة النموذج مبدئيا على المتغيرات المستقلة التي أثبت اختبار الاستقرارية أن درجة تكاملها I(0)و I(1)، وتم استبعاد باقي المتغيرات لأنه الشرط الوحيد الذي يسمح بإجراء اختبار التكامل المشترك، ولكن وبعد تطوير عدة نماذج مكونة من مختلف المتغيرات المستقرة والقيام بمختلف الاختبارات عليها تبين عدم جدوى إدخال بعضها في النموذج نظرا لعدم وجود تكامل مشترك أو لعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات أو لمشاكل في الاختبارات التشخيصية للنموذج ولهذا تم استبعادها أيضا، وبناء على ما سبق تم الاعتماد على ثلاثة متغيرات مستقلة، آخذا النموذج الذي سنعتمد عليه الصيغة التالية:

$$MV = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 ROE + \beta_3 EPS + \varepsilon t$$

حيث:

- **MV**: القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال عند الاغلاق من 2002 إلى غاية 2020.
- **ROA**: مؤشر العائد على الأصول السنوي لمؤسسة صيدال.
- **ROE**: مؤشر العائد على حقوق الملكية السنوي لمؤسسة صيدال.
- **EPS**: مؤشر ربحية السهم الواحد السنوي لمؤسسة صيدال.
- **εt**: الأخطاء العشوائية.

ثانيا: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية.

تعتبر استقرارية السلاسل الزمنية مرحلة مهمة في دراسة التكامل المشترك بين المتغيرات، حيث يهدف اختبار استقرارية السلاسل الزمنية إلى جعل السلاسل الزمنية مستقرة وبالتالي التوصل إلى نتائج سليمة ومنطقية، وعند عدم استقرارها فإن النتائج تكون زائفة ومضللة، ويعتبر اختبار ديكي-فولر الموسع ADF (1979) أقوى وأفضل اختبارات الاستقرارية التي تختبر إمكانية احتواء السلسلة الزمنية على جذر الوحدة من عدمه، ويقوم على اختبار الفرضية التالية:

H_0: يوجد جذر الوحدة في السلسلة أي أن السلسلة الزمنية غير مستقرة.

H_1: لا يوجد جذر الوحدة في السلسلة أي أن السلسلة الزمنية مستقرة.

ويلخص الجدول التالي اختبار جذر الوحدة لجميع المتغيرات باستخدام اختبار ADF:

الجدول رقم (3-1): نتائج اختبارات الاستقرارية باستخدام اختبار ADF عند مستوى معنوية 5%.

المتغيرات	المستوى			الفرق الأول		
	None	Trend and Intercept	Intercept	None	Trend and Intercept	Intercept
MV	0.776686 (0.8711)	-3.857635 (0.0387)	-1.175617 (0.6575)	-5.199178 (0.0000)	-5.177106 (0.0042)	-5.315303 (0.0007)
ROA	-0.738501 0.3815	-2.556923 0.3008	-2.408222 0.1533	-6.907802 0.0000	-7.048565 0.0001	-6.706601 0.0000
ROE	-0.976325 0.2817	-2.361777 0.3842	-1.967952 0.2968	-6.394087 0.0000	-6.673562 0.0003	-6.218709 0.0001
EPS	-1.071084 0.2458	-1.847684 0.6390	-2.268407 0.1916	-6.238694 0.0000	-6.588210 0.0003	-6.033014 0.0002

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS10.

تشير نتائج اختبارات الاستقرارية لاختبار ADF والمبينة في الجدول رقم (3-1) إلى أن السلاسل الزمنية لكل من MV، ROA، ROE، EPS متكاملة من الدرجة الأولى، تمثل هذه النتائج مبررا لاستخدام أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة[1]، أما باقي السلاسل الزمنية فهي غير مستقرة وتم استبعادها لعدم إمكانية تطبيق اختبار التكامل المشترك عليها.

ثالثا: اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds Tests)

الهدف من استخدام اختبار التكامل المشترك وفق منهج الحدود هو التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل من عدمها بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة الداخلة في نموذج الدراسة بواسطة اختبار إحصائية (F)، فوفقا لـ(Pesaran & al 2001) فإن اختبار التكامل المشترك يرتكز على فرضية العدم التي تنص على عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج.

إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من الحد الأعلى للقيم الحرجة (I1 Bound) فإننا نرفض فرضية العدم وبالتالي نقر بوجود تكامل مشترك وعلاقة طويلة الأجل تتجه من المتغير المفسر إلى المتغير التابع، أما إذا كانت قيمة F المحسوبة أقل من الحد الأدنى للقيم الحرجة (I0 Bound) فإننا نقبل فرضية العدم، أما إذا كانت قيمة F المحسوبة أقل من (I1 Bound) وأكبر من (I0 Bound) فإننا نقع في منطقة عدم الحسم فيما إذا كان هناك تكامل مشترك أم لا، للإشارة فإن النموذج المختار تضمن ثلاث متغيرات مستقلة وهي متمثلة في ROA، ROE وEPS إضافة للمتغير التابع MV، والجدول التالي يلخص نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (3– 2): نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds Test).

	القيمة	عدد المتغيرات
إحصائية F-Statistics	9.008869	3
حدود القيمة الحرجة		
مستوى المعنوية	الحد الأدنى I0	الحد الأعلى I1
% 10	2.37	3.2
% 5	2.79	3.67
% 2.5	3.15	4.08
% 1	3.65	4.66

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS10.

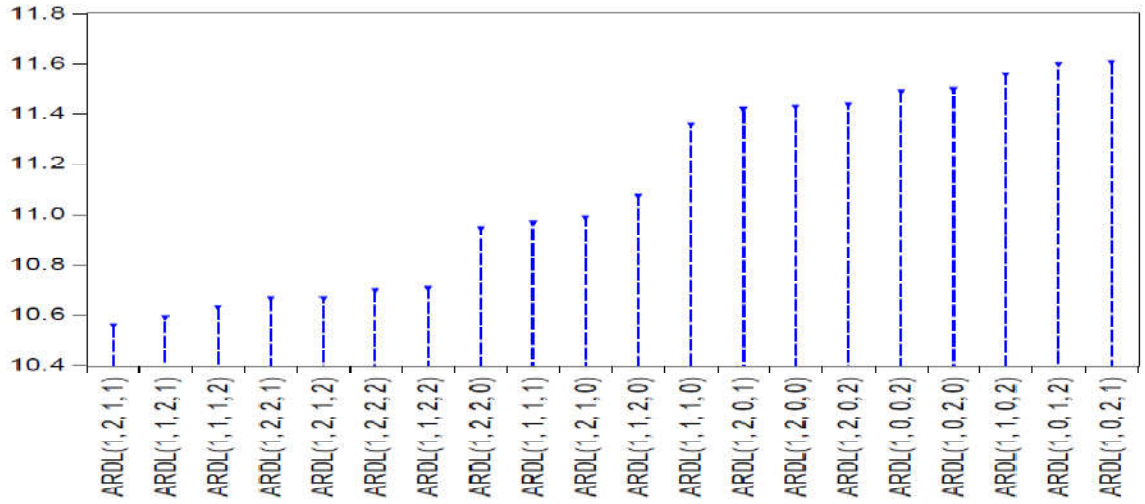
[1] Pesaran H & al. , Bound Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships, Journal of Applied Econometrics, Vol 16, N 3, 2001, p16.

من خلال الجدول (3-2) تشير إحصائية F لاختبار منهج الحدود (Bound Test) إلى القيمة 9.00 وهي أكبر من الحد الأعلى للقيمة الحرجة (I1 Bound) التي حددها (Pesaran & al) عند جميع مستويات المعنوية، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك وعلاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من المتغيرات المفسرة (المؤشرات المالية لمؤسسة صيدال) إلى المتغير التابع (القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال).

رابعا: تحديد فترة الإبطاء المثلى لمتغيرات النموذج.

من أجل تحديد فترة التباطؤ المثلى اعتمدنا على معيار Akaike info criteria مع تحديد فترات الإبطاء 2 كحد أعلى، واستنادا على مخرجات برنامج EVIEWS 10 تم الحصول على الشكل التالي:

الشكل رقم (3-10): تحديد فترة الإبطاء المثلى.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

يشير الشكل (3-10) على أن النموذج ARDL(1,2,1,1) هو النموذج الأمثل لتقدير علاقة التوازن في الأجل الطويل بناء على معيار AIC.

خامسا: تقدير نموذج الأجل الطويل.

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل وفق منهج اختبار الحدود، ينبغي الحصول على معلمات الأجل الطويل للنموذج المقدر، وهي مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3–3): تقدير معلمات نموذج الأجل الطويل باستخدام نموذج ARDL.

المتغيرات	المعلمات	T المحسوبة	الاحتمال
ROA	-324.3241	-3.731072	0.0058
ROE	123.3996	3.204843	0.0125
EPS	3.807021	5.444321	0.0006
C	427.2729	9.685336	0.0000
MV = -324.3240 * ROA + 123.3995 * ROE + 3.08070 * EPS +427.27			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

من خلال الجدول رقم (3–3) الخاص بتقدير معلمات نموذج الأجل الطويل يتضح مايلي:

– وجود تأثير سلبي للمؤشر ROA على القيمة السوقية للسهم، حيث يؤدي ارتفاع هذا المؤشر بـ1% إلى انخفاض القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال بـ 324.3 دج، وكان هذا الأثر معنوي إحصائيا، يشير التأثير السلبي إلى أن المستثمرين في سهم صيدال يعتبرون أن النمو في أصول هذه المؤسسة لا يتسبب في نمو أربحها، بالإضافة إلى أن الأموال المخصصة للاستثمار لم تستغل في توسيع أصولها الثابتة بشكل يطمئن المساهمين في حال تعرض المؤسسة لعسر مالي أو خطر التصفية، لهذا فإن ارتفاع مؤشر ROA يتسبب في عزوف المستثمرين عن شراء هذا السهم، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليه، وبالتالي انخفاض قيمته السوقية، جاءت هذه النتيجة موافقة لدراسة (كسري أسماء 2015)، ومخالفة لدراسة كل من (Thomas Arkan 2016)، (Herawati A, Putra S 2016).

– وجود تأثير إيجابي للمؤشر ROE على القيمة السوقية للسهم، حيث ارتفاع هذا المؤشر بـ1% يؤدي إلى ارتفاع القيمة السهم بـ 123.3 دج، وكان هذا التأثير معنوي إحصائيا، يعتمد المستثمرون في سهم مؤسسة صيدال على هذا المؤشر لمعرفة المردودية المالية، ويثقون في تأثيره الإيجابي كون المؤسسة تعتمد على الرافعة المالية بنسب منخفضة وهو ما يتسبب بارتفاع حقوق الملكية التي تؤثر على انخفاض المؤشر، لهذا فإن ارتفاع ROE يؤدي إلى زيادة الطلب على سهم صيدال بسبب انخفاض المخاطر وبالتالي ارتفاع قيمته السوقية، توافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة Ligocká,Stavárek2019

– وجود تأثير إيجابي للمؤشر EPS على القيمة السوقية للسهم، حيث أن ارتفاع هذا المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم بـ 3.80 دج، وكان هذا التأثير معنوي إحصائيا، هذا يدل على اهتمام المستثمرين بالسهم الذي تتزايد أرباحه بغض النظر عن توزيعها أو احتجازها، باعتبار

الأرباح المقياس الأساسي لنجاح المؤسسة، ودلالتها على أن إدارة المؤسسة نجحت في توفير الازدهار للمساهمين، الأمر الذي يتسبب في استقطاب مساهمين جدد وتزايد الطلب على السهم، مما يؤدي بقيمته السوقية إلى الارتفاع، جاءت هذه النتيجة مخالفة لما توصلت إليه دراسة (صالحي وقتال 2020) بشأن التأثير الضعيف للمؤشر EPS على قيمة سهم أليانس، فيما جاءت موافقة لما توصلت إليه دراسة (كسري أسماء 2015).

سادسا: تقدير نموذج تصحيح الخطأ للأجل القصير ECM.

يكشف معامل حد تصحيح الخطأ EC(t-1) عن صحة وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المدروسة في الأجل القصير، ويقيس سرعة التعديل أو التصحيح للقيم الفعلية للمتغير التابع في اتجاه قيمه التوازنية، فهو عبارة عن نسبة الخلل في التوازن في الفترة السابقة التي يتم تصحيحها في الفترة الحالية[1]، ونتائج التقدير مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3–4): نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل.

المتغيرات	المعلمات	T المحسوبة	الاحتمال
D ROA	-77.29288	-3.067613	0.0154
D ROA (-1)	-12.59536	-3.903255	0.0045
D ROE	11.72754	0.970303	0.3603
D EPS	1.355310	2.874965	0.0207
CointEq(-1)	-0.816301	-8.219886	0.0000
R^2=0.8638		R=0.8979	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

من خلال النتائج المبينة في الجدول (3–4) نلاحظ أن معامل تصحيح الخطأ CointEq(-1) جاءت قيمته سلبية وذو معنوية إحصائية، وهذا ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المدروسة، حيث بلغت قيمته 0.816301-، هذا يدل على إمكانية تصحيح الانحرافات الطويلة الأجل في القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال بنسبة 81%، أي حوالي 81% من الاختلال القصير الأجل في توازن قيمة السهم في الفترة السابقة يمكن تصحيحه في الفترة الحالية باتجاه العلاقة طويلة الأجل عند حدوث أي صدمة أو تغير في المتغيرات التفسيرية.

[1] تمار أمين، اختبار التكامل المشترك بين معدلات التضخم والاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر للفترة (1990–2016) باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، المجلد 03، العدد02 ، 2018، ص272.

تجاوزت قيمة معامل التحديد 0.86 وهو ما يدل على القدرة التفسيرية العالية للنموذج، هذا يعني أن المتغيرات المستقلة (ROA، ROE، EPS) تفسر 86% من تغير القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال، أما النسبة المتبقية فتفسرها عوامل أخرى.

تبين نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل أنها تتطابق مع نتائج نموذج طويل الأجل، إذ تتضح المعنوية الإحصائية للتأثير السلبي للعائد على الأصول على القيمة السوقية للسهم، وينطبق الأمر على مؤشر العائد على الأصول المبطئ لفترة واحدة.

أما بالنسبة للمؤشر ROE غير المبطئ فقد كان له تأثير إيجابي ولكن غير معنوي إحصائيا.

وبالنسبة للمؤشر EPS فقد كان له تأثير إيجابي في الأجل القصير وكان هذا التأثير معنويي إحصائيا.

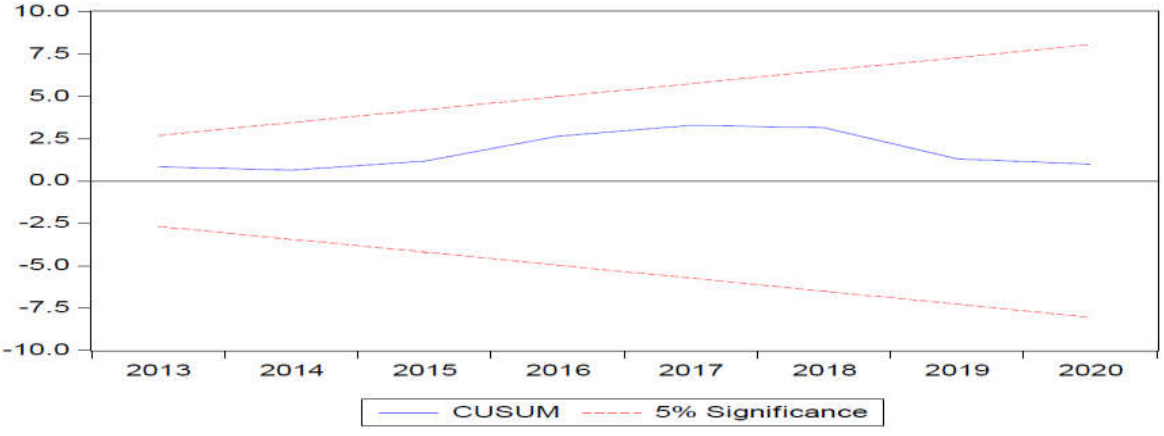
سابعا: اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج ARDL-ECM .

يهدف اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج المقدر إلى التأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية عبر الزمن، ومعرفة مدى استقرار وانسجام معلمات الأجل الطويل مع معلمات الأجل القصير، ولتحقيق ذلك يتم استخدام اختبارين هما:

- اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتتابعة CUSUM test
- اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتتابعة CUSUM of Squares test.

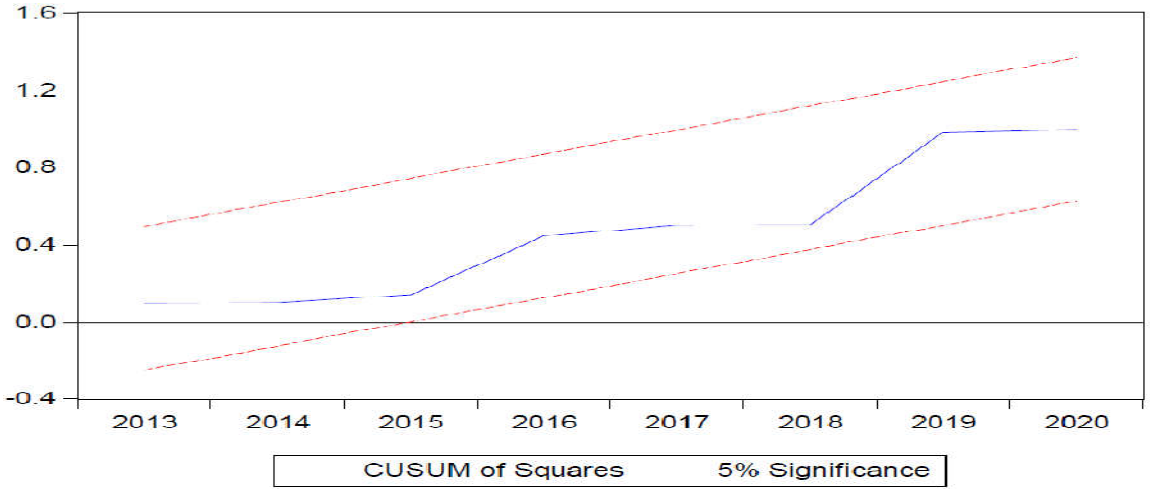
ويتحقق الاستقرار الهيكلي إذا كان التمثيل البياني لإحصائية كل من Cusum و CusumQ تقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وبعد تطبيق الاختبارين على نموذج دراستنا أظهرت النتائج الشكلين التاليين:

الشكل رقم (3-11): اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتتابعة CUSUM test .



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

الشكل رقم (3-12): اختبار المجموع التراكمي لمربعات للبواقي المتتابعة CUSUM of Squares .



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

من خلال الشكلين رقم (3-11) و(3-12) نلاحظ أن المنحنى البياني لكل من إحصائية المجموع للبواقي المتتابعة (CUSUM) وإحصائية المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتتابعة (CUSUM of Squares) يقعان داخل حدود المنطقة الحرجة عند مستوى معنوية 5%، مما يشير إلى وجود استقرار بين متغيرات الدراسة وانسجام في النموذج بين نتائج الأجل الطويل والأجل القصير خلال فترة الدراسة.

ثامنا: الاختبارات التشخيصية.

لتقييم مدى ملائمة النموذج المستخدم في الدراسة، لابد من إجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية والقياسية، حيث تتطلب جودة نموذج (ARDL) مايلي:

- خلو الدراسة من الارتباط الذاتي في بواقي معادلة الانحدار.
- ثبات تباين البواقي.
- البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.
- صحة الشكل الدالي المستخدم في النموذج.

1. اختبار الارتباط الذاتي Breush-godfrey serial correlation LM test.

يرتكز اختبار الارتباط الذاتي (LM –test) على فرضية العدم التي تنص على عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي لبواقي معادلة الانحدار، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (3–5): نتائج اختبار LM test.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F- statistique	3.189829	**Prob. F(2,6)**	0.1138
Obs*R-squared	8.760678	**Prob. Chi-Square(2)**	0.0125

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

يشير اختبار الارتباط الذاتي بأن F-sta تساوي 3.189 باحتمالية Prob F (2.6) تساوي 0.11، وهي قيمة أكبر من 5% مما يجعلنا نقبل فرضية العدم، التي تنص على عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي للبواقي.

2. اختبار عدم ثبات التباين Heteroskedasticity Test ARCH.

يرتكز اختبار عدم ثبات التباين على فرضية العدم التي تنص على ثبات حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر، والجدول التالي يبين لنا نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (3–6): نتائج اختبار Heteroskedasticity Test ARCH.

Heteroskedasticity Test : ARCH			
F- statistique	2.319566	**Prob. F(1.14)**	0.1500
Obs*R-squared	2.274145	**Prob. Chi-Square(1)**	0.1315

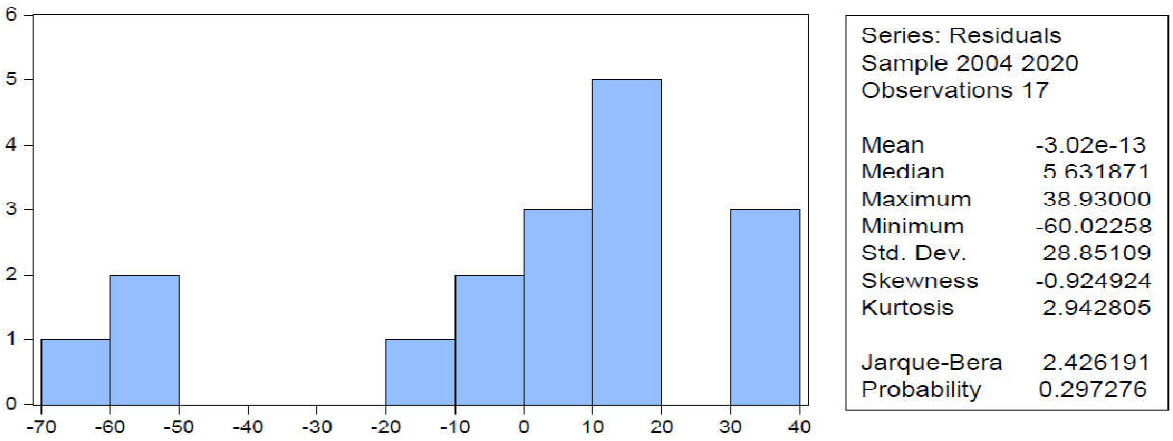
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

يشير اختبار ARCH بأن F-sta بلغت 2.319 باحتمالية Prob F (1.14) تساوي 0.15، وهي أكبر من 5% مما يجعلنا نقبل فرضية العدم التي تنص على ثبات تباين البواقي ، أي أن النموذج المقدر خال من مشكلة عدم التجانس.

3. اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج المقدر Jarque-Bera Nomality Test .

لاختبار طبيعة توزيع البواقي، سوف نستعين باختبار (Jarque-Bera) لاختبار فرضية العدم التي تنص على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، حيث تظهر نتائج الاختبار في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-13): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera .



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

يشير اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج بأن القيمة الاحتمالية لإحصائية Jarque-Bera تساوي 0.29 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5 %، مما يؤكد قبول فرضية العدم التي تنص على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

4. اختبار مدى ملائمة تحديد النموذج من حيث نوع الشكل الدالي Ramsey Reset Test

يبين اختبار Ramsey صحة الشكل الدالي المستخدم في النموذج من عدمه، حيث يرتكز هذا الاختبار على فرضية العدم التي تنص على أن النموذج محدد بشكل صحيح، وتظهر النتائج في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-7): نتائج اختبار Ramsey Reset.

Ramsey Reset Test			
t-statistic	0.604573	**Prob**	0.5645
F-statistique	0.365509	**Prob**	0.5645

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

يثبت اختبار Ramsey صحة الشكل الدالي المستخدم في النموذج، وذلك لأن القيمة الاحتمالية تساوي 0.56 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

من خلال نتائج جميع الاختبارات تبين أن النموذج القياسي المقدر الخاص بمؤسسة صيدال مقبول من الناحية الإحصائية والقياسية وبالتالي فهو صالح للتفسير الاقتصادي.

المطلب الثالث: الدراسة القياسية لأثر المؤشرات المالية لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي على القيمة السوقية لسهمها.

سنحاول من خلال هذه المطلب بناء نموذج اقتصادي قياسي خاص بمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي لتفسير اتجاه العلاقة بين الأجلين القصير والطويل بين المتغيرات المستقلة (PER،EPS،ROE) والمتغير التابع المتمثل في القيمة لسوقية لسهم مؤسسة الاوراسي واختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، بإتباع نفس المنهجية على سلسلة البيانات السنوية للفترة 2002-2020.

أولا: صياغة النموذج الخاص بمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.

تم الاعتماد في صياغة النموذج على ثلاثة متغيرات وهي ROE، EPS، PER وقد تم استبعاد باقي المتغيرات لعدم تكاملها من الدرجة I(0) أو I(1)، أو لعدم وجود تكامل مشترك بينها أو لتسببها في مشاكل في الاختبارات التشخيصية للنموذج، حيث سيؤخذ النموذج الذي سنعتمد عليه الصيغة التالية:

$$MV = \beta_0 + \beta_1 ROE + \beta_2 EPS + \beta_3 PER + \varepsilon t$$

حيث:

- **MV**: القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي عند الإغلاق من 2002 إلى غاية 2020.
- **ROE**: مؤشر العائد على حقوق الملكية السنوي لمؤسسة الأوراسي.
- **EPS**: مؤشر ربحية السهم الواحد السنوي لمؤسسة الأوراسي.
- **PER**: مؤشر سعر السهم إلى ربحيته السنوي لمؤسسة الأوراسي.
- εt: الأخطاء العشوائية.

ثانيا: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية.

يلخص الجدول التالي اختبار جذر الوحدة لمتغيرات النموذج باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع ADF:

الجدول رقم (3–8): نتائج اختبارات الاستقرارية باستخدام اختبار ADF عند مستوى معنوية 5%.

المتغيرات	المستوى			الفرق الأول		
	None	Trend and Intercept	Intercept	None	Trend and Intercept	Intercept
MV	1.084696 (0.9204)	-2.411201 (0.3621)	-1.564716 (0.4792)	-4.399139 (0.0002)	-4.779993 (0.0075)	-4.877264 (0.0014)
ROE	-1.477672 (0.1264)	-2.136486 (0.4930)	-1.521338 (0.5003)	-3.811075 (0.0008)	-3.825499 (0.0409)	-3.773719 (0.0125)
EPS	-1.445808 (0.1338)	-1.769311 (0.6767)	-1.598910 (0.4627)	-3.417984 0.0019	-3.509920 0.0304	-3.358715 (0.0280)
PER	-4.019580 (0.0004)	-5.168159 (0.0033)	-4.532589 (0.0025)	-	-	-

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS10.

تشير نتائج اختبارات الاستقرارية لاختبار ADF والمبينة في الجدول رقم (3–8) إلى أن السلاسل الزمنية لكل من MV، ROE، EPS، متكاملة من الدرجة الأولى، أما السلسة الزمنية الخاصة بالمؤشر PER فكانت مستقرة ومتكاملة عند المستوى I(0)، تمثل هذه النتائج مبررا لاستخدام أسلوب الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة[1].

ثالثا: اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds Tests)

يوضح الجدول التالي نتائج اختبار التكامل المشترك الذي يؤكد أو ينفي وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغير التابع (MV) والمتغيرات المستقلة (PER، EPS،ROE) الداخلة في نموذج الدراسة.

الجدول رقم (3–9): نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds Test).

	القيمة	عدد المتغيرات
إحصائية F-Statistics	4.908103	3
حدود القيمة الحرجة		
مستوى المعنوية	الحد الأدنى I0	الحد الأعلى I1
% 10	2.37	3.2
% 5	2.79	3.67
% 2.5	3.15	4.08
% 1	3.65	4.66

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS10.

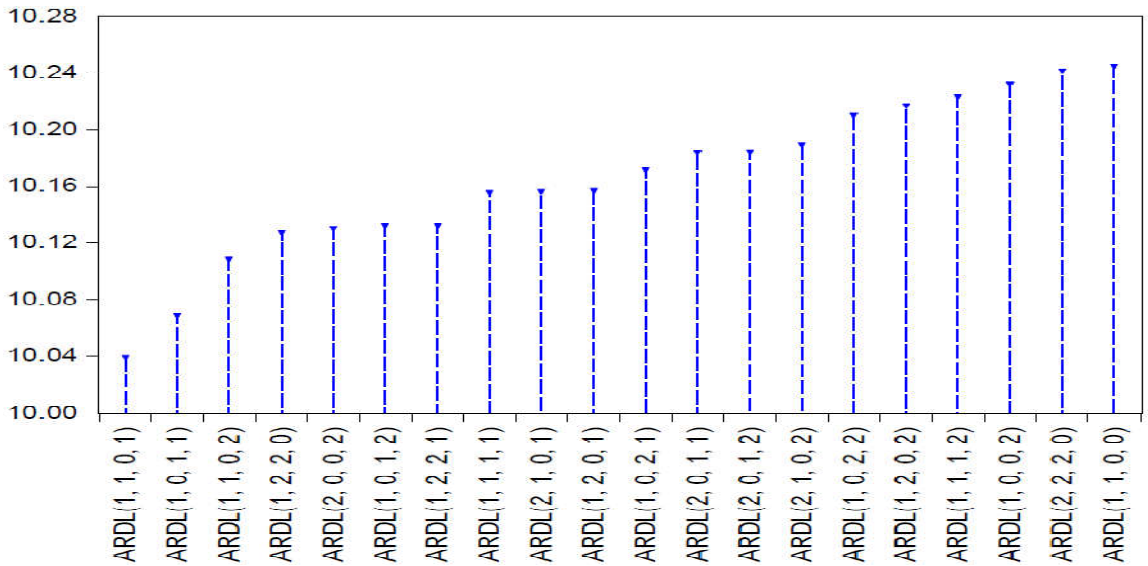
[1] Pesaran H and Al, Op Cit, p16.

من خلال الجدول (3-9) تشير إحصائية F لاختبار منهج الحدود (Bound Test) إلى القيمة 4.90 وهي أكبر من الحد الأعلى للقيمة الحرجة (I1 Bound) التي حددها (Pesaran & al) عند جميع مستويات المعنوية، وهذا يعني قبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك وعلاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من المتغيرات المفسرة (المؤشرات المالية لمؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي) إلى المتغير التابع (القيمة السوقية لسهم مؤسسة التسيير الفندقي الاوراسي).

رابعا: تحديد فترة الإبطاء المثلى لمتغيرات النموذج.

من أجل تحديد فترة التباطؤ المثلى اعتمدنا على معيار Akaike info criteria مع تحديد فترات الإبطاء 2 كحد أعلى، واستنادا على مخرجات برنامج EVIEWS 10 تم الحصول على الشكل التالي:

الشكل رقم (3-14): تحديد فترة الإبطاء المثلى.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

يشير الشكل (3-14) على أن النموذج ARDL(1,1,0,1) هو النموذج الأمثل لتقدير علاقة التوازن في الأجل الطويل بناء على معيار AIC.

خامسا: تقدير نموذج الأجل الطويل.

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل وفق منهج اختبار الحدود، ينبغي الحصول على معلمات الأجل الطويل للنموذج المقدر، وهي مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3–10): تقدير معلمات نموذج الأجل الطويل باستخدام نموذج ARDL.

المتغيرات	المعلمات	T المحسوبة	الاحتمال
ROE	-18.91091	-3.486385	0.0051
EPS	3.690192	4.606598	0.0008
PER	2.232238	2.788578	0.0176
C	372.9268	11.92327	0.0000
MV = -18.910909 * ROE + 3.6902 * EPS + 2.2322 * PER + 372.9268			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

من خلال الجدول رقم (3–10) الخاص بتقدير معلمات نموذج الأجل الطويل يتضح مايلي:

– وجود تأثير سلبي للمؤشر ROE على القيمة السوقية للسهم، حيث يؤدي ارتفاع هذا المؤشر بـ1% إلى انخفاض القيمة السوقية لسهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي بـ18.91دج، وكان هذا الأثر معنوي إحصائيا، إن ارتفاع هذا المؤشر يشير للمخاطر العالية الناجمة عن ارتفاع الدين في مؤسسة الأوراسي، ويتسبب ارتفاع المخاطر التي يتحملها حملة الأسهم الناجمة عن ارتفاع الدين إلى عزوف المستثمرين عن طلب السهم وبالتالي تنخفض قيمته السوقية، رغم أن ROE الخاص بمؤسسة الأوراسي جاءت قيمته متقاربة مع ROE الخاص بمؤسسة صيدال، إلا أن تأثيرهما كان مختلف، نظرا لتحفظ مؤسسة صيدال بشأن الديون مقارنة بمؤسسة الأوراسي، جاءت هذه النتيجة موافقة لما توصلت إليه دراسة (كسري أسماء 2016).

– وجود تأثير إيجابي للمؤشر EPS على القيمة السوقية للسهم، حيث يؤدي ارتفاع هذا المؤشر بوحدة واحدة إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم بـ 3.69 دج، وكان هذا التأثير معنوي إحصائيا، هذا يدل على أن المستثمرين في سهم مؤسسة الأوراسي يهتمون بتزايد أرباحه باعتبارها دلالة على نجاح إدارة المؤسسة في تحقيق أهداف المساهمين من خلال تعظيم عائدهم الجاري، وهذا ما يتسبب بتزايد الطلب على أسهم مؤسسة الأوراسي، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمته السوقية، تطابقت هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (كسري أسماء 2016).

- وجود تأثير إيجابي لمؤشر PER على القيمة السوقية للسهم، حيث أن ارتفاع هذا المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم بـ 2.23 دج، وكان هذا التأثير معنوي إحصائيا، هذا بسبب توقعات المستثمرين بنمو سريع في الأرباح المستقبلية لمؤسسة الأوراسي، وتوجه الدولة نحو تدعيم القطاع السياحي، وهو ما يؤدي إلى تزايد الطلب على السهم مما يرفع قيمته السوقية، هذه النتيجة جاءت موافقة لما توصل إليه (Fama, French 1992) وكذا لدراسة كل من (Lakonishok and al 1994)، (White 2000)، (Funda 2010) (كسري أسماء 2016).

سادسا: تقدير نموذج تصحيح الخطأ للأجل القصير ECM.

الجدول التالي يبين لنا نتائج تقدير هذا النموذج:

الجدول رقم (3-11): نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل.

المتغيرات	المعلمات	T المحسوبة	الاحتمال
D ROE	-14.08640	-6.743867	0.0000
D PER	0.477603	3.226959	0.0081
CointEq(-1)	-0.582139	-5.784837	0.0001
R^2=0.7076		**R=0.7420**	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

من خلال النتائج المبينة في الجدول (3-11) نلاحظ أن معامل تصحيح الخطأ CointEq(-1) جاءت قيمته سلبية وذو معنوية إحصائية، وهذا ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المدروسة، حيث بلغت قيمته 0.582139-، هذا يدل على إمكانية تصحيح الانحرافات الطويلة الأجل في القيمة السوقية لسهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي بنسبة 58%، أي حوالي 58% من الاختلال القصير الأجل في توازن قيمة السهم في الفترة السابقة يمكن تصحيحه في الفترة الحالية باتجاه العلاقة طويلة الأجل عند حدوث أي صدمة أو تغير في المتغيرات التفسيرية.

بالنسبة لمعامل التحديد فقد قدرت قيمته بـ 0.70، ما يعني المؤشرات (PER،EPS،ROE) تفسر أكثر من 70% من تغيرات القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي خلال الفترة 2002-2020، فيما النسبة المتبقية تفسرها عوامل أخرى.

تبين نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل أنها تتطابق مع نتائج نموذج الطويل الأجل، إذ تتضح المعنوية الإحصائية للتأثير السلبي للعائد على حقوق الملكية على القيمة السوقية للسهم.

وبالنسبة للمؤشر PER فقد كان له تأثير إيجابي في الأجل القصير وكان هذا التأثير معنوي إحصائيا.

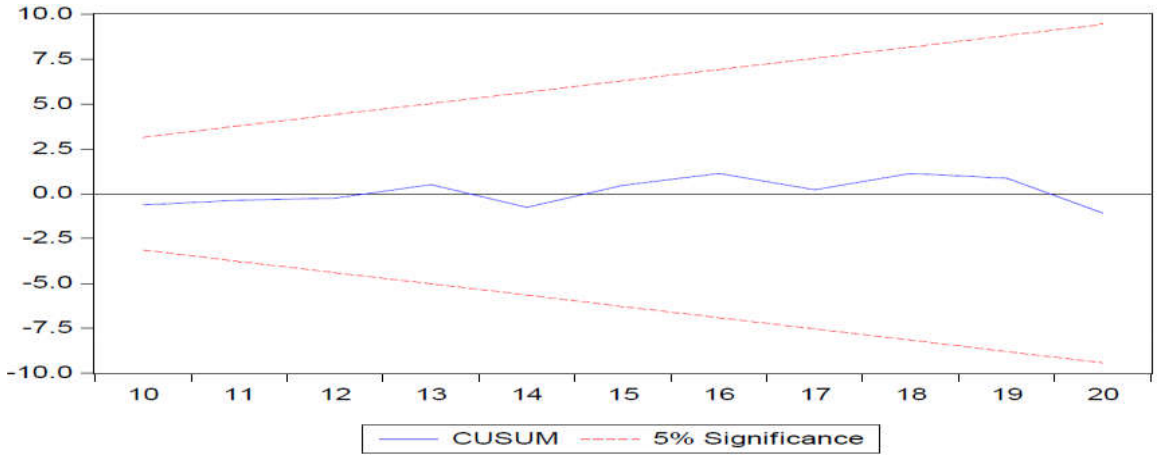
سابعا: اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات النموذج ARDL-ECM .

الخطوة الموالية هي اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج وهذا من خلال اختبارين هما:

- اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتتابعة CUSUM test
- اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتتابعة CUSUM of Squares test.

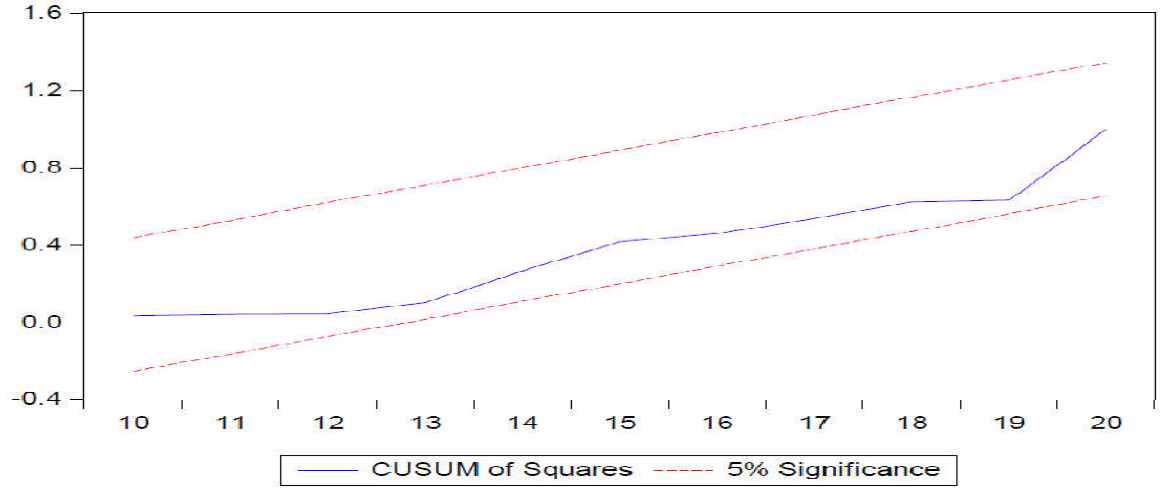
وبعد تطبيق الاختبارين على نموذج دراستنا أظهرت النتائج الشكلين التاليين:

الشكل رقم (3-15): اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتتابعة CUSUM test.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

الشكل رقم (3-16): اختبار المجموع التراكمي لمربعات للبواقي المتتابعة CUSUM of Squares .



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

من خلال الشكلين رقم (3-15) و(3-16) نلاحظ أن المنحنى البياني لكل من إحصائية المجموع للبواقي المتتابعة (CUSUM) وإحصائية المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتتابعة (CUSUM of

(Squares يقعان داخل حدود المنطقة الحرجة عند مستوى معنوية 5%، مما يشير إلى وجود استقرار بين متغيرات الدراسة وانسجام في النموذج بين نتائج الأجل الطويل والأجل القصير خلال فترة الدراسة.

ثامنا: الاختبارات التشخيصية.

لتقييم مدى ملائمة النموذج المستخدم في الدراسة، لابد من إجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية والقياسية، وهي كما يلي:

1. اختبار الارتباط الذاتي Breush-godfrey serial correlation LM test.

يوضح الجدول التالي نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (3-12): نتائج اختبار (LM test).

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F- statistique	0.231918	**Prob. F(2,9)**	0.7976
Obs*R-squared	0.882205	**Prob. Chi-Square(2)**	0.6433

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

يشير اختبار الارتباط الذاتي بأن F-sta تساوي 0.231918 باحتمالية Prob F (2.9) تساوي 0.79، وهي قيمة أكبر من 5% مما يجعلنا نقبل فرضية العدم، التي تنص على عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي للبواقي.

2. اختبار عدم ثبات التباين Heteroskedasticity Test ARCH.

يرتكز اختبار عدم ثبات التباين على فرضية العدم التي تنص على ثبات حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر، والجدول التالي يبين لنا نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (3-13): نتائج اختبار Heteroskedasticity Test ARCH.

Heteroskedasticity Test : ARCH			
F- statistique	0.565152	**Prob. F(1.15)**	0.4638
Obs*R-squared	0.617250	**Prob. Chi-Square(1)**	0.4321

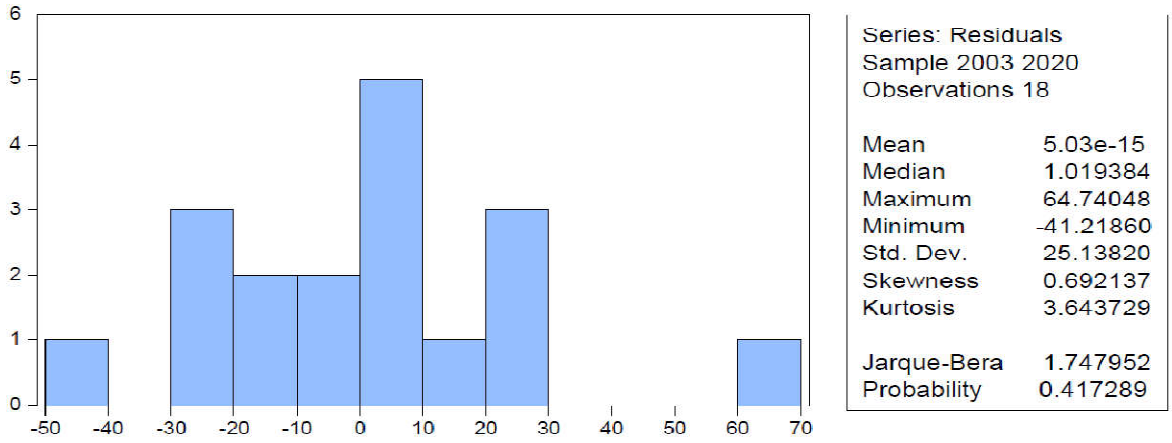
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

يشير اختبار ARCH بأن F-sta بلغت 0.565 باحتمالية Prob F (1.15) تساوي 0.46 وهي أكبر من 5% مما يجعلنا نقبل فرضية العدم التي تنص على ثبات تباين البواقي، أي أن النموذج المقدر خال من مشكلة عدم التجانس.

3. اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج المقدر Jarque-Bera Nomality Test .

لاختبار طبيعة توزيع البواقي، سوف نستعين باختبار (Jarque-Bera) لاختبار فرضية العدم التي تنص على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، حيث تظهر نتائج الاختبار في الشكل التالي:

الشكل رقم (3–17): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي (Jarque-Bera)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

يشير اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج بأن القيمة الاحتمالية لإحصائية Jarque-Bera (Prob = 0.41) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5 %، مما يؤكد قبول فرضية العدم التي تنص على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي

4. اختبار مدى ملائمة تحديد النموذج من حيث نوع الشكل الدالي Ramsey Reset Test .

يبين اختبار Ramsey صحة الشكل الدالي المستخدم في النموذج من عدمه، حيث يرتكز هذا الاختبار على فرضية العدم التي تنص على أن النموذج محدد بشكل صحيح، وتظهر النتائج في الجدول التالي:

الجدول رقم (3–14): نتائج اختبار Ramsey Reset.

Ramsey Reset Test			
t-statistic	0.952641	**Prob**	0.3632
F-statistique	0.907525	**Prob**	0.3632

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

يثبت اختبار Ramsey صحة الشكل الدالي المستخدم في النموذج وذلك لأن القيمة الاحتمالية 0.36 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

من خلال نتائج جميع الاختبارات تبين أن النموذج القياسي المقدر الخاص بمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي مقبول من الناحية الإحصائية والقياسية وبالتالي فهو صالح للتفسير الاقتصادي.

خلاصة.

سمح إنشاء بورصة الجزائر في تكريس عملية الخوصصة الجزئية لبعض المؤسسات الاقتصادية العمومية، بالإضافة لرفع رأس مال بعض المؤسسات الخاصة، حيث كانت البداية مع مؤسسة الرياض سطيف كأول مؤسسة تم إدراجها في بورصة الجزائر سنة 1998، ثم تلتها دخول مؤسسات أخرى سواء كانت مؤسسات عمومية أو خاصة، لكن وبالرغم من طول مدة بداية نشاط بورصة الجزائر إلا أنه لم يدرج في السوق الرئيسي أكثر من ستة مؤسسات، انخفض عددها حاليا (أوت 2021) إلى أربعة مؤسسات، أما سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والذي أنشئ سنة 2012 فلم يستطع استقطاب سوى مؤسسة وحيدة.

عدد المؤسسات المدرجة الضعيف هو مؤشر عن العزوف الملاحظ الذي تبديه مؤسسات القطاع العام والخاص على الرغم من المزايا الجبائية المقدمة، الشيء الذي ألقى بظلاله على نشاط بورصة الجزائر من خلال انخفاض الرسملة السوقية وحجم التداولات.

حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار أثر المؤشرات المالية لمؤسستي صيدال والاوراسي على القيمة السوقية لسهميهما من خلال منهجية ARDL، وقد خلصنا إلى مجموعة من النتائج هي كما يلي:

- تشير نتائج اختبار تحليل الحدود للنموذجين على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين:
  - ✓ المتغيرات المستقلة (EPS،ROE،ROA) والمتغير التابع (MV) لسهم مؤسسة صيدال.
  - ✓ المتغيرات المستقلة (PER،EPS،ROE) والمتغير التابع (MV) لسهم مؤسسة الأوراسي.
- يؤثر المؤشر ROA سلبيا على القيمة السوقية لسهم صيدال، فيما كان تأثير المؤشران ROE EPS إيجابيا، بالمقابل فإن المؤشر ROE أثر سلبيا على القيمة السوقية لسهم مؤسسة الاوراسي، فيما جاء تأثير مؤشر EPS وPER إيجابي.
- دلت كل الاختبارات التشخيصية على صلاحية وجودة النموذجين.

من خلال هذه النتائج يتبين لنا أهمية المؤشرات المالية ومدى تأثيرها على حركة القيمة السوقية لسهمي مؤسسة صيدال والأوراسي خلال فترة الدراسة، حيث كان لهذه العوامل تأثيرات متباينة بمستويات مختلفة، هذه النتائج تبين أن المستثمرين في سهمي المؤسستين المذكورتين يولون أهمية كبيرة للمؤشرات التقليدية نظرا لسهولة حسابها وبساطة تحليلها من أجل بناء استراتيجياتهم الاستثمارية والاعتماد عليها في اتخاذ القرارات.

خاتمة

يسعى المستثمرون في أسواق رأس المال إلى تحقيق أكبر عائد ممكن وذلك في حدود مستويات مقبولة من المخاطرة، ويتوقف نجاحهم في تحقيق هذا الهدف على مدى قدرتهم في إدارة استثماراتهم، حيث يعتبر التحليل العميق وفي الوقت المناسب للكم الهائل من المعلومات التي تصل إلى السوق الركيزة الأساسية التي يعتمد عليها المستثمرون في صياغة قراراتهم المتعلقة بتداول الأسهم، وهذا من خلال أسلوب التحليل الأساسي الذي من شأنه المساعدة على اتخاذ القرار الاستثماري الصائب.

كما لا يمكننا الفصل بين كفاءة سوق رأس المال ومدى توفر المعلومات الضرورية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، فانعكاس جميع المعلومات المتاحة على القيمة السوقية للسهم يحقق الكفاءة، وطبيعة المعلومة تحدد درجة الكفاءة، هذا دون تجاهل العامل النفسي وتسببه في اختلاف تحليل المعلومات الواردة للسوق من مستثمر لآخر، وهو ما يتسبب في تشكل أسعار الأسهم بعيدا عن العقلانية.

تعتبر المعلومات الخاصة بالمحيط الداخلي للمؤسسة من أهم المعلومات التي يجب على المتعاملين في أسواق رأس المال تحليلها، لأن القيمة السوقية للسهم تعكس عوامل الضعف والقوة لدى المؤسسة، فتتأثر إيجابيا بقوة أدائها سواء ما تعلق بموقعها الحالي أو بأدائها التاريخي أو بربحيتها أو بتوازن مركزها المالي، وتتأثر سلبيا بتراجع أدائها المالي، ومن أهم أدوات تحليل المركز المالي للمؤسسة نجد المؤشرات المالية، لهذا يتوجب على المستثمرين تتبع جميع أنواع المؤشرات ودراسة طبيعة تأثيرها على القيمة السوقية للسهم من أجل اتخاذ قرار استثماري صائب، أما إدارة المؤسسة فيتوجب عليها تحسين تلك المؤشرات التي ثبت تأثيرها من أجل تعظيم القيمة السوقية للسهم وبالتالي قيمة المؤسسة.

إن اختلاف تأثير المؤشرات المالية على القيم السوقية للأسهم باختلاف الأسواق والأسهم، هو الأمر الذي تطلب منا معالجة إشكالية بحثنا من خلال سوق رأس المال الجزائري، السوق الذي أنشئ ليلبي متطلبات التحول من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق، والذي على الرغم من الجهود المبذولة من طرف الدولة الجزائرية لتعزيزه من خلال عديد التشريعات والإصلاحات، إلا أنه لم يستقطب الكثير من المؤسسات.

وبناءا على الدراسة التطبيقية التي قمنا بها على مؤسسة صيدال ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، من خلال جمع البيانات المالية من القوائم المالية المنشورة، وبعد حساب بعض المؤشرات المالية المتعلقة بالمتغيرات المستقلة والقيام بعملية التحليل المالي بغية تحديد نقاط القوة والضعف، والقيام بالدراسة الإحصائية التي جمعت بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للسهم خلال الفترة

من 2002 إلى 2020، وتحديد الأثر، وربط النتائج مع الدراسات السابقة، خلصت الدراسة إلى اختبار الفرضيات المصاغة وإعطاء مجموعة من النتائج والاقتراحات، وهو ما سيتم التطرق إليه.

1. اختبار الفرضيات.

تنص الفرضية الرئيسية على:

وجود تأثير للمؤشرات المالية الخاصة بالمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر على القيمة السوقية لسهمها.

حيث تتفرع هذه الفرضية إلى ستة فرضيات فرعية، ولاختبارها تم الاعتماد على نماذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية الموزعة ARDL ، فجاءت نتائج اختبار الفرضيات وفقا للنتائج المتوصل إليها كمايلي:

أ. الفرضية الفرعية الأولى.

أثبتت نتائج تقدير النموذج طويل الأجل الخاص بمؤسسة صيدال صحة الفرضية الأولى التي تنص على وجود تأثير لمؤشر العائد على الأصول (ROA) على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال، وقد جاء هذا التأثير سلبيا وذو معنوية إحصائية، فارتفاع المؤشر بـ 1% يؤدي إلى انخفاض قيمة السهم بـ 324.3 دينار جزائري، وما يثبت الدلالة الإحصائية للتأثير هو قيمته الاحتمالية التي قدرت بـ 0.0058.

ب. الفرضية الفرعية الثانية.

فما يخص اختبار الفرضية الثانية التي تنص على وجود تأثير لمؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) على القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال، فقد أثبتت النتائج صحتها، وقد جاء هذا التأثير إيجابيا وذو معنوية إحصائية، فارتفاع المؤشر بـ 1% يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم بـ 123.3 دينار جزائري، وما يثبت الدلالة الإحصائية للتأثير هو قيمته الاحتمالية التي قدرت بـ 0.0125.

ت. الفرضية الفرعية الثالثة.

من خلال نتائج النموذج الخاص بمؤسسة صيدال واعتمادا على تقدير نموذج طويل الأجل توصلنا إلى وجود تأثير لمؤشر ربحية السهم (EPS) على القيمة السوقية للسهم، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة،

وقد جاء التأثير إيجابيا ومعنوي إحصائيا، فارتفاع المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم بـ 3.80 دينار جزائري، وقدرت القيمة الاحتمالية لهذا التأثير بـ 0.0006.

ث. الفرضية الفرعية الرابعة.

أثبتت نتائج تقدير النموذج طويل الأجل الخاص بمؤسسة الأوراسي صحة الفرضية الرابعة التي تنص على وجود تأثير لمؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) على القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي، وقد جاء هذا التأثير سلبيا وذو معنوية إحصائية، فارتفاع المؤشر بـ 1% يؤدي إلى انخفاض قيمة السهم بـ 18.91 دينار جزائري، وما يثبت الدلالة الإحصائية للتأثير هو قيمته الاحتمالية التي قدرت بـ 0.0051.

ج. الفرضية الفرعية الخامسة.

فما يخص اختبار الفرضية الخامسة التي تنص على وجود تأثير لمؤشر ربحية السهم (EPS) على القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي، فقد أثبتت النتائج صحتها، وقد جاء هذا التأثير إيجابيا ومعنوي إحصائيا، فارتفاع المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم بـ 3.69 دينار جزائري، وما يثبت الدلالة الإحصائية للتأثير هو قيمته الاحتمالية التي قدرت بـ 0.0008.

ح. الفرضية الفرعية السادسة.

من خلال نتائج النموذج الخاص بمؤسسة الأوراسي واعتمادا على تقدير نموذج طويل الأجل توصلنا إلى وجود تأثير لمؤشر سعر السهم إلى ربحيته (PER) على القيمة السوقية للسهم، وهو ما يثبت صحة الفرضية السادسة، وقد جاء التأثير إيجابيا وبمعنوية إحصائية، فارتفاع المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم بـ 2.23 دينار جزائري، وقدرت القيمة الاحتمالية لهذا التأثير بـ 0.0176.

2. النتائج المتوصل إليها.

توصلنا في نهاية هذا البحث إلى جملة من النتائج، سنستعرضها في مايلي:

- تمثل البورصة حافزا للمؤسسات المدرجة أسهمها فيها تمكنها من متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها، ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسين أسعار الأسهم، وبالتالي الرفع من القيمة السوقية للمؤسسة.
- تتأثر القيمة السوقية للسهم بعاملي العرض والطلب عليه في السوق.

- يتأثر عاملي العرض والطلب على السهم بعدد كبير من العوامل المتمثلة في الكم الهائل من المعلومات التي ترد إلى السوق.

- تمثل المعلومات الركيزة الأساسية التي يعتمد عليها جميع المتعاملين في أسواق رأس المال من أجل اتخاذ القرار الاستثماري.

- يتم تحليل المعلومات التي تصل إلى سوق رأس المال تحليلا عميقا من خلال أسلوبين هما التحليل الفني والتحليل الأساسي لاتخاذ القرار الاستثماري الملائم.

- بعد أسواق رأس المال عن فرضية الكفاءة يعني انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية، مما يفسح المجال أمام بعض المستثمرين باستغلال معلومات معينة لتحقيق عوائد غير عادية.

- جاءت المالية السلوكية لتكمل فرضية الكفاءة من خلال تقديم نماذج مالية تفسر التشوهات التي عجزت عن تفسيرها فرضية الكفاءة.

- يختلف تأثير الكم الهائل للمعلومات على القيمة السوقية للأسهم من سوق لآخر ومن سهم لآخر، مما يتطلب دراسة طبيعة تأثيرها على كل سوق وعلى كل سهم.

- تعتبر المعلومات المحاسبية والمالية من أهم المعلومات التي يعتمد عليها المتعاملون في أسواق رأس المال لاتخاذ القرار الاستثماري.

- يعتبر التحليل المالي من خلال المؤشرات المالية من أهم الطرق المستخدمة في تحليل المعلومات المحاسبية.

- يأخذ الإدراج في بورصة الجزائر عدة أشكال، إما فتح رأس المال إذا كانت المؤسسة لم تصدر أسهم بعد، أو الخوصصة بالنسبة لمؤسسات القطاع العام، أو رفع رأس المال.

- يقتصر التداول في بورصة الجزائر على الأسهم العادية، سندات الدين وسندات الخزينة العمومية على الرغم من أن المشرع الجزائري ميز العديد من الأدوات المالية التي يمكن تداولها ببورصة الجزائر.

- لا يتم تداول أي سند في سوق السندات منذ خروج مؤسسة دحلي سنة 2015.

- لا يزال عدد المؤسسات المدرجة في السوق الرئيسي لبورصة الجزائر محدودا، حيث يقدر حاليا (أوت 2021) بأربع مؤسسات فقط، أما سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والذي أنشئ سنة 2012 فلم يستطع استقطاب سوى مؤسسة واحدة، وهو مؤشر عن العزوف الملاحظ الذي تبديه مؤسسات القطاع العام والخاص، الأمر الذي ألقى بضلاله على نشاط بورصة الجزائر.

- تعتبر مؤسسة أليانس للتأمينات أول مؤسسة خاصة تدرج في البورصة سنة 2011.
- تمثل المؤسسات المدرجة حاليا في بورصة الجزائر ثلاث قطاعات، هي القطاع الصيدلاني، القطاع السياحي وقطاع التأمينات.
- تراجع القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال مقارنة بقيمة الإصدار، ولكنها كانت مرتفعة مقارنة بالقيمة الاسمية طول فترة الدراسة.
- حقق سهم مؤسسة الأوراسي ارتفاعا في القيمة السوقية تجاوز قيمة الإصدار خلال أغلب سنوات فترة الدراسة، ونفس الشيء بالمقارنة مع قيمته الاسمية.

عرفت الدراسة القياسية العديد من النتائج نلخصها في النقاط الآتية:

- تشير نتائج اختبار تحليل الحدود للنموذج الخاص بمؤسسة صيدال بوجود تكامل مشترك (علاقة توازنية طويلة الأجل) تتجه من المتغيرات المستقلة (EPS،ROE،ROA) إلى القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال، أما فيما يخص النموذج الثاني فقد أشارت لوجود تكامل مشترك يتجه من (PER،EPS،ROE) إلى القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي.
- يؤثر مؤشر (ROA) الخاص بمؤسسة صيدال سلبيا على القيمة السوقية لسهمها.
- يؤثر مؤشر (ROE) الخاص بمؤسسة صيدال إيجابيا على القيمة السوقية لسهمها.
- يؤثر مؤشر (EPS) الخاص بمؤسسة صيدال إيجابيا على القيمة السوقية لسهمها.
- يؤثر مؤشر (ROE) الخاص بمؤسسة الأوراسي سلبيا على القيمة السوقية لسهمها.
- يؤثر مؤشر (EPS) الخاص بمؤسسة الأوراسي إيجابيا على القيمة السوقية لسهمها.
- يؤثر مؤشر (PER) الخاص بمؤسسة الأوراسي إيجابيا على القيمة السوقية لسهمها.
- تفسر المؤشرات (EPS،ROE،ROA) أكثر من 86% من تغيرات القيمة السوقية لسهم مؤسسة صيدال.
- تفسر المؤشرات (PER،EPS،ROE) أكثر من 70% من تغيرات القيمة السوقية لسهم مؤسسة الأوراسي.
- يولي المستثمرون أهمية لحجم الديون التي تعتمد عليها المؤسستان محل الدراسة، حيث يزداد الطلب على أسهم المؤسسات التي تتحفظ اتجاه الديون.

من خلال هذه النتائج يتبين لنا أهمية المعلومات المحاسبية وخاصة المؤشرات المالية ومدى تأثيرها على القيم السوقية لسهمي مؤسسة صيدال والأوراسي، حيث أن لهذه المؤشرات تأثيرات مختلفة وبمستويات متباينة، هذه النتائج تبين أن المستثمرين في بورصة الجزائر يولون أهمية كبيرة لعوامل المحيط الداخلي للمؤسسة وخاصة المؤشرات المالية من أجل بناء إستراتيجيتهم الاستثمارية والاعتماد عليها في عملية التحليل قصد اتخاذ قراراتهم.

3. اقتراحات الدراسة.

انطلاقا من النتائج الموضحة أعلاه ومن اختبار الفرضيات سنحاول أن نلخص مجموعة من الاقتراحات في النقاط التالية:

- يستوجب على المتعاملين ببورصة الجزائر متابعة جميع المعلومات التي ترد إلى السوق في الوقت المناسب وخاصة ما تعلق بالقوائم المالية التي تصدرها المؤسسات المدرجة.
- إنشاء بنك للمعلومات المالية الخاصة ببورصة الجزائر مهمتها تجميع البيانات الإحصائية والتاريخية التي يحتاجها المستثمرون والباحثون والمتعلقة بالمؤسسات المدرجة.
- تشجيع إنشاء المؤسسات المتخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها، وذلك لمساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات، وكذلك من أجل جذب المدخرات المالية التي توجه لاستثمارات أخرى، شريطة أن تكون محايدة في تقاريرها.
- إلزام المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر على عرض قوائمها المالية شهريا، ثلاثيا وسداسيا حتى يتمكن متخذ القرار من متابعة وتقييم الوضع الحالي للمؤسسة.
- ينبغي على المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر بالبحث على العوامل التي تؤثر على قيمة سهمها السوقية، مع التركيز على التحليل المالي من خلال تحسين مؤشراتها المالية التي يثبت تأثيرها، من أجل تعظيم القيمة السوقية للسهم وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.
- توعية المستثمرين في سوق رأس المال بأهمية التحليل المالي، وكيفية الاستفادة من المؤشرات المالية، لترشيد قراراتهم الاستثمارية.
- ضرورة الاهتمام بحركة المؤشرات المالية لمؤسستي صيدال والأوراسي من طرف المستثمرين في بورصة الجزائر والعمل على تحليلها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

- ضرورة الاهتمام أكثر بالجانب الإعلامي لبورصة الجزائر من خلال توفير وسائل إعلامية متخصصة تغطي السوق، وتقدم شروحات مفصلة ومبسطة للجمهور، وتستعرض وتحلل واقع وآفاق المؤسسات المدرجة وأحوال الأسعار، وعدم الاكتفاء بنشريات خاصة لا يفهمها إلا المتخصصين.
- وقف دعم الدولة للمؤسسات العمومية التي تتجه نحو الإفلاس، وخوصصتها عن طريق فتح رأس مالها ببورصة الجزائر، من أجل ضمان تسيير إداري أفضل، وكذا زيادة عدد المؤسسات المدرجة من أجل تنشيط البورصة.
- وقف دعم الدولة للشركات الرياضية للأندية المحترفة باعتبارها شركات ذات أسهم، وتشجيعها على اللجوء للبورصة من أجل طلب التمويل، وتقييم أسهمها، وتعزيز شهرتها وسمعتها على المستوى القاري
- زيادة عدد جلسات التداول، حيث أن ثلاث جلسات في الأسبوع تعتبر غير كافية لإضفاء الحركية وتنشيط السوق.
- تشجيع ومساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للجوء إلى بورصة الجزائر للحصول على التمويل.

آفاق الدراسة.

بعد دراستنا لموضوع بحثنا المتمثل في أثر المؤشرات المالية للمؤسسات الاقتصادية على القيمة السوقية لسهمها، ظهرت لنا بعض النقائص والجوانب التي لم يتسن لنا التطرق لها في بحثنا، وارتأينا أنها تستحق الدراسة، وقد تكون إشكاليات لبحوث جديدة، نذكر منها:

- إعادة إجراء الدراسة على باقي المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.
- اختبار تأثير باقي المؤشرات المالية على القيمة السوقية لسهمي مؤسسة صيدال والأوراسي.
- اختبار تأثير توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.
- اختبار أثر الهيكل المالي لمؤسستي صيدال والأوراسي على القيمة السوقية لأسهمهما.
- دراسة تأثير مؤشرات الاقتصاد الكلي الجزائري على مؤشر بورصة الجزائر (DZAIR Index).
- تأثير أسعار النفط على المؤشر (DZAIR Index).
- معوقات أداء بورصة الجزائر والعوامل المؤثرة على تنشيطها.
- علاقة النظام المصرفي ببورصة الجزائر.

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية.

I. الكتب.

1. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية –إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

2. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، ط1، ج2، الجزائر، 2002.

3. جمال عبد العزيز العثمان، الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.

4. حامد العربي الحضيري، تقييم الإستثمارات، دار الكتب العلمية، القاهرة، مصر، 2000.

5. حسين علي بن هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها مشتقاتها، دار مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2014.

6. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، عمان، ط1، الأردن، 2004.

7. حنان رضوان حلوه، مدخل النظرية المحاسبية الإطار الفكري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر، الأردن، ط2، 2009، ص72.

8. حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.

9. خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا، المشتقات المالية دراسة فقهية، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2013.

10. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

11. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2012.

12. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان، الأردن، 2006.

13.رمضان زياد، شموط مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008.

14.زياد عبد الكريم القاضي، مُحَّد خليل أبو زلطة، تصميم نظم المعلومات الإدارية والمحاسبية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

15.سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2005.

16.سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، ط1،عمان، الأردن، 2009.

17.السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، ط1 ،القاهرة، مصر، 2006.

18.السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، ط1، عمان، الأردن، 2010.

19.شعبان مُحَّد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، 2002.

20.صلاح الدين حسن السيسي، بورصة الأوراق المالية "الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح"، ط1، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2003..

21.طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2016.

22.طارق عبد العال حماد ، إدارة المخاطر، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندري، مصر، 2003.

23.عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.

24.عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية مصر، 2003.

25.عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، عمان، الأردن، 2010.

26.عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1،عمان، الأردن، 2008.

27.علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008.

28.غنيم حسين عطا، دخلان عبد الله صادق، دراسات في التمويل: أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، مجموعة نايف، ط1،جدة المملكة العربية السعودية، 2004.

29.فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحاد للنشر والتوزيع، ط3، عمان، الأردن، 2010.

30.ماجد فهد العمري، التحليل الفني الأداة الأكثر فاعلية لتحليل الأسواق المالية، ماجد فهد يحي العمري للنشر، الرياض، ط2،جدة، السعودية، 2014.

31.مبارك بن سليمان بن مُحَّد آل سليمان، ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1، ط1، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005.

32.مُحَّد أبو نصار، جمعة حميدات، معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية – الجوانب النظرية والعملية، دار وائل للنشر، ط3، عمان، الأردن، 2014.

33.مُحَّد شكري الجميل العدوي، بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية "دراسة فقهية مقارنة"، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، ط1، الإسكندرية، مصر، 2014.

34.مُحَّد صالح الحناوي وآخرون، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر 2006.

35.مُحَّد صالح الحناوي ، جلال العيد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.

36.مُحَّد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2014.

37.مُحَّد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وادارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2007 .

38.مُحَّد عبد الحميد احمد الإمبابي، سياسات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2017.

39. مُحَمَّد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.

40. مُحَمَّد عبد الله شاهين، البورصة والثراء، دار يافا العلمية للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2017.

41. مُحَمَّد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2013.

42. مُحَمَّد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم –سندات –أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن.

43. مُحَمَّد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.

44. مُحَمَّد يوسف الحفناوي، نظم المعلومات المحاسبية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.

45. محمود مُحَمَّد الداغر، الأسواق المالية–مؤسسات–أوراق–بورصات، دار الشروق، ط1، عمان، الأردن، 2005.

46. مصطفى يوسف كافي وآخرون، أسواق مالية ومصرفية، دار الإعصار العلمي، ط1، عمان، الأردن، 2017.

47. مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2010.

48. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، دلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2012.

49. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006.

50. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة توزيع المعارف، مصر، 1999.

51. مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009.

52. مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2010.

53. مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2012.

54.هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1،عمان، الأردن، 2003.

55.وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2012.

II. أطروحات الدكتوراه.

1. بلحمري خيرة، تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية (الكويت تونس وفلسطين خلال الفترة 2007-2014)، أطروحة دكتوراه تخصص علوم تجارية، جامعة الجزائر3، 2016.

2. بن عيشوش مُحَمَّد، أثر التحليل في السوق المالي على كفاءة الأسواق المالية، دراسة حالة الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، البليدة، 2017.

3. جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية -دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2008/2007.

4. جمعة فلح مُحَمَّد حميدات، مدى التزام الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان بمعايير الإفصاح الواردة في معايير المحاسبة الدولية وتعليمات هيئة الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة عمان العربية للدراسات العليا ،الأردن، 2004.

5. سعيدي حنان، دور التحليل الأساسي في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية -دراسة حالة الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر، أطروحة دكتواره في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، جامعة الجزائر3، 2019/2018.

6. كسري أسماء، أثر المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية لأسهم الشركات، دراسة مقارنة لأسهم الأوراسي وصيدال (2000-2012)، أطروحة دكتوراه علوم التسيير تخصص تسيير منظمات، جامعة باجي مختار عنابة، 2015/2014.

7. ليندة آيت بشير، التحليل الفني ودوره في التنبؤ بحركة بورصة الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه شعبة العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2018/2017.

8. مُحَمَّد عبد الله المهندي، أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، غير منشورة، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2004.

9. مختار عيواج، بورصة الأوراق المالية ودورها في خوصصة المؤسسات الاقتصادية العمومية، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2013.

10. هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر أطروحة دكتوراه في علوم التسيير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008.

III. المقالات والأبحاث.

1. أشرف صالح، عبد الرؤوف عبد الله جريد، دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات مؤشر EGX30 المدرجة في البورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد 10، العدد 03، 2019، ص ص 281-321.

2. بن زاير مبارك، بن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 3، العدد1، 2017، ص ص 86-97.

3. بن عمر بن حاسين، لحسين جديدين، مُحَّد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة السعودية، عمان، تونس، المغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 01، العدد 02، جامعة ورقلة، 2012، ص ص 248-262

4. تمار أمين، اختبار التكامل المشترك بين معدلات التضخم والاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر للفترة (1990-2016) باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL ، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، المجلد 03، العدد 02، 2018، ص ص 263-276.

5. صباح مُحَّد ديلمي، منى ممدوح المولا، التأثيرات الموسمية على عائد وتذبذب بورصة عمان، دراسة تطبيقية على المؤشرات القطاعية، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد 16، العدد1، 2013، ص ص 108-151

6. صخر مرعي حسن، أيوب وائل موسى، النسب المالية وعلاقتها بالعائد على السهم للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان- دراسة تحليلية للفترة من عام 2005 -2015، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 05، العدد 02، 2019، ص ص 253-271.

7. عبد الرحمان بن سانية وآخرين، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 01، العدد 02، 2017، ص ص 12-31.

8. العربي لعروسي، فعالية التنبؤ باستخدام القوائم المالية -دراسة حالة الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة (2010-2014)، مجلة الباحث، المجلد 16، العدد16، 2016، ص ص 183-195.

9. كسري أسماء، دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمة السوقية للأسهم: دراسة العلاقة السببية لأسهم الأوارسي للفترة (2004-2011)، مجلة التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون، العدد 48، 2016، ص ص 204-218.

10. مُحَمَّد يزيد صالحي، عبد العزيز قتال، تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات خلال الفترة (2012-2018)، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 07، العدد 02، 2020، ص ص 710-725.

11. مُحَمَّد يعقوبي، دراسة مقارنة لتأثير تغيرات سعر الصرف على المؤشرات المالية الإسلامية والتقليدية على مستوى الأسواق المالية الناشئة، مجلة الأبحاث الاقتصادية، العدد 18، 2018، ص ص 247-269

12. معارفي فريدة، مفتاح صالح، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، المجلد 07، العدد07، 2009، ص ص 181-194.

13. نوي الحاج، مقاربة جودة المعلومات المحاسبية في النظام المحاسبي المالي الجزائري، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 09، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2013، ص ص 34-41.

14. هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس الأداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، المجلد 07، العدد 07، 2010، ص ص 55-70.

IV. النصوص القانونية.

1. القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93 -10 المؤرخ في 23ماي 1993، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 11، الصادرة في 19فيفري 2003

2. القانون رقم 09/09 المؤرخ في 30 ديسمبر 2009 المتضمن قانون المالية لسنة 2010، الجريدة الرسمية، العدد 78.

3. القانون رقم 08/13 المؤرخ في 30 ديسمبر 2013 المتضمن قانون المالية لسنة 2014، الجريدة الرسمية، العدد 68.

4. القانون رقم 10/14 المؤرخ في 30 ديسمبر 2014 المتضمن قانون المالية لسنة 2015، الجريدة الرسمية، العدد 78.

5. القانون رقم 16/20 المؤرخ في 31 ديسمبر 2020 المتضمن قانون المالية لسنة 2021، الجريدة الرسمية، العدد 83.

6. المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للأمر رقم 75 -59 المؤرخ في 26سبتمبر 1997 المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادرة في 27 أفريل 1993.

7. المرسوم التشريعي رقم 93 -10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادرة في 23 ماي 1993.

8. المرسوم التنفيذي رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس1990 المتعلق بتحويل ديون الخزينة المترتبة على المؤسسات العمومية إلى قيم منقولة وتجميدها وبين شروط إصدارها، الجريدة الرسمية، العدد 14، الصادرة في 04 أفريل 1990.

9. المرسوم التنفيذي رقم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990، المتعلق بتحديد أشكال شهادات الأسهم الممكن إصدارها من المؤسسات العمومية الاقتصادية لفائدة مؤسسات عمومية اقتصادية أخرى وشروط إبرام الصفقات بها، الجريدة الرسمية، العدد14، الصادرة في 04 أفريل 1990، ص471.

10. المرسوم التنفيذي رقم 156/08 المؤرخ في 26 ماي 2008، المتضمن تطبيق أحكام القانون رقم 11/07.

11. النظام رقم 02/96 المؤرخ في 22 جويلية 1996 المتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة.

12. النظام رقم 02/2000 المؤرخ في 26 جويلية 2000 المتعلق بالمعلومات الواجب نشرها من طرف المؤسسات التي تكون قيمها مسعرة في البورصة.

13. النظام رقم 01/04 المؤرخ 08 جويلية 2004، الذي يعدل ويتمم نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 02/96 والمتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات والهيئات التي تلجأ علانية إلى الادخار عند إصدارها قيما منقولة.

14. القرار رقم 15-01، المؤرخ في 15 أفريل 2015، المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم.

15. قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 18-01 المتضمن قواعد تسيير حصص التداول في بورصة القيم، المعدل والمتمم للقرار 99-06.

V. المطبوعات والمواقع الإلكترونية.

1. بورصة الجزائر، متوفرة على الموقع: https://www.sgbv.dz/ar/.

2. منشورات بورصة الجزائر، متوفرة على الموقع: https://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document114989558.pdf

3. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، متوفر على الموقع: https://www.cosob.org/.

4. المذكرة الإعلامية الخاصة بمؤسسة صيدال، متوفرة على الموقع: https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/les-emetteurs-notice-SAIDAL.pdf

5. المذكرة الإعلامية الخاصة بمؤسسة الأوراسي، متوفرة على الموقع: https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/12/les-emetteurs-notice-EL-AURASSI.pdf.

6. دليل المصطلحات الأكثر تداولا في البورصة، بورصة عمان، متوفرة على الموقع: http://www.ase.com.jo/sites/default/files/

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية.

I. الكتب.

1. Andrew Chisholm, An Introduction to Capital Markets Products, Strategies, Participants, John Wiley & Sons, 2012.
2. Berk Jonathan, De Marzo Peter, Corporate Finance, 4th Edition, Pearson Education, 2017.
3. Chisholm Andrew, An Introduction to Capital Markets- Products- Strategies- Participants, 1st edition, John Wiley & Sons, USA, 2002.
4. Drake Pamela Peterson, Fabozzi Frank J, The Basics of Finance: An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management, John Wiley & Sons, 1st Edition, New Jersey, USA, 2010.
5. Ehrhardt Michael C, Brigham Eugene F, Financial management: theory and practice, Cengage Learning, 13th edition, 2010.
6. Eugene F Brigham, Michael C Ehrhardt, Financial Management "Theory and Practice", Thomson South-Western, 11th Edition, United States of America, 2005.
7. Fabozzi Frank J, Drake Pamela Peterson, Finance Capital Markets, Financial Management, and Investment Management.
8. Frederic S Mishkin, Stanley G Eakins , Financial markets and institutions, Publisher by Pearson, 9th edition, 2018.
9. Gitman Lawrence et Al, Investissement et marchés financiers, Pearson Education, 9e édition, Paris, France, 2005.
10. Grandin Pascal et autres, performance de portefeuille, Edition Pearson, 2eme édition, 2010.
11. Gregory Denglos , La création de valeur, Dunod, Paris, 2003.

12. John Murphy, Technical Analysis of The Financial Markets, A comprehensive Guide to Trading Methods and Applications, New York Institute of Finance, 1999.

13. Le Saout Erwan, Introduction aux marchés financiers, Economica, 3e édition, Paris, France, 2011.

14. Marie-Noëlle et Al, Le grand livre du contrôle de gestion, Paris: EYROLLES, 2013.

15. Melicher Ronald, Norton Edgar, Introduction to finance: Markets, Investments, and Financial Management, Wiley, 16th edition, USA, 2016.

16. Michael N Kahn, Technical analysis plain and simple, 3rd edition, New jersey, USA, 2010.

17. Patrick Perfettim, Analyse Technique Approche Pragmatique, Economica, Paris, 1997.

18. Pierre Vernimmen and Al, Corporate Finance Theory and Practice, John Wiley & Sons Inc, 5th edition, 2017.

19. Pierre Vernimmen and Al, Finance d'entreprise, DALLOZ, 13éme édition, Paris, 2015.

20. Robert Alan Hill, Working Capital Management Theory and Strategy, 1st ed , Robert Alan Hill & bookboon.com, 2013.

21. Robert Edwards, John Magi, Technical Analysis of Stock Trends, 8th edition, San Francisco, USA, 2001.

22. Robert Merton Zvi Bodie, Finance, 3 Edition ،Nouveaux Horizon, Pearson, 2011.

23. Ross Stephen and Al, Corporate Finance, McGraw Hill Education, 7th Edition, Canada, 2015.

24. Russell Wasendorf, Elizabeth Thompson, The Complete Guide to Single Stock Futures: what they are and how to trade them, McGraw-Hill, New York, USA, 2003.

25. Stephen G Cecchetti, Kermit L Schoenholtz, Money, Banking and Financial Markets, 5th edition, McGraw-Hill Education, HARDCOVERE, New York, USA, 2017.

26. Svensson, Monetary policy challenges: Monetary policy responses to oil price changes, 2006.

27. Szyszka Adam, Behavioral Finance and Capital Markets How Psychology Influences Investors and Corporations, Palgrave Macmillan US, 1st edition, 2013.

28. Thaler Richard. H, Advances in Behavioral Finance, Princeton University Press, Vol 02, USA, 2005.

II. الأطروحات.

1. Pereira Leo Rajan, Implications of Non-Tangible Assets and Macroeconomic Parameters on Long-term Stock Performance, The Doctoral Dissertation, College of Management and Technology, Walden University, Minnesota, USA, 2019.

III. المقالات والأبحاث.

1. Ahmed Obaidat, Accounting Information Qualitative characteristics Gap: Evidence from Jordan, International management review, Vol 03 No 02, 2007, P28.

2. Akhtar Tahir, Market multiples and stock returns among emerging and developed financial markets, Borsa Istanbul Review, Vol 21, No 1, 2021, Pages 44-56.

3. Al Qaisi.F, Al Qudah.M, Factors Affecting the Market Stock Price-The Case of the Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange, International Journal of Business and Social Science, Vol 7, N 10, 2016, pp 81-90.

4. Alam M, Gazi M S, Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries, International Journal of Business and Management, Vol 4, No 3, 2009, pp. 43-51.

5. Amos Tversky, Richard H Thaler, Anomalies: Preference Reversals, journal of Economic Perspectives, Vol 4, No 2, 1990, pp 201-211.

6. Arouri M and al, Volatility spillovers between oil prices and stock sector returns: Implications for portfolio management. Journal of International Money and Finance, Vol 30, No 7, 2011.

7. Ball R, Brown P, An empirical evaluation of accounting Income, Journal of accounting research, 1968, pp 159-178.

8. Banz Rolf, The relationship between return and market value of common stocks, Journal of Financial Economics, Vol 9, No 1, 1981, pp 3-18.

9. Barbee W, Jeong J G, Mukherji S, Relations between portfolio returns and market multiples, Global Finance Journal, Vol 19, No 1, 2008, pp 1-10.

10. Barsky R, The Fisher hypothesis and The forecastability and persistence on inflation. Journal of Monetary Economics , Vol 19, N 01, 1987, pp

11. Bialkowski Jedrzej and al, Piety and Profits: Stock Market Anomaly during the Muslim Holy Month, Finance and Corporate Governance Conference Journal, 2010, pp

12. Biddle G, Bowen R, Wallace J, Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values, Journal of Accounting & Economics, Vol 24, No 3, 1997, pp 301-336.

13. Celebi K, Hönig M,The Impact of Macroeconomic Factors on the German Stock Market: Evidence for the Crisis, Pre-and Post-Crisis Periods. International Journal of Financial Studies, VoL 7, No 2, 2019.

14. Chan L K C, Chen N F, Structural and return characteristics of small and large firms, The Journal of Finance, Vol 46,No 4, 1991, pp1476-1484.

15. Chan W S, Stock price reaction to news and no-news: drift and reversal after headlines, Journal of Financial Economics, Vol 70, No 2, 2003, pp 223-260.

16. Chen and al, Economic forces and stock market, Journal of Business, Vol 59, N03, 1986, pp

17. Cutler D M and Al, What moves stock prices?, The Journal of Portfolio Management, 1998, pp

18. De Bondt.W F M, Thaler R H, Does the stock market overreact?, The Journal of Finance, Vol 40, No 3, 1985, pp 793-805.

19. De Frutos Angels, Carolina Manzano, Trade disclosure and price dispersion, Journal of financial Markets, Vol 08, No 02, May 2005, pp

20. Elroy Dimson, Massoud Mussavian, A brief history of market efficiency, European Financial Management, Vol 4, No 1, 1998, pp 91-193.

21. Ensar Agirman, Omer Yilma, Value of Financial Ratios in Predicting Stock Returns: A Study On Borsa Istanbul (BIST), Business, Economics and Finance -JBEF, Vol 7, N 2, 2018, pp191-199.

22. Fama E F, French R F, The Cross-Section of Expected Stock Returns, Journal of Finance, Vol 47, N 02, 1992, pp 465-472.

23. Fama E F, Schwert G W, Asset Returns and Inflation, Journal of Financial Economics, Vol 05, N 02, 1977, p p 115-146.

24. Fama E F, Stock Returns Real Activity Inflation and Money, The American Economic Review, Vol 71, No 4, 1981, pp 545-565 .

25. Fama Eugene F, The Behavior of Stock-Market Prices, The Journal of Business, Vol 38, No 01, 1965, pp 34-105.

26. Fama Eugene, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, Vol 25, No 2, 1970, pp 383-417.

27. Feldstein Martin, Inflation tax rules and the stock market, Journal of Monetary Economics, VoL 06, No 03, 1980, pp

28. Funda H, An empirical investigation of the relationship among P/E ratio, stock return and dividend yields for Istanbul stock exchange. International Journal of Economics and Finance Studies, Vol 2, No 1, 2010, pp 15-23.

29. Gu AY, The Declining January Effect: Evidences from the U.S. Equity Markets, Quarterly Review of Economics and Finance , Vol. 43, No 2, 2003, pp. 395–404.

30. Herawati Aty, Putra Angger Setiadi, The Influence of Fundamental Analysis on Stock Prices: The Case of Food and Beverage Industries European Research Studies Journal, Vol 21, No 3, 2018, pp. 316–326

31. Hirshleifer David, Shumway Tyler, Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather, The Journal of Finance, Vol 58, No 3, 2003, pp 1009-1032

32. Ismail A, Is Economic Value Added more associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence. International Journal of Managerial Finance, Vol 2, No 4, 2006, pp 343-353.

33. Jegadeesh Narasimhan, Titman Sheridan, Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, The Journal of Finance, Vol 48, No 1, 1993, pp 65-91

34. Joel M Stern, G. Bennett Stewart, Donald H Chew, Eva®*: An Integrated Financial Management System, European Financial Management, Vol 2, n 2, 1996, pp .

35. Kaul G, Stock Returns and Inflation The Role of Monetary Sector, Journal of financial Economics, Vol 18 No 2, 1987, pp.

36. Keown A J, Pinkerton J M, Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation, The Journal of Finance, Vol 36, No 4, 1981, pp 855-869

37. Keran M W, Expectation, Money and the Stock Market, Federal Reserve Bank of St Louis Review, No 53, 1971, p31. pp 16-31.

38. King B F, Market and industry Factors in Stock Price Behavior, Journal of Business, Vol 39, No 1, 1966, pp 139-190.

39. Kitati E and Al, Effect of Macro-Economic Variables on Stock Market Prices for the Companies Quoted on the Nairobi Securities Exchange in Kenya, International Journal of Sciences: Basic and Applied Research , Vol 21, No 2, 2015, pp235-263.

40. Lakonishok J, Shleifer A, Vishny R W, Contrarian investment extrapolation and risk, The Journal of Finance, Vol 49, No 5, 1994, pp 1541-1578.

41. Lu Yua, Xiao-wan Hua, Kun Guo, The Study of the Development of Chinese Stock Market Based on Factor Analysis , Procedia Computer Science, N 55 , 2015, PP 422 – 430, pp

42. Malkiel B, The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, Journal of Economic Perspectives, Vol 17, No 1, 2003, pp 59–82.

43. Mansoor Maitah and al, Economic Value Added and Stock Market Development in Egypt, Asian Social Science; Vol 11, N 3, 2015, pp 126-134.

44. Marie Ligocká, Daniel Stavárek, The Relationship Between Financial Ratios and the Stock Prices of Selected European Food Companies Listed on Stock Exchanges, Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis, Mendel University Press, vol 67, No 1, 2019, pp 299-307.

45. Martikainen Teppo, Modelling stock price behaviour by financial ratios, Rivista di matematica per le scienze economiche e sociali, Vol 12, N 01, 1989, pp 119-138.

46. Michel Albouy, Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ?, Revue française de gestion, n° 157, Lavoisier, 2005, pp 169-188, pp

47. Mitchell M L, Mulherin J H, The impact of public information on the stock market, The Journal of Finance, Vol 49, No 3,1994, pp 923-950

48. Mork and al, Oil and Macroeconomy When Prices Go Up and Down: An Extension of Hamilton's Results, Journal of Political Economy, Vol 97, No 3, pp 740-744

49. Myers.S.L, Re-Examination of Market and Industry Factors in Stock Price Behavior, Journal of Finance, Vol 28, No 3, 1973, pp 695-705.

50. Najeb M.H. Masoud, The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol 3, No 4, 2013, pp 788-798.

51. Niederhoffer V, The analysis of world events and stock prices, The Journal of Finance, Vol 44, No 2, 1971, pp 193-219.

52. Nila Firdausi Nuzula and Al, The use of technical analysis, source of information and emotion and its influence on investment decisions, Journal of Behavioral and Experimental Finance, Vol 22, 2019, pp 51-56.

53. Ninlaphay S, Ussahawanitchakit P, Accounting professionalism, financial reporting quality and information usefulness: Evidence from exporting firms in Thailand, Journal of International Business and Economics, Vol 11, No 04, 2011, pp 155-166.

54. O'Byrne S F, EVA and its critics, Journal of Applied Corporate Finance, Vol 12, No 2, 1999, pp 92-96.

55. Ozturk Hakki, Karabulut Tolun A, Impact of financial ratios on technology and telecommunication stock returns: evidence from an emerging market, Investment Management and Financial Innovations, Vol 17, No 2, 2020, pp 76-87.

56. Park H, Sohn W, Behavioral finance: A survey of the literature and recent development. Seoul Journal of Business, Vol 19, No 1, 2013, pp 3-44.

57. Parvaei A, Farhadi S, The ability of explaining and predicting of Economic Value Added (EVA) versus net income (NI), residual income (RI) & free cash flow (FCF) in Tehran stock exchange (TSE). International Journal of Economics & Finance, Vol 5, No 2, 2013, pp 67-77.

58. Pesaran H and Al. , Bound Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships, Journal of Applied Econometrics, Vol 16, N 3, 2001, pp 286-329.

59. Razak A and al, The Effects of Financial Performance on Stock Returns: Evidence of Machine and Heavy Equipment Companies in Indonesia, Research in World Economy, Vol 11, No 6, 2020, pp 131-138.

60. Richard H Thaler, The End of Behavioral Finance, Financial Analysts Journal, Vol 55, No 6, 1999, pp12-17

61. Ritter Jay R , The Buying and Selling Behavior of Individual Investors at the Turn of the Year, Journal of Finance, Vol 43, No 3, 1988, PP 701-717.

62. Roll Richard, A Possible Explanation of the Small Firm Effect, The Journal of Finance, Vol 36, No 4, 1981, pp 879-888.

63. Rousseau R, Rensburg P V, Time and the payoff to value investing, Journal of Asset Management, Vol 4, No 5, 2003, pp 318-325.

64. Sewell Martin, History of the efficient market hypothesis, Research Note RN/11/04, University College London, London, 2011.

65. Shanmugam K R, Misra B S, Stock Returns-Inflation Relation In India (1980-2004), Applied Econometrics and International Development, Vol 09, No 01, 2009, pp

66. Shleifer A, Inefficient markets: an introduction to behavioral finance, Oxford: Oxford University Press, 2000.

67. Siegel jeremey, does it pay stock investors to forecast the business cycle, the journal of portifolio management, 1991, Vol 18, No 1, pp 27-34.

68. Smirlock Michael , Starks Laura, Day-of-the-week and intraday effects in stock returns, Journal of Financial Economics, 1986, vol. 17, No 1, pp 197-210

69. Tetlock P C, Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market, The Journal of Finance, Vol 62, No 3, 2007, pp 1139-1168

70. Thian Cheng Lim and al, History of the Efficient Market Hypothesis, International Journal of Management Sciences and Business Research, 2012, Vol. 1, No 11, pp 26-33.

71. Thomas Arkan, The Importance of Financial Ratios in Predicting Stock Price Trends: A Case Study in Emerging Markets, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, N 79, 2016, pp13-26.

72. Utamia Martina Rut, Darmawan Arif, Effect of DER, ROA, ROE, EPS and MVA on Stock Prices in Sharia Indonesian Stock Index, Journal of Applied Accounting and Taxation, Vol. 4, No. 1, 2019, pp 15-22.

73. Wachtel Sidney, Certain Observations on Seasonal Movements in Stock Prices, The Journal of Business of the University of Chicago, Vol. 15, No. 2, 1942, pp.184-193

74. White, C. B, What P/E will the U.S. stock market support? Financial Analysts Journal, Vol 56, No 6, 2000, pp 30-38.

75. William F. Sharpe, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, The Journal of Finance, Vol 19, N 03, 1964, pp 425-442.

76. William Fruhan, Levitz Furniture: A Case History in the Creation and Destruction of Shareholder Value, Financial Analysts Journal, Vol 36, No 2, 1980, pp 25-45.

77. William H. Beaver, Market Efficiency, The Accounting Review, Vol 56**,** No 01, 1981, pp 23-37.

IV. النصوص القانونية.

1. Codification of auditing standards and procedures, Statement on auditing standards 001, American Institute of Certified Public Accountants, 1973.
2. Financial Accounting Standards Boards, statements of financial accounting concepts No 2, qualitative characteristics of accounting information, 2008.

الملاحق

الملحق رقم 01: اختبار الاستقرارية لمتغيرات النموذج الخاص بمؤسسة صيدال باستخدام اختبار ADF.

- **نتائج استقرارية متغير القيمة السوقية (MV) لسهم مؤسسة صيدال عند الفرق الأول.**

Null Hypothesis: D(MV) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.199178	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.717511	
	5% level	-1.964418	
	10% level	-1.605603	

Null Hypothesis: D(MV) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.316303	0.0007
Test critical values:	1% level	3.920350	
	5% level	3.065585	
	10% level	2.673459	

Null Hypothesis: D(MV) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.177106	0.0042
Test critical values:	1% level	4.667883	
	5% level	3.733200	
	10% level	3.310349	

- **نتائج استقرارية المتغير (ROA) الخاص بمؤسسة صيدال عند الفرق الأول.**

Null Hypothesis: D(ROA) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.907802	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	
	10% level	-1.606129	

Null Hypothesis: D(ROA) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.706601	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.886751	
	5% level	-3.052169	
	10% level	-2.666593	

Null Hypothesis: D(ROA) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-7.048565	0.0001
Test critical values:	1% level	-4.616209	
	5% level	-3.710482	
	10% level	-3.297799	

- **نتائج استقرارية متغير (ROE) الخاص بمؤسسة صيدال عند الفرق الأول.**

Null Hypothesis: D(ROE) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.394087	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	
	10% level	-1.606129	

Null Hypothesis: D(ROE) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.218709	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.886751	
	5% level	-3.052169	
	10% level	-2.666593	

Null Hypothesis: D(ROE) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.673562	0.0003
Test critical values:	1% level	-4.616209	
	5% level	-3.710482	
	10% level	-3.297799	

- نتائج استقرارية متغير (EPS) الخاص بمؤسسة صيدال عند الفرق الأول.

Null Hypothesis: D(EPS) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.238694	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	
	10% level	-1.606129	

Null Hypothesis: D(EPS) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.033014	0.0002
Test critical values:	1% level	-3.886751	
	5% level	-3.052169	
	10% level	2.666593	

Null Hypothesis: D(EPS) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-6.588210	0.0003
Test critical values:	1% level	-4.616209	
	5% level	-3.710482	
	10% level	-3.297799	

الملحق رقم 02: نتائج اختبار منهج الحدود (Bounds Test) الخاص بمؤسسة صيدال.

F-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	9.008869	10%	2.37	3.2
k	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66

الملحق رقم 03: تقدير معلمات نموذج الأجل الطويل الخاص بمؤسسة صيدال.

Levels Equation
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA	-324.3241	86.92516	-3.731072	0.0058
ROE	123.3996	38.50410	3.204843	0.0125
EPS	3.807021	0.699265	5.444321	0.0006
C	427.2729	44.11544	9.685336	0.0000

EC = MV - (-324.3241*ROA + 123.3996*ROE + 3.8070*EPS + 427.2729)

الملحق رقم 04: نتائج نموذج تصحيح الخطأ للأجل القصير ECM الخاص بمؤسسة صيدال.

ECM Regression
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ROA)	-77.29288	25.19643	-3.067613	0.0154
D(ROA(-1))	-12.59536	3.226887	-3.903255	0.0045
D(ROE)	11.72754	12.08647	0.970303	0.3603
D(EPS)	1.355310	0.471418	2.874965	0.0207
CointEq(-1)*	-0.816301	0.099308	-8.219886	0.0000

R-squared	0.897901	Mean dependent var	10.11765
Adjusted R-squared	0.863868	S.D. dependent var	90.29250
S.E. of regression	33.31437	Akaike info criterion	10.08978
Sum squared resid	13318.16	Schwarz criterion	10.33485
Log likelihood	-80.76316	Hannan-Quinn criter.	10.11414
Durbin-Watson stat	2.006992		

الملحق رقم 05: اختبار الارتباط الذاتي LM test الخاص بنموذج مؤسسة صيدال.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	3.189829	Prob. F(2,6)	0.1138
Obs*R-squared	8.760678	Prob. Chi-Square(2)	0.0125

الملحق رقم 06: نتائج اختبار عدم الثبات ARCH Test الخاص بنموذج مؤسسة صيدال.

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	2.319566	Prob. F(1,14)	0.1500
Obs*R-squared	2.274145	Prob. Chi-Square(1)	0.1315

الملحق رقم 07: نتائج اختبار Ramsey Reset Test الخاص بنموذج مؤسسة صيدال.

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Specification: MV MV(-1) ROA ROA(-1) ROA(-2) ROE ROE(-1) EPS E -1) C
Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t statistic	0.604573	7	0.5645
F-statistic	0.365509	(1, 7)	0.5645

الملحق رقم 08: اختبار الاستقرارية لمتغيرات النموذج الخاص بمؤسسة الأوراسي باستخدام اختبار ADF.

- **نتائج استقرارية متغير القيمة السوقية (MV) لسهم مؤسسة الأوراسي عند الفرق الأول.**

Null Hypothesis: D(MV) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.399139	0.0002
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	
	10% level	-1.606129	

Null Hypothesis: D(MV) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.877264	0.0014
Test critical values:	1% level	-3.886751	
	5% level	-3.052169	
	10% level	-2.666593	

Null Hypothesis: D(MV) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.779993	0.0075
Test critical values:	1% level	-4.616209	
	5% level	-3.710482	
	10% level	-3.297799	

- نتائج استقرارية متغير (ROE) الخاص بمؤسسة صيدال عند الفرق الأول.

Null Hypothesis: D(ROE) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.811075	0.0008
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	
	10% level	-1.606129	

Null Hypothesis: D(ROE) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.773719	0.0125
Test critical values:	1% level	-3.886751	
	5% level	-3.052169	
	10% level	-2.666593	

Null Hypothesis: D(ROE) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.825499	0.0409
Test critical values:	1% level	-4.616209	
	5% level	-3.710482	
	10% level	-3.297799	

- نتائج استقرارية متغير (EPS) الخاص بمؤسسة صيدال عند الفرق الأول.

Null Hypothesis: D(EPS) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.417984	0.0019
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	
	10% level	-1.606129	

Null Hypothesis: D(EPS) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.358715	0.0280
Test critical values:	1% level	-3.886751	
	5% level	-3.052169	
	10% level	-2.666593	

Null Hypothesis: D(EPS) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.509920	0.0704
Test critical values:	1% level	-4.616209	
	5% level	-3.710482	
	10% level	-3.297799	

- نتائج استقرارية متغير (PER) الخاص بمؤسسة صيدال عند المستوى.

Null Hypothesis: PER has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.019580	0.0004
Test critical values:	1% level	-2.699769	
	5% level	-1.961409	
	10% level	-1.606610	

Null Hypothesis: PER has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.168159	0.0033
Test critical values:	1% level	-4.571559	
	5% level	-3.690814	
	10% level	-3.286909	

Null Hypothesis: PER has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.532589	0.0025
Test critical values:	1% level	-3.857386	
	5% level	-3.040391	
	10% level	-2.660551	

الملحق رقم 09: نتائج اختبار منهج الحدود (Bounds Test) الخاص بمؤسسة الأوراسي.

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	4.908103	10%	2.37	3.2
k	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66

الملحق رقم 10: تقدير معلمات نموذج الأجل الطويل الخاص بمؤسسة الأوراسي.

Levels Equation Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROE	-18.91091	5.424217	-3.486385	0.0051
EPS	3.690192	0.801067	4.606598	0.0008
PER	2.232238	0.800493	2.788578	0.0176
C	372.9268	31.27724	11.92327	0.0000
EC = MV - (-18.9109*ROE + 3.6902*EPS + 2.2322*PER + 372.9268)				

الملحق رقم 11: نتائج نموذج تصحيح الخطأ للأجل القصير ECM الخاص بمؤسسة الأوراسي.

ECM Regression Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ROE)	-14.08640	2.088771	-6.743867	0.0000
D(PER)	0.477603	0.148004	3.226959	0.0081
CointEq(-1)*	-0.582139	0.100632	-5.784837	0.0001
R-squared	0.742027	Mean dependent var		17.22222
Adjusted R-squared	0.707631	S.D. dependent var		49.49338
S.E. of regression	26.76165	Akaike info criterion		9.562829
Sum squared resid	10742.79	Schwarz criterion		9.711224
Log likelihood	-83.06546	Hannan-Quinn criter.		9.583291
Durbin-Watson stat	1.999310			

الملحق رقم 12: اختبار الارتباط الذاتي LM test الخاص بنموذج مؤسسة الأوراسي.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.231918	Prob. F(2,9)	0.7976
Obs*R-squared	0.882205	Prob. Chi-Square(2)	0.6433

الملحق رقم 13: نتائج اختبار عدم الثبات ARCH Test الخاص بنموذج مؤسسة الأوراسي.

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.565152	Prob. F(1,15)	0.4638
Obs*R-squared	0.617250	Prob. Chi-Square(1)	0.4321

الملحق رقم 14: نتائج اختبار Ramsey Reset Test الخاص بنموذج مؤسسة الأوراسي.

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Specification: MV MV(-1) ROE ROE(-1) EPS PER PER(-1) C
Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	0.952641	10	0.3632
F-statistic	0.907525	(1, 10)	0.3632